



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Betting | Sverige | 18 Februari 2022

# Raketech Group

## Visar styrka på marginal och organisk tillväxt

### Stark organisk tillväxt om 12,5% i Q4

Omsättningen för helåret uppgick till EUR 38,5m vs. våra estimat om EUR 40,0m. Avvikelsen förklaras i tillträde av bolagets senaste förvärv. Rensat för detta var siffran starkare än våra estimat. Just. EBITDA uppgick till EUR 16,5m vs. våra estimat om EUR 16,5m. Rensat från ovan nämnda anledningar var EBITDA ca 2% bättre än våra estimat. Anledningen till avvikelsen är en stark organisk tillväxt.

### Guidance och stark trading update ger upphov till estimatförändringar

Vi justerar upp våra intäktsestimater med ca 4% för prognosperioden. Anledningen är bolagets trading update om att intäkterna i januari uppgick till EUR 4,5m, vilket tillsammans med rapporten indikerar en starkare organisk tillväxt än vad vi haft i våra estimat. På EBITDA gör vi marginella estimatförändringar då bolaget guidar om en konstant marginal.

### Fortsatt stor potential i aktien

Baserat på de starka siffrorna samt en god trading update höjer vi vårt motiverade värde för Raketech till 31-33 kr. På dessa nivåer handlas Raketech till en 30% rabatt mot Catena Media och Better Collective. Denna rabatt kan successivt minska givet att intäkter ifrån USA ökar till över 20% under Q1'21.

Estimatändring (EUR)				Prognos (EUR)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21e	22e	23e	24e	Motiverat värde	31.0 - 33.0	
EPS, justerad 22e	0.31	0.31	0.0%	Omsättning, mkr	39	52	56	61	Aktiekurs	€2.4
EPS, justerad 23e	0.35	0.34	4.3%	Tillväxt	31%	35%	9%	8%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	0.43	0.43	0.0%	EBITDA, mkr	16.2	22.2	24.3	28		
				EBIT, mkr	9	16	18	21		
				EPS, justerad	0.2	0.3	0.4	0.4		
				EPS tillväxt	29%	81%	15%	21%		
				EK/aktie	2.0	2.3	2.6	3.1		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	24.3%	30.4%	31.8%	35.1%		
				ROE	10.1%	15.2%	15.2%	16.0%		
				ROCE	7.6%	8.4%	9.5%	11.3%		
				EV/Sales	3.8x	2.8x	2.6x	2.4x		
				EV/EBITDA	9.0x	6.6x	6.0x	5.3x		
				EV/EBIT	15.7x	9.3x	8.2x	6.9x		
				P/E, justerad	14.2x	7.8x	6.8x	5.6x		
				P/EK	1.2x	1.0x	0.9x	0.8x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(14.4)%	12.1%	14.5%	17.6%		
				Nettosk./EBITDA	2.7g	1.5g	0.9g	0.2g		

Kommande händelser	
Delårsrapport Q1'22	2021-05-11

Bolagsfakta (EURm)	
Antal aktier	43m
Börsvärde	102
Nettoskuld	44
EV	147
Daglig handelsvolym, snitt	44(k)
Reuters/Bloomberg	RAKE.ST/RAKE.SS

Kursutveckling 12 mån	

Analytiker	
rikard.engberg@penser.se	



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Betting | Sverige | 18 Februari 2022

## Sammanfattning

### Visar styrka på marginal och organisk tillväxt

#### Investment Case

Raketech är ett bolag inom prestationsbaserad marknadsföring (affiliation) inriktat på iGaming. iGaming är ett av de snabbast växande formerna av digital underhållning och där covid-19-pandemin har accelererat tillväxten. Affiliatebolagen är den undersektion av iGaming med lägst värdering trots en hög cash conversion. Vi anser att den låga värderingen beror på att bolaget historiskt har underpresterat i relation till aktiemarknadens förväntningar p.g.a. ogynnsamma förvärv och suboptimal kapitalstruktur. Vi bedömer att Raketech nu har genomgått ett städarbete och står redo att möta en hög strukturell tillväxt. Vi ser därför ett motiverat värde om 31–33 kr.

#### Bolagsprofil

Raketech är ett affiliatebolag. Affiliation innebär att bolaget driver hemsidor som förser kunderna, i detta fall speloperatörer likt Kindred och Betsson, med slutkunder. Bolaget får betalt genom en engångssumma per deponerande kund eller genom att ta en del av spelöverskottet på den kund man slussar till operatören. Marknadsföringsformen affiliation är framförallt vanlig på marknader med hög tillväxt då det ofta är den första kanalen som öppnas upp. Därtill är den flexibel på tillväxtmarknader där reglering saknas. Den främsta tillväxtmarknaden för svenska bolag är i dagsläget USA där Raketech genom förvärv är närvarande. Andra viktiga tillväxtmarknader är Japan och Sydamerika.

Globalt sker endast strax under 10% av all "gambling" online, resten sker på fysiska casinon eller via spelbutiker. Tillväxten för iGaming-sektorn drivs därför av två faktorer, dels ökat spelande när ekonomin växer, dels att det spelas online istället för offline. Affiliation är den främsta formen av marknadsföring på oreglerade marknader där denna konvertering är som störst.

Affiliatebolagen i allmänhet och Raketech i synnerhet tillhör de lägst värderade i spelbolagens värdekedja. När sektorn under 2019 började se regulatoriska motgångar ledde detta till att affiliatebolagen föll kraftigt. Värderingen är delvis ett resultat av att flera aktörer under en tid hade kraftig omsättningstillväxt, men låg vinsttillväxt, då utspädning tagit ut sin rätt. Vi bedömer att Raketech nu har städad upp i verksamheten och kommer kunna dra nytta av den höga strukturella tillväxten från bl.a. den amerikanska marknaden.

#### Värdering

Vi har valt att värdera Raketech genom en relativvärdering och en DCF och ser ett motiverat värde om 31–33 kr. Vi ser följande drivkrafter som centrala för att aktien ska nå denna kurs:

- Fortsatt hög tillväxt i USA eller på andra reglerade marknader: Vi bedömer att marknaden värderar reglerade intäkter med en premie jämfört med intäkter från oreglerade marknader.
- Förvärvsagenda: Bolaget är tydliga med att om man ska nå sitt mål om en tillväxt på 30%, bör ca 20% tillväxt förvärvas varje år. Vi ser förvärv på rätt marknader och med kontanter, snarare än aktier, som en tydlig kurstrigger.

## Bolagsfakta

### Största aktieägare

Tobias Persson Rosenqvist  
QM Media AB  
Martin Larsson (Chalex AB)  
Övriga

### Aktier

9,8%  
9,4%  
9,2%  
64,5%

Ordförande

Ulrik Bengtsson

CEO

Oskar Mühlbach

CFO

Måns Svalborn

IR

Andreas Kovacs

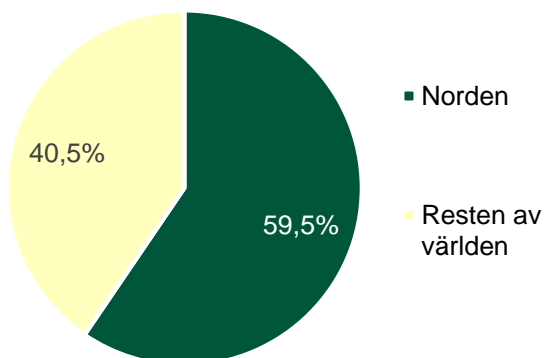
Hemsida

[www.Raketechn.com](http://www.Raketechn.com)

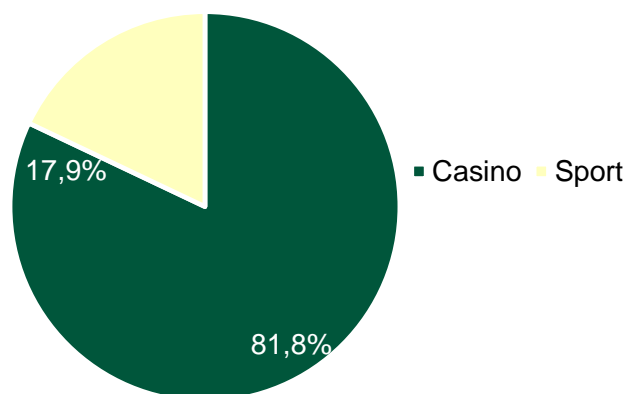
## Estimatförändringar

	2022	2023	2024
Omsättning	3%	5%	0%
EBITDA	0%	3%	0%
EPS	1%	4%	0%
Δ omsättning	1	3	4
Δ EBITDA	0	1	3

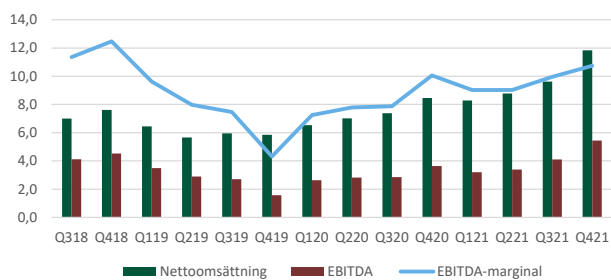
## Geografisk fördelning av intäkter 2021



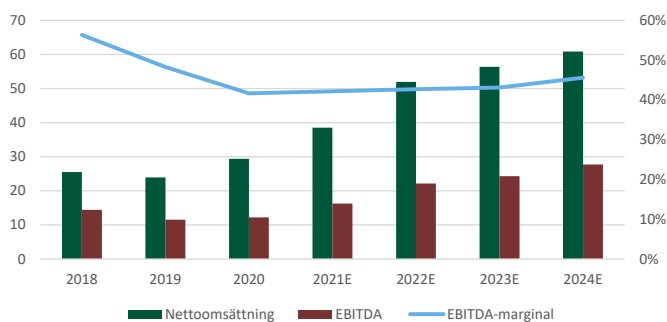
## Operativa segment 2021



## Försäljning och EBITDA q/q (EURm)



## Försäljning och EBITDA y/y- (EURm)



Källa: Raketechn, EPB

## Kvartalet i detalj

---

Omsättningen i Q4 uppgick till EUR 11,8m vilket motsvarar en tillväxt om 41%. Av dessa 41% var 12,5% organisk tillväxt, vilket var något högre än våra estimat. Drivande i tillväxten är intäkter utanför Norden. Dessa intäkter uppgick till EUR 5,5m, en ökning med ca 155%. Intäkter från rev. share uppgick till 43,3% vilket är en ökning från 40,9% föregående år. Casino är fortsatt den dominerande vertikalen och stod under Q4 för ca 78% av intäkterna. Intäkter från sportspel växer dock kraftigare och utgjorde 22% av intäkterna i kvartalet mot 12,4% föregående år.

Rapporterad EBITDA uppgick till EUR 5,4m vilket motsvarar en marginal om 46%, en expansion från tidigare 43%. Marginalexpansionen går att härleda till en starkare bruttomarginal 76% vs 73% samt fortsatta skalfördelar i organisationen.

Under kvartalet har Raketech förvärvat tillgångarna av A.T.S. Consultants för en köpeskilling om 15,5 miljoner dollar. ATS är ett amerikanskt affiliatebolag med fokus på sport. Efter transaktionen kommer ca 20% av Raketechs intäkter härröra från USA och 35% från sport. Bolaget tillhandahåller bl.a. olika former av premunerationstjänster på speltips.

Raketech betalar ca 6x EBITDA LTM eller 2.5x försäljningen LTM. Förvärvet kassafinansieras med USD 12m och resterande del med aktier.

## Estimatförändringar

---

Baserat på given guidance gör vi endast marginella estimatförändringar.

	2022	2023	2024
Omsättning	3%	5%	0%
EBITDA	0%	3%	0%
EPS	1%	4%	0%
Δ omsättning	1	3	4
Δ EBITDA	0	1	3

# DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
<b>Valuation output</b>			<b>WACC assumptions</b>					<b>Sensitivity analysis</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																								
Sum of PV of FCF (explicit period)	111		Risk free nominal rate	0.4%		<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="6">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>1.0%</th> <th>1.5%</th> <th>2.0%</th> <th>2.5%</th> <th>3.0%</th> <th colspan="3"></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="2">PV of terminal value (perpetuity formula)</td> <td>71</td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td><b>Enterprise value</b></td> <td><b>182</b></td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td>Latest net debt</td> <td>44</td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td>Minority interests &amp; other</td> <td>0</td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td><b>Equity value</b></td> <td><b>137</b></td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td>No. of shares outstanding (millions)</td> <td>43</td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td><b>Equity value per share (SEK)</b></td> <td><b>32.18</b></td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td colspan="3"><b>Implicit multipl.</b></td> <td colspan="2"><b>Terminal value assumptions</b></td> <td colspan="9"></td> </tr> <tr> <td>EY/Sales</td> <td>4.7</td> <td>3.5</td> <td>2.0%</td> <td colspan="2">Long term growth rate</td> <td colspan="9"></td> </tr> <tr> <td>EY/EBITDA</td> <td>11.2</td> <td>8.2</td> <td>7.5</td> <td colspan="2">Long term EBIT margin</td> <td colspan="9"></td> </tr> <tr> <td>EY/EBIT</td> <td>19.2</td> <td>11.5</td> <td>10.1</td> <td colspan="2">Depreciation (% of sales)</td> <td colspan="9"></td> </tr> <tr> <td>EY/NOPLAT</td> <td>19.4</td> <td>11.9</td> <td>10.5</td> <td colspan="2">Capex (% of sales)</td> <td colspan="9"></td> </tr> <tr> <td>PIE</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td colspan="2">Working cap. (% of sales)</td> <td colspan="9"></td> </tr> <tr> <td>FOIC/WACC</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td colspan="2">Tax rate</td> <td colspan="9"></td> </tr> <tr> <td>Current Share price</td> <td>15</td> <td colspan="2"></td> <td colspan="2"></td> <td colspan="9"></td> </tr> <tr> <td colspan="17"><b>DCF (SEKm)</b></td> </tr> <tr> <td></td> <td>2022-02-18</td> <td>dec-19</td> <td>dec-20</td> <td>dec-21</td> <td>dec-22</td> <td>dec-23</td> <td>dec-24</td> <td>dec-25</td> <td>dec-26</td> <td>dec-27</td> <td>dec-28</td> <td>dec-29</td> <td>dec-30</td> <td>dec-31</td> <td>dec-32</td> <td>dec-33</td> <td>Terminal</td> </tr> <tr> <td>Sales</td> <td></td> <td>24</td> <td>29</td> <td>39</td> <td>52</td> <td>66</td> <td>81</td> <td>95</td> <td>110</td> <td>124</td> <td>138</td> <td>152</td> <td>166</td> <td>180</td> <td>194</td> <td>208</td> <td>222</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td></td> <td>12</td> <td>12</td> <td>16</td> <td>22</td> <td>24</td> <td>28</td> <td>26</td> <td>27</td> <td>28</td> <td>28</td> <td>28</td> <td>28</td> <td>28</td> <td>27</td> <td>27</td> <td>26</td> </tr> <tr> <td>- Depreciation</td> <td></td> <td>-5</td> <td>-5</td> <td>-7</td> <td>-6</td> <td>-6</td> <td>-6</td> <td>-6</td> <td>-6</td> <td>-6</td> <td>-5</td> <td>-5</td> <td>-4</td> <td>-4</td> <td>-3</td> <td>-3</td> <td>-2</td> </tr> <tr> <td>+ EBIT</td> <td></td> <td>7</td> <td>7</td> <td>9</td> <td>16</td> <td>18</td> <td>19</td> <td>20</td> <td>21</td> <td>22</td> <td>22</td> <td>23</td> <td>24</td> <td>24</td> <td>24</td> <td>24</td> <td>24</td> </tr> <tr> <td>- Tax on EBIT</td> <td></td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>-1</td> <td>-2</td> <td>-2</td> <td>-2</td> <td>-2</td> <td>-2</td> <td>-2</td> <td>-2</td> <td>-2</td> <td>-2</td> <td>-2</td> <td>-2</td> </tr> <tr> <td>- NOPLAT</td> <td></td> <td>7</td> <td>7</td> <td>9</td> <td>16</td> <td>17</td> <td>20</td> <td>22</td> <td>23</td> <td>23</td> <td>24</td> <td>25</td> <td>25</td> <td>26</td> <td>26</td> <td>26</td> <td>26</td> </tr> <tr> <td>+ Depreciation</td> <td></td> <td>5</td> <td>5</td> <td>7</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>5</td> <td>5</td> <td>4</td> <td>4</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>2</td> </tr> <tr> <td>+ Gross cash flow</td> <td></td> <td>11</td> <td>12</td> <td>16</td> <td>22</td> <td>24</td> <td>27</td> <td>28</td> <td>29</td> <td>29</td> <td>30</td> <td>30</td> <td>30</td> <td>30</td> <td>29</td> <td>29</td> <td>28</td> </tr> <tr> <td>- Capex</td> <td></td> <td>-9</td> <td>-10</td> <td>-9</td> <td>-8</td> <td>-8</td> <td>-8</td> <td>-8</td> <td>-8</td> <td>-8</td> <td>-7</td> <td>-7</td> <td>-7</td> <td>-6</td> <td>-5</td> <td>-5</td> <td>-4</td> </tr> <tr> <td>- Increase (+decrease) in W/C</td> <td></td> <td>0</td> <td>0</td> <td>-2</td> <td>-1</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>+ Free cash flow from operations</td> <td></td> <td>2</td> <td>3</td> <td>-1</td> <td>13</td> <td>15</td> <td>18</td> <td>19</td> <td>20</td> <td>21</td> <td>22</td> <td>23</td> <td>23</td> <td>23</td> <td>24</td> <td>24</td> <td>24</td> </tr> <tr> <td>PV of cash flow</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>-15</td> <td>12</td> <td>13</td> <td>14</td> <td>13</td> <td>12</td> <td>11</td> <td>11</td> <td>10</td> <td>9</td> <td>8</td> <td>7</td> <td>7</td> <td>7</td> </tr> <tr> <td>% of Enterprise value</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>-8%</td> <td>7%</td> <td>7%</td> <td>8%</td> <td>7%</td> <td>7%</td> <td>6%</td> <td>6%</td> <td>5%</td> <td>5%</td> <td>4%</td> <td>4%</td> <td>4%</td> <td>3%</td> </tr> <tr> <td>Accumulated % of Enterprise value</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>-8%</td> <td>-2%</td> <td>5%</td> <td>13%</td> <td>20%</td> <td>26%</td> <td>33%</td> <td>38%</td> <td>44%</td> <td>49%</td> <td>53%</td> <td>57%</td> <td>61%</td> <td>100%</td> </tr> <tr> <td colspan="17"><b>Key figures</b></td> </tr> <tr> <td></td> <td>2019</td> <td>2020</td> <td>2021</td> <td>2022</td> <td>2023</td> <td>2024</td> <td>2025</td> <td>2026</td> <td>2027</td> <td>2028</td> <td>2029</td> <td>2030</td> <td>2031</td> <td>2032</td> <td>2033</td> <td>2034</td> </tr> <tr> <td>Sales growth</td> <td>23.0%</td> <td>31.0%</td> <td>34.3%</td> <td>8.5%</td> <td>7.9%</td> <td>7.3%</td> <td>6.7%</td> <td>6.1%</td> <td>5.5%</td> <td>5.0%</td> <td>4.4%</td> <td>3.8%</td> <td>3.2%</td> <td>2.6%</td> <td>2.0%</td> </tr> <tr> <td>EBITDA margin</td> <td>42%</td> <td>42%</td> <td>43%</td> <td>43%</td> <td>45.6%</td> <td>40.2%</td> <td>38.7%</td> <td>37.3%</td> <td>35.8%</td> <td>34.3%</td> <td>32.8%</td> <td>31.4%</td> <td>29.9%</td> <td>28.5%</td> <td>27.0%</td> </tr> <tr> <td>EBITDA growth</td> <td>6%</td> <td>33%</td> <td>37%</td> <td>10%</td> <td>14.1%</td> <td>-5.3%</td> <td>2.8%</td> <td>2.1%</td> <td>1.4%</td> <td>0.7%</td> <td>-0.1%</td> <td>-0.9%</td> <td>-1.6%</td> <td>-2.4%</td> <td>-3.3%</td> </tr> <tr> <td>EBIT margin</td> <td>23%</td> <td>25%</td> <td>30%</td> <td>32%</td> <td>31.2%</td> <td>30.5%</td> <td>29.9%</td> <td>29.3%</td> <td>28.7%</td> <td>28.1%</td> <td>27.5%</td> <td>26.8%</td> <td>26.2%</td> <td>25.6%</td> <td>25.0%</td> </tr> <tr> <td>Depreciation (% of sales)</td> <td>18.4%</td> <td>17.8%</td> <td>12.3%</td> <td>11.4%</td> <td>10.5%</td> <td>9.7%</td> <td>9.0%</td> <td>8.0%</td> <td>7.1%</td> <td>6.3%</td> <td>5.4%</td> <td>4.6%</td> <td>3.7%</td> <td>2.8%</td> <td>2.0%</td> </tr> <tr> <td>Capex (% of sales)</td> <td>33.4%</td> <td>76.2%</td> <td>15.4%</td> <td>14.2%</td> <td>13.2%</td> <td>12.3%</td> <td>11.4%</td> <td>10.5%</td> <td>9.6%</td> <td>8.6%</td> <td>7.7%</td> <td>6.8%</td> <td>5.9%</td> <td>4.9%</td> <td>4.0%</td> </tr> <tr> <td>Capex (% of depreciation)</td> <td>181%</td> <td>432%</td> <td>125%</td> <td>125%</td> <td>125%</td> <td>128%</td> <td>130%</td> <td>132%</td> <td>135%</td> <td>138%</td> <td>143%</td> <td>149%</td> <td>156%</td> <td>173%</td> <td>200%</td> </tr> <tr> <td>Working capital (% of sales)</td> <td></td> <td>8%</td> <td>10%</td> <td>9%</td> <td>10%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> </tr> <tr> <td>Tax rate</td> <td>2.7%</td> <td>2.8%</td> <td>0.7%</td> <td>3.1%</td> <td>3.0%</td> <td>-8%</td> <td>-8%</td> <td>-8%</td> <td>-8%</td> <td>-8%</td> <td>-8%</td> <td>-8%</td> <td>-8%</td> <td>-8%</td> <td>-8%</td> </tr> </tbody> </table>											Long-term growth rate								1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%				PV of terminal value (perpetuity formula)	71							<b>Enterprise value</b>	<b>182</b>							Latest net debt	44							Minority interests & other	0							<b>Equity value</b>	<b>137</b>							No. of shares outstanding (millions)	43							<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>32.18</b>							<b>Implicit multipl.</b>			<b>Terminal value assumptions</b>											EY/Sales	4.7	3.5	2.0%	Long term growth rate											EY/EBITDA	11.2	8.2	7.5	Long term EBIT margin											EY/EBIT	19.2	11.5	10.1	Depreciation (% of sales)											EY/NOPLAT	19.4	11.9	10.5	Capex (% of sales)											PIE				Working cap. (% of sales)											FOIC/WACC				Tax rate											Current Share price	15														<b>DCF (SEKm)</b>																		2022-02-18	dec-19	dec-20	dec-21	dec-22	dec-23	dec-24	dec-25	dec-26	dec-27	dec-28	dec-29	dec-30	dec-31	dec-32	dec-33	Terminal	Sales		24	29	39	52	66	81	95	110	124	138	152	166	180	194	208	222	EBITDA		12	12	16	22	24	28	26	27	28	28	28	28	28	27	27	26	- Depreciation		-5	-5	-7	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-5	-5	-4	-4	-3	-3	-2	+ EBIT		7	7	9	16	18	19	20	21	22	22	23	24	24	24	24	24	- Tax on EBIT		0	0	0	0	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	- NOPLAT		7	7	9	16	17	20	22	23	23	24	25	25	26	26	26	26	+ Depreciation		5	5	7	6	6	6	6	6	6	5	5	4	4	3	3	2	+ Gross cash flow		11	12	16	22	24	27	28	29	29	30	30	30	30	29	29	28	- Capex		-9	-10	-9	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-7	-7	-7	-6	-5	-5	-4	- Increase (+decrease) in W/C		0	0	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	+ Free cash flow from operations		2	3	-1	13	15	18	19	20	21	22	23	23	23	24	24	24	PV of cash flow				-15	12	13	14	13	12	11	11	10	9	8	7	7	7	% of Enterprise value				-8%	7%	7%	8%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	4%	4%	4%	3%	Accumulated % of Enterprise value				-8%	-2%	5%	13%	20%	26%	33%	38%	44%	49%	53%	57%	61%	100%	<b>Key figures</b>																		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Sales growth	23.0%	31.0%	34.3%	8.5%	7.9%	7.3%	6.7%	6.1%	5.5%	5.0%	4.4%	3.8%	3.2%	2.6%	2.0%	EBITDA margin	42%	42%	43%	43%	45.6%	40.2%	38.7%	37.3%	35.8%	34.3%	32.8%	31.4%	29.9%	28.5%	27.0%	EBITDA growth	6%	33%	37%	10%	14.1%	-5.3%	2.8%	2.1%	1.4%	0.7%	-0.1%	-0.9%	-1.6%	-2.4%	-3.3%	EBIT margin	23%	25%	30%	32%	31.2%	30.5%	29.9%	29.3%	28.7%	28.1%	27.5%	26.8%	26.2%	25.6%	25.0%	Depreciation (% of sales)	18.4%	17.8%	12.3%	11.4%	10.5%	9.7%	9.0%	8.0%	7.1%	6.3%	5.4%	4.6%	3.7%	2.8%	2.0%	Capex (% of sales)	33.4%	76.2%	15.4%	14.2%	13.2%	12.3%	11.4%	10.5%	9.6%	8.6%	7.7%	6.8%	5.9%	4.9%	4.0%	Capex (% of depreciation)	181%	432%	125%	125%	125%	128%	130%	132%	135%	138%	143%	149%	156%	173%	200%	Working capital (% of sales)		8%	10%	9%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	Tax rate	2.7%	2.8%	0.7%	3.1%	3.0%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
		Long-term growth rate																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																														
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%										3.0%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
PV of terminal value (perpetuity formula)	71																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
	<b>Enterprise value</b>	<b>182</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																														
Latest net debt	44																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
Minority interests & other	0																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
<b>Equity value</b>	<b>137</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
No. of shares outstanding (millions)	43																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>32.18</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
<b>Implicit multipl.</b>			<b>Terminal value assumptions</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
EY/Sales	4.7	3.5	2.0%	Long term growth rate																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																												
EY/EBITDA	11.2	8.2	7.5	Long term EBIT margin																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																												
EY/EBIT	19.2	11.5	10.1	Depreciation (% of sales)																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																												
EY/NOPLAT	19.4	11.9	10.5	Capex (% of sales)																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																												
PIE				Working cap. (% of sales)																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																												
FOIC/WACC				Tax rate																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																												
Current Share price	15																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
<b>DCF (SEKm)</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
	2022-02-18	dec-19	dec-20	dec-21	dec-22	dec-23	dec-24	dec-25	dec-26	dec-27	dec-28	dec-29	dec-30	dec-31	dec-32	dec-33	Terminal																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
Sales		24	29	39	52	66	81	95	110	124	138	152	166	180	194	208	222																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
EBITDA		12	12	16	22	24	28	26	27	28	28	28	28	28	27	27	26																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
- Depreciation		-5	-5	-7	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-5	-5	-4	-4	-3	-3	-2																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
+ EBIT		7	7	9	16	18	19	20	21	22	22	23	24	24	24	24	24																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
- Tax on EBIT		0	0	0	0	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
- NOPLAT		7	7	9	16	17	20	22	23	23	24	25	25	26	26	26	26																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
+ Depreciation		5	5	7	6	6	6	6	6	6	5	5	4	4	3	3	2																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
+ Gross cash flow		11	12	16	22	24	27	28	29	29	30	30	30	30	29	29	28																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
- Capex		-9	-10	-9	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-7	-7	-7	-6	-5	-5	-4																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
- Increase (+decrease) in W/C		0	0	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
+ Free cash flow from operations		2	3	-1	13	15	18	19	20	21	22	23	23	23	24	24	24																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
PV of cash flow				-15	12	13	14	13	12	11	11	10	9	8	7	7	7																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
% of Enterprise value				-8%	7%	7%	8%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	4%	4%	4%	3%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
Accumulated % of Enterprise value				-8%	-2%	5%	13%	20%	26%	33%	38%	44%	49%	53%	57%	61%	100%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
<b>Key figures</b>																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																
Sales growth	23.0%	31.0%	34.3%	8.5%	7.9%	7.3%	6.7%	6.1%	5.5%	5.0%	4.4%	3.8%	3.2%	2.6%	2.0%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
EBITDA margin	42%	42%	43%	43%	45.6%	40.2%	38.7%	37.3%	35.8%	34.3%	32.8%	31.4%	29.9%	28.5%	27.0%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
EBITDA growth	6%	33%	37%	10%	14.1%	-5.3%	2.8%	2.1%	1.4%	0.7%	-0.1%	-0.9%	-1.6%	-2.4%	-3.3%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
EBIT margin	23%	25%	30%	32%	31.2%	30.5%	29.9%	29.3%	28.7%	28.1%	27.5%	26.8%	26.2%	25.6%	25.0%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
Depreciation (% of sales)	18.4%	17.8%	12.3%	11.4%	10.5%	9.7%	9.0%	8.0%	7.1%	6.3%	5.4%	4.6%	3.7%	2.8%	2.0%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
Capex (% of sales)	33.4%	76.2%	15.4%	14.2%	13.2%	12.3%	11.4%	10.5%	9.6%	8.6%	7.7%	6.8%	5.9%	4.9%	4.0%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
Capex (% of depreciation)	181%	432%	125%	125%	125%	128%	130%	132%	135%	138%	143%	149%	156%	173%	200%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
Working capital (% of sales)		8%	10%	9%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
Tax rate	2.7%	2.8%	0.7%	3.1%	3.0%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	

## Peers

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	3 946	4 978	3,74x	2,95x	2,70x	7,6x	5,3x	4,7x	8,8x	6,2x	5,7x	(94,3x)	8,5x	7,3x
Better Collective	10 100	10 837	6,61x	4,25x	3,56x	19,9x	12,6x	10,2x	23,5x	13,8x	11,0x	55,2x	17,2x	13,4x
Acroud	314	484	2,30x	1,73x	1,60x	9,7x	5,7x	4,8x	14,1x	6,9x	6,1x	224,1x	5,7x	4,6x
Betsson	7 665	7 847	1,18x	1,15x	1,05x	5,8x	6,1x	5,6x	6,5x	8,5x	7,7x	7,1x	9,7x	8,7x
Kindred Group	23 199	21 927	1,47x	1,39x	1,19x	5,6x	7,6x	6,0x	6,6x	10,0x	8,0x	6,8x	13,0x	9,8x
LeoVegas AB	3 470	3 383	1,02x	0,74x	0,67x	7,7x	6,5x	5,3x	18,8x	9,1x	7,2x	30,2x	10,4x	7,9x
Raketech Group Holding	1 045	1 083	3,03x	1,99x	1,81x	7,4x	4,6x	4,0x	13,6x	6,9x	5,8x	14,8x	7,8x	6,6x
<b>Mean</b>			<b>2,76x</b>	<b>2,03x</b>	<b>1,80x</b>	<b>9,1x</b>	<b>6,9x</b>	<b>5,8x</b>	<b>13,1x</b>	<b>8,8x</b>	<b>7,4x</b>	<b>34,8x</b>	<b>10,3x</b>	<b>8,3x</b>
<b>Median</b>			<b>2,30x</b>	<b>1,73x</b>	<b>1,60x</b>	<b>7,6x</b>	<b>6,1x</b>	<b>5,3x</b>	<b>13,6x</b>	<b>8,5x</b>	<b>7,2x</b>	<b>14,8x</b>	<b>9,7x</b>	<b>7,9x</b>
VS Raketech			32%	15%	13%	-2%	-24%	-24%	0%	-19%	-19%	0%	-19%	-17%

Margins	FactSet Industry	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
		LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	Advertising/Marketing Ser	60,9%	87,6%	87,7%	49,2%	55,9%	57,7%	42,3%	47,4%	47,1%	-4,1%	39,1%	40,9%
Better Collective	Information Technology Sr	30,7%	64,6%	64,3%	33,3%	33,7%	35,0%	28,1%	30,9%	32,4%	9,3%	20,9%	22,8%
Acroud	Packaged Software	16,3%	96,0%	95,3%	23,8%	30,5%	33,1%	16,3%	24,9%	26,3%	1,8%	16,8%	19,4%
Betsson	Casinos/Gaming	21,2%	63,8%	62,1%	20,2%	18,9%	18,9%	18,0%	13,6%	13,6%	16,2%	11,8%	12,2%
Kindred Group	Casinos/Gaming	55,9%	55,7%	55,5%	26,3%	18,3%	19,8%	22,4%	13,9%	14,8%	23,5%	11,5%	12,3%
LeoVegas AB	Casinos/Gaming	16,6%	65,4%	66,4%	13,2%	11,4%	12,6%	5,4%	8,1%	9,3%	3,4%	6,1%	7,6%
Raketech Group Holding	Internet Software/Services	36,0%	70,4%	68,2%	40,8%	42,9%	44,8%	22,3%	28,9%	31,2%	18,1%	25,2%	26,8%
<b>Mean</b>		<b>34,0%</b>	<b>71,9%</b>	<b>71,4%</b>	<b>29,5%</b>	<b>30,2%</b>	<b>31,7%</b>	<b>22,1%</b>	<b>23,9%</b>	<b>25,0%</b>	<b>9,7%</b>	<b>18,8%</b>	<b>20,3%</b>
<b>Median</b>		<b>30,7%</b>	<b>65,4%</b>	<b>66,4%</b>	<b>26,3%</b>	<b>30,5%</b>	<b>33,1%</b>	<b>22,3%</b>	<b>24,9%</b>	<b>26,3%</b>	<b>9,3%</b>	<b>16,8%</b>	<b>19,4%</b>

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	18,7%	15,0%	9,6%	20,9%	20,4%	13,2%	33,8%	119,3%	9,0%	-141,6%	nm	14,6%
Better Collective	109,1%	34,4%	19,1%	36,2%	41,7%	23,8%	44,4%	43,1%	25,2%	-33,8%	185,4%	29,5%
Acroud	60,0%	9,7%	8,1%	-5,6%	50,6%	17,1%	-26,0%	75,0%	14,3%	-70,6%	220,5%	25,3%
Betsson	4,4%	2,1%	9,8%	-11,1%	-17,4%	9,6%	3,7%	-22,5%	9,9%	7,3%	-24,5%	13,0%
Kindred Group	11,8%	2,0%	16,4%	15,2%	-29,3%	26,2%	20,7%	-47,9%	24,2%	78,8%	-50,0%	24,9%
LeoVegas AB	-4,2%	10,8%	10,3%	-14,4%	17,9%	21,5%	-36,9%	108,2%	27,1%	-42,5%	132,8%	36,1%
Raketech Group Holding	26,3%	33,6%	10,0%	15,7%	37,8%	15,0%	14,6%	48,5%	18,9%	9,7%	85,0%	17,0%
<b>Mean</b>	<b>32,3%</b>	<b>15,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>8,1%</b>	<b>17,4%</b>	<b>18,1%</b>	<b>7,8%</b>	<b>46,2%</b>	<b>18,4%</b>	<b>-27,5%</b>	<b>91,5%</b>	<b>22,9%</b>
<b>Median</b>	<b>18,7%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,0%</b>	<b>15,2%</b>	<b>20,4%</b>	<b>17,1%</b>	<b>14,6%</b>	<b>48,5%</b>	<b>18,9%</b>	<b>-33,8%</b>	<b>108,9%</b>	<b>24,9%</b>

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>25,6</b>	<b>23,9</b>	<b>29,4</b>	<b>38,5</b>	<b>52,0</b>	<b>56,4</b>	<b>60,9</b>
Kostnad sålda varor	-2,1	-4,5	-7,9	-11,5	-14,0	-15,8	-16,4
Bruttovinst	23,4	19,4	21,5	27,0	37,9	40,6	44,4
Personalkostnader	-4,8	-5,2	-5,3	-4,8	-5,9	-6,1	-6,4
Övriga kostnader	-4,2	-2,6	-3,9	-6,0	-9,9	-10,1	-10,3
<b>EBITDA</b>	<b>14,4</b>	<b>11,5</b>	<b>12,2</b>	<b>16,2</b>	<b>22,2</b>	<b>24,3</b>	<b>27,7</b>
Avskrivningar	-1,7	-4,5	-5,4	-6,8	-6,4	-6,4	-6,4
Nedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jämförelsestörande poster	-0,1	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>11,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>9,4</b>	<b>15,8</b>	<b>17,9</b>	<b>21,3</b>
Finansnetto	-6,4	1,3	-0,6	-1,7	-1,9	-1,9	-1,9
<b>Resultat före skatt</b>	<b>4,8</b>	<b>7,5</b>	<b>6,1</b>	<b>7,7</b>	<b>13,9</b>	<b>16,1</b>	<b>19,5</b>
Skatter	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-1,0	-1,1	-1,4
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>4,6</b>	<b>7,2</b>	<b>5,6</b>	<b>7,2</b>	<b>12,9</b>	<b>14,9</b>	<b>18,1</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>4,7</b>	<b>8,6</b>	<b>5,6</b>	<b>7,2</b>	<b>12,9</b>	<b>14,9</b>	<b>18,1</b>

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	0,3	0,0	0,3	3,9	3,9	3,9	3,9
Övriga immateriella tillgångar	65,7	73,4	80,9	123,7	125,3	126,9	128,5
Materiella anläggningstillgångar	0,2	0,1	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>66,3</b>	<b>73,6</b>	<b>81,5</b>	<b>128,0</b>	<b>129,6</b>	<b>131,2</b>	<b>132,8</b>
Övriga fordringar			0,0				
Kundfordringar	4,3	4,2	4,9	6,2	8,5	9,2	9,9
Likvida medel	7,5	4,2	5,0	3,2	2,6	12,5	28,6
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>11,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,9</b>	<b>9,5</b>	<b>11,0</b>	<b>21,7</b>	<b>38,6</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>78,1</b>	<b>81,9</b>	<b>91,3</b>	<b>137,5</b>	<b>140,7</b>	<b>153,0</b>	<b>171,4</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	58,7	65,1	70,8	85,1	98,0	112,9	131,0
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>58,7</b>	<b>65,1</b>	<b>70,8</b>	<b>85,1</b>	<b>98,0</b>	<b>112,9</b>	<b>131,0</b>
Långfristiga finansiella skulder	7,9	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,8	1,1	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Tilläggsköpeskillningar	4,0	5,4	8,7	18,3	10,4	10,4	10,4
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>12,8</b>	<b>10,0</b>	<b>10,2</b>	<b>20,5</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,2	1,9	14,7	15,1	13,7	15,0
Leverantörsskulder	3,6	1,7	2,4	2,5	3,9	3,7	4,6
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilläggsköpeskillningar	3,0	5,2	5,9	14,7	11,4	10,4	8,4
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>10,3</b>	<b>31,9</b>	<b>30,4</b>	<b>27,7</b>	<b>28,0</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>78,1</b>	<b>82,2</b>	<b>91,3</b>	<b>137,5</b>	<b>140,7</b>	<b>153,0</b>	<b>171,4</b>

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	4,7	8,6	5,6	7,2	12,9	14,9	18,1
Icke kassaflödespåverkande poster	8,6	3,1	6,6	9,1	8,3	8,3	8,3
Förändringar i rörelsekapital	-2,1	-0,2	0,3	-1,7	-0,8	-0,4	-0,4
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>	<b>12,4</b>	<b>14,6</b>	<b>20,4</b>	<b>22,8</b>	<b>26,0</b>
Investeringar	-16,6	-8,7	-9,8	-29,3	-8,0	-8,0	-8,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-5,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-14,7</b>	<b>12,4</b>	<b>14,8</b>	<b>18,0</b>
Finansieringsverksamheten	9,7	-6,1	-1,8	12,6	-13,0	-4,9	-1,9
<b>Kassaflöde</b>	<b>4,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>9,9</b>	<b>16,1</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoskuld</b>	<b>7,4</b>	<b>9,8</b>	<b>9,6</b>	<b>29,7</b>	<b>19,2</b>	<b>8,2</b>	<b>-9,9</b>

## Nyckeltal

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	0,12	0,19	0,13	0,17	0,31	0,35	0,43
EPS Justerad	0,12	0,19	0,13	0,17	0,31	0,35	0,43
FCF/aktie	-0,1	0,1	0,1	-0,4	0,3	0,4	0,4
Utdelning/aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK/Aktie	1,5	1,7	1,7	2,0	2,3	2,7	3,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	37,9	37,9	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	19,98	12,61	18,11	14,20	7,83	6,79	5,59
P/EK	1,55	1,40	1,43	1,19	1,03	0,90	0,77
P/FCF	-21,39	33,10	38,55	-6,83	8,18	6,84	5,63
Direktavkastning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Utdelningsandel, justerad	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Sales	3,57	3,78	3,34	2,93	2,19	1,82	1,44
EV/EBITDA	6,3	7,8	8,0	6,9	5,1	4,2	3,2
EV/EBIT	8,2	14,7	14,8	12,1	7,2	5,7	4,1
EV, årets slut	91,3	90,3	98,3	112,9	113,8	102,6	87,7
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt		-6%	23%	31%	35%	9%	8%
EBIT, tillväxt		-45%	8%	41%	69%	14%	19%
EPS just, tillväxt		58%	-30%	28%	81%	15%	21%
EBITDA-marginal	56%	48%	42%	42%	43%	43%	46%
EBIT-marginal	44%	26%	23%	24%	30%	32%	35%
ROE		12%	8%	9%	14%	14%	15%
ROCE		5%	5%	5%	7%	8%	8%



## Kvartalsvis data

Resultaträkning	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Total	7,0	7,6	6,5	5,7	6,0	5,8	6,5	7,0	7,4	8,5	8,8	9,6	11,8	
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Kostnad sålda varor	-0,6	-0,9	-1,0	-0,9	-1,1	-1,5	-1,6	-1,9	-1,9	-2,5	-2,9	-3,1	-2,7	
<b>Bruttovinst</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	
Övriga externa kostnader	-1,0	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-1,1	-1,6	
Personalkostnader	-1,3	-1,0	-1,0	-1,2	-1,2	-1,9	-1,3	-1,4	-1,4	-1,2	-1,2	-1,1	-1,2	
Övriga kostnader	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	
Avskrivningar	-0,4	-0,7	-0,7	-0,9	-1,2	-1,7	-1,3	-1,3	-1,5	-1,4	-1,6	-1,8	-1,7	
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	
Finansiella intäkter	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	
Finansiella kostnader	-1,8	-2,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	
<b>Resultat före skatt</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>4,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	
Skatter	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-0,01	0	-0,001	
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>4,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	

Tillväxt och marginaler	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Omsättningstillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	-15%	-23%	1%	24%	24%	45%	27%	25%	30%	40%
EBIT, tillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	-59%	nmf	-51%	-23%	-7%	-1788%	14%	5%	73%	68%
Bruttomarginal	91%	88%	84%	85%	81%	74%	76%	73%	74%	70%	65%	64%	72%	76%
EBITDA-marginal	49%	53%	41%	34%	32%	18%	31%	33%	34%	43%	39%	39%	43%	46%
EBIT-marginal	63%	65%	48%	34%	26%	nmf	23%	26%	24%	39%	27%	27%	41%	65%

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

#### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

#### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)