



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Betting | Sverige | 18 Februari 2022

Angler Gaming

Trading update och siffror ett bottennapp

Svaga siffror genom hela resultaträkningen

Omsättningen i Q4 uppgick till EUR 9,618m vs våra estimat om EUR 10,4m. Avvikelsen förklaras med färre deponerande kunder. Just. EBIT uppgick till EUR 1,4m vs våra estimat om EUR 2,6m. Avvikelsen går att förklara med lägre omsättning, men även lägre bruttomarginal 35% vs 39% i våra estimat. Bolaget ser en svag tillväxt trend under månaderna i kvartalet. Till detta kommer en EO-post om EUR 1,2m.

Kraftiga sänkningar till följd av utebliven tillväxt

Baserat på den vikande trenden i deponier per kund samt en något högre CAC än vi räknat med sänker vi våra intäktsestimat med 12% under perioden 22-23. Vi har tidigare givit bolaget ett visst "benefit of the doubt" då vi noterat en positiv trend i både bruttomarginal och deponier. Till följd av den vikande bruttomarginaltrenden sänker vi EBIT med i snitt 40% i snitt under prognosperioden.

Höjd riskpremie och rabatt

Vi sänker vårt motiverade värde till 7-8 kr från tidigare 14-15 kr. Värdet innebär en rabatt om ca 20% i förhållande till vår DCF. Vi anser att denna rabatt kan motiveras då vi inte sett tydligt resultat ifrån bolagets åtgärdsprogram.

Kommande händelser		Prognos (EUR)				Värde och risk		
Q1'22	2022-05-12		21e	22e	23e	24e	Motiverat värde	7.0 - 8.0
Bolagsfakta (EURm)		Omsättning, mkr	43	42	43	45	Aktiekurs	€0.8
Antal aktier	75m	Tillväxt	(1)%	(2)%	2%	4%	Riskenivå	Medium
Börsvärde	60	EBITDA, mkr	8.1	7.3	7.3	7.8	Kursutveckling 12 mån	
Nettoskuld	(6)	EBIT, mkr	8	8	7	8		
EV	54	EPS, justerad	0.1	0.1	0.1	0.1		
Free float	90%	EPS tillväxt	(36)%	(7)%	(4)%	6%		
Daglig handelsvolym, snitt	194(k)	EK/aktie	0.2	0.2	0.2	0.3		
Reuters/Bloomberg	ANG.ST/ANGL SS	Utdelning/aktie	0.1	0.1	0.1	0.1		
		EBIT-marginal	18.8%	18.1%	17.1%	17.4%		
		ROE	49.7%	40.6%	35.7%	33.3%		
		ROCE	53.2%	44.2%	39.0%	15.9%		
		EV/Sales	1.3x	1.3x	1.3x	1.2x		
		EV/EBITDA	6.7x	7.4x	7.4x	7.0x		
		EV/EBIT	6.7x	7.1x	7.4x	7.0x		
		P/E, justerad	8.2x	8.8x	9.2x	8.6x		
		P/EK	4.1x	3.6x	3.3x	2.9x	Analytiker	
		Direktavkastning	10.6%	8.0%	7.6%	8.1%	rikard.engberg@penser.se	
		FCF yield	4.0%	3.1%	9.2%	5.2%		
		Nettosk./EBITDA	(0.7)g	(0.7)g	(1.8)g	(1.9)g		



Sammanfattning

Trading update och siffror ett bottennapp

Investment Case

Angler Gaming är aktivt inom igaming-industrin, en konjunkturokänslig bransch med hög strukturell tillväxt. Vi bedömer att industrin kommer att växa med 8–12% per år de kommande åren drivet av ett skifte från landbaserat spel och en ökad mobil- och internetpenetration. Angler Gaming bedriver sin verksamhet på marknader till vilka många av de internationella aktörerna inte når vilket resulterar i höga marginaler och stabil tillväxt. Vi ser ett motiverat värde på 7–8 kr per aktie.

Bolagsprofil

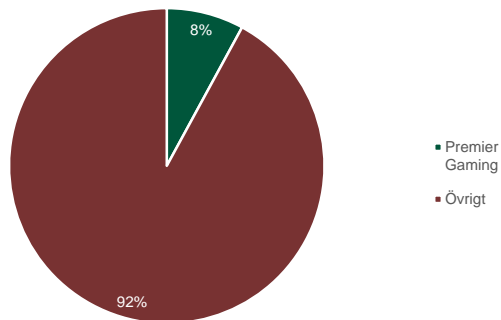
Den internationella igaming-marknaden uppgick 2017 till 47 miljarder USD och väntas växa med ca 12–15% årligen. Vi ser framförallt två drivkrafter bakom denna utveckling. Den första är att igaming som andel av totalt spelande fortfarande är relativt låg. I Sverige och UK som anses vara bland de mest mogna marknaderna uppgick penetrationen till ca 50–70%. I många av Angler Gamings marknader uppgår den till mindre än 10%. Vidare bedömer vi att den vertikala där Angler är aktiva, casinospel, har lägst onlinepenetration vilket talar för fortsatt tillväxt i övre delen av tillväxtspannet. Dessutom bedömer vi att onlinespelande har relativt låg korrelation med den allmänna konjunkturen. Under 2008–2009 växte spelöverskottet i UK och Irland medan ekonomin i stort krympte.

Angler Gaming visar starka operationella nyckeltal genom hela balans- och resultaträkningen. Ett nyckeltal som sticker ut är att man har branschens högsta EBIT per anställd. Vi tror detta är möjligt av två anledningar, den första är att man genom att äga sin egen plattform kan hålla nere kostnaderna. Många andra mindre bolag i sektorn använder sig av en tredjepartsplattform som betalas med en del av spelöverskottet. Den andra anledningen är att man genom ett litet och dedikerat team klarar av att vara snabbfotade med lansering av nya produkter samt i valet av marknader. I Q3'18 lanserade man det nya dotterbolaget PremierGaming som gått ifrån att stå för 0 till 13% av omsättningen. Tillväxten för PremierGaming har varit imponerande samtidigt som övrig verksamhet fortsätter att växa i linje med industrin till en hög lönsamhet. Ett exempel på bolagets förmåga att lansera varumärken på nya marknader och göra det effektivt är den svenska verksamheten som startades i Q4'18 och länge var en av de snabbast växande operatörerna i Sverige. Denna resa bedömer vi att man kan göra på fler reglerade eller oreglerade marknader i framtiden.

Värdering

Vi har använt en DCF för att värdera Angler men väljer att applicera en rabatt jämfört detta värde med ca 20% då vi bedömer att en multipelexpansion inte kommer att äga rum innan vi ser en operationell vändning. Detta ger ett motiverat värde om 7-8 kr Den höga direktavkastningen om ca 9% ger stöd åt kursen på dagens nivåer.

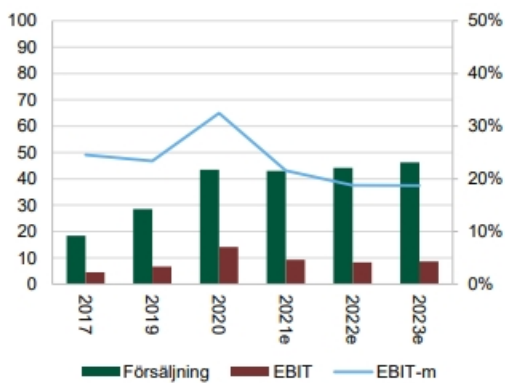
Operativa segment



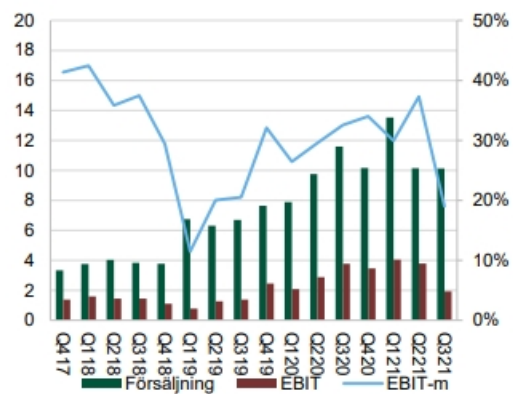
Estimatförändringar

	2022	2023
Sales	-13,2%	-21,5%
EBIT	-35,6%	-46,2%
EPS	-37,4%	-48,2%

Försäljning och EBIT y/y



Försäljning och EBIT q/q



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
Mean			2,76x	2,03x	1,80x	9,1x	6,9x	5,8x	13,1x	8,8x	7,4x	34,8x	10,3x	8,3x
Median			2,30x	1,73x	1,60x	7,6x	6,1x	5,3x	13,6x	8,5x	7,2x	14,8x	9,7x	7,9x

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 S	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/Service	36,0%	70,4%	68,2%	40,8%	42,9%	44,8%	22,3%	28,9%	31,2%	18,1%	25,2%	26,8%
Mean		34,0%	71,9%	71,4%	29,5%	30,2%	31,7%	22,1%	23,9%	25,0%	9,7%	18,8%	20,3%
Median		30,7%	65,4%	66,4%	26,3%	30,5%	33,1%	22,3%	24,9%	26,3%	9,3%	16,8%	19,4%

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%
Mean	32,3%	15,4%	11,9%	8,1%	17,4%	18,1%	7,8%	46,2%	18,4%	-27,5%	91,5%	22,9%
Median	18,7%	10,8%	10,0%	15,2%	20,4%	17,1%	14,6%	48,5%	18,9%	-33,8%	108,9%	24,9%

Källa: Bolag, EPB, Factset

Kvartalet i detalj

Omsättningen i Q4 uppgick till EUR 9,6m vs våra estimat om EUR 10,4m. Avvikelsen förklaras med färre deponerande kunder. Just. EBIT uppgick till EUR 1,4m vs våra estimat om EUR 2,6m. Bolaget har i kvartalet tagit en engångskostnad om EUR 1,2m. Kostnaden inkluderar nedskrivning av fodringar samt betalning av tidigare affiliate kostnader. EBIT uppgick till EUR 1,5m vs våra estimat om EUR 2,6m. Avvikelsen går att förklara med lägre omsättning, men även lägre bruttomarginal, 35% vs 39% i våra estimat. Vi bedömer att bruttomarginalen inte kommer nå de tidigare nivåerna då vi ser ökade kostnader för betallösningar samt nya affiliate kostnader framöver.

Bolaget har indikerat att det genomsnittliga dagliga spelövrskottet i januari var i linje med snittet i Q4 och 34,2% lägre än siffran för samma period i 2021.

Baserat på det svaga resultatet under 2021 kommer bolagets VD att ta en mer aktiv roll i de olika dotterbolagen under kommande 6 månader. Angler har börjat åtgärda ett antal problem och ett urval av dessa är:

- Ny operationell struktur
- Fokus på att utveckla CRM och customer retention. Under mitten av Q1 kommer en ny CRM mjukvara att lanseras
- Rekrytering av ny ansvarig för betallösningar. En stor del av det tapp vi sett i bruttomarginal går att härleda till ökade kostnader relaterade till betalsystem
- Egen satsning på SEO för att minska beroendet av affiliates

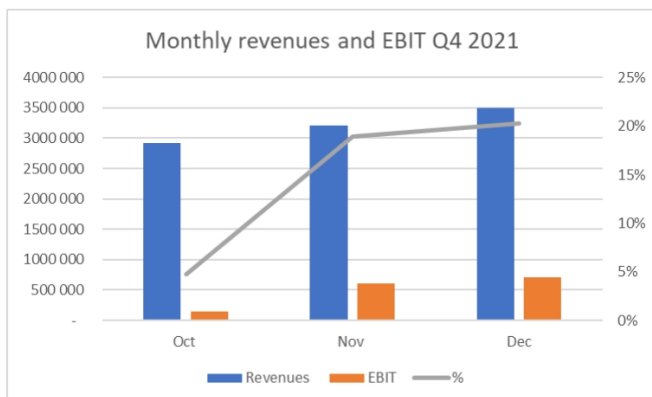
Vi ser positivt på initiativet men väljer att ta kostnaderna före vi ser att de ger resultat i omsättningen, vilket gör att vi justerar ned våra estimat rejält.

Estimatförändringar

Baserat på det svaga resultatet och den klena inledningen av 2022 sänker vi våra intäktsestimater med 17%. Vi sänker EBIT med i snitt 37% för prognosperioden. Anledningen är att många av de drivande faktorerna bakom tillväxt, deponier och inflöde befinner sig i svaga trender.

Vi bedömer att det nya åtgärdsprogrammet kommer att innebära högre kostnader vilket vi tar höjd för i våra estimat. Vidare är försiktiga med att räkna hem några resultat från de initiativ bolaget startat under året. Vi noterar även att bolaget har ett svårt jämförelsekvartal i Q1'22. Vilket gör att vi är försiktiga till aktien under Q1'22.

Månadsvis P&L under Q4



Estimatförändringar

	2022	2023	2024
Sales	-13,2%	-21,5%	-
EBIT	-35,6%	-46,2%	-
EPS	-37,4%	-48,2%	-

Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	12,5	18,4	28,5	43,5	43,0	42,0	42,9	44,6
COGS	-6,3	-10,4	-16,4	-24,3	-27,9	-28,9	-27,5	-29,1
Bruttovinst	6,2	8,0	12,1	19,2	15,1	15,1	15,5	16,5
Marknadsföring	-0,2	-1,7	-3,1	-1,9	-1,7	-5,7	-2,2	-2,6
Personalkostnader	-0,7	-0,9	-1,2	-1,6	-2,4	-3,0	-3,3	-3,6
Övriga kostnader	-0,6	-0,7	-1,0	-1,6	-3,5	-3,0	-2,6	-2,6
EBITDA	4,7	4,6	6,7	14,1	8,1	7,3	7,3	7,8
Avskrivningar	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwillnedskrivningar								
EBIT	4,5	4,5	6,7	14,1	8,1	7,3	7,3	7,8
Extraordnara Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (Just)	4,5	4,5	6,7	14,2	8,1	7,3	7,3	7,8
Finansiella intäkter	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,1	0,0	-0,4	-2,3	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Resultat före skatt	6,5	4,5	6,3	11,9	7,4	6,7	6,8	7,2
Skatter	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettoresultat Rapporterat	6,4	4,4	6,1	11,6	7,3	6,5	6,6	7,0
Nettoresultat (Just)	6,4	4,4	6,1	11,6	7,3	6,5	6,6	7,0

Balansräkning

Balansräkning	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Tillgångar								
Goodwill						0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kundfordringar	2,2	4,9	6,4	9,7	12,2	13,9	7,0	8,1
Summa omsättningstillgångar	2,2	4,9	6,4	9,7	12,2	13,9	7,0	8,1
Kassa/bank	3,7	2,9	4,5	9,6	5,7	5,0	13,3	15,1
Summa tillgångar	7,3	9,0	12,1	20,5	19,1	20,1	21,5	24,4
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	6,3	7,4	10,2	16,4	14,8	16,8	18,4	20,9
Minoritetsintressen								
Summa Eget Kapital	6,3	7,4	10,2	16,4	14,8	16,8	18,4	20,9
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,9	1,5	1,8	3,6	3,9	2,9	2,7	3,1
Skatteskulder	0,1	0,1	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	1,0	1,6	2,0	4,1	4,4	3,3	3,1	3,5
Summa Eget Kapital och skulder	7,3	9,0	12,1	20,5	19,1	20,1	21,5	24,4

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat Rapporterat	6,4	4,4	6,1	11,6	7,3	6,5	6,6	7,0
Icke kassaflödespåverkande poster	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde före förändringar i rörelsekapital	6,5	4,5	6,3	11,7	-2,1	6,5	6,6	7,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	5,6	2,4	5,0	10,3	5,1	4	12	7
Investeringar	-2,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	3,1	2,5	5,0	10,3	5,1	4,1	12,0	6,8
Utdelningar	0	-3	-3	-5,2	-9,0	-4,8	-4,8	-4,9
Förvärv	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övrig finansiell verksamhet	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	3,1	-0,9	1,7	5,1	-3,9	6,3	6,3	6,3
Nettoskuld (just)	-3,7	-2,9	-4,5	-9,6	-5,7	-5	-13	-15

Nyckeltal

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningsbidrag	74%	47%	55%	52%	-1%	-2%	2%	4%
Rörelseresultat, bidrag	165%	32%	13%	100%	-43%	-6%	-4%	-1%
EPS, årsförändring	n.m.	n.m.	48%	78%	-36%	-7%	-4%	-1%
EBIT A-marginal	39%	34%	25%	33%	19%	18%	17%	16%
Rörelsemarginal	38%	34%	25%	32%	19%	18%	17%	16%
Vinstmarginal, justerad	51%	24%	23%	27%	17%	16%	15%	15%
Skattelas	6%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	0%
Lönsamhet								
ROE	68%	59%	64%	76%	50%	41%	36%	31%
ROE, 3-årsnitt		63%	63%	64%	61%	53%	42%	36%
ROCE	73%	82%	83%	83%	53%	44%	39%	15%
ROCE, 3-årsnitt		78%	78%	78%	68%	62%	49%	33%
EV, justerat								
PEK	9,3	9,3	9,3	5,2	8,2	8,8	9,2	9,2
P/FCF	5,9	5,9	5,9	3,7	4,1	3,6	3,3	2,9
Direktavkastning	11,9	11,9	11,9	5,8	11,8	14,7	5,0	9,5
Underskand, justerad	6%	6%	6%	15%	11%	8%	8%	8%
EV/Sales	1,9	1,9	1,9	1,2	1,3	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	8,2	8,2	8,2	3,6	6,7	7,5	6,4	6,0
EV/EBIT	8,3	8,3	8,3	3,6	6,7	7,5	6,4	6,2
EV, årets slut	55,5	55,5	55,5	50,4	54,3	55,0	46,7	45,0

Kvartalsvisdata

Resultaträkning	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Nettomsättning	3,3	3,7	4,0	3,8	3,8	6,8	6,3	6,7	7,6	7,9	9,8	11,6	10,2	11,9	13,5	10,1	10,1	9,6
Kostnad sålda varor	-1,6	-1,8	-2,2	-2,0	-2,2	-3,9	-3,8	-3,8	-4,1	-4,4	-5,4	-6,5	-5,6	-6,8	-8,3	-6,9	-6,5	-6,2
Brotovinst	1,7	1,9	1,8	1,8	1,5	2,9	2,5	2,9	3,5	3,5	4,3	5,1	4,6	5,1	5,2	3,3	3,6	3,4
Marknadsföringskostnader	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-1,5	-0,8	-1,0	-0,5	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,6
Personalkostnader	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7
Övriga kostnader	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,7	-1,7
Rörelseresultat (EBITDA)	1,3	1,5	1,4	1,4	1,1	0,7	1,2	1,4	2,4	2,1	2,9	3,8	3,4	4,0	3,8	1,9	2,1	0,3
Avskrivningar	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwillavskrivningar																		
Resultat (EBIT)	1,4	1,6	1,4	1,4	1,1	0,8	1,3	1,4	2,5	2,1	2,9	3,8	3,5	4,0	3,8	1,9	2,1	0,3
Extrordinära Poster	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	1,4	1,6	1,4	1,4	1,1	0,8	1,3	1,4	2,5	2,1	2,9	3,8	3,4	4,0	3,8	1,9	2,1	0,3
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-1,1	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Finansiella 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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	1,3	1,6	1,4	1,4	1,1	0,8	1,3	1,3	2,3	2,0	2,5	3,4	2,2	3,6	3,5	1,8	2,0	0,1
Skatter	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	1,3	1,6	1,4	1,4	1,1	0,7	1,2	1,2	2,3	1,9	2,5	3,3	2,2	3,5	3,4	1,9	2,0	0,0
Nettoresultat (just)	1,3	1,6	1,4	1,4	1,1	0,7	1,2	1,2	2,3	1,9	2,5	3,4	2,2	3,5	3,4	1,9	2,0	0,0

Tillväxt och marginaler	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Omsättningstillväxt					13%	80%	56%	75%	102%	17%	55%	73%	33%	51%	39%	-13%	0%	-19%
EBIT, tillväxt					nrf	-51%	nrf	-4%	121%	169%	128%	174%	41%	94%	31%	-49%	-39%	-92%
Brotomarginal	51%	52%	44%	48%	41%	42%	40%	44%	45%	44%	44%	44%	45%	43%	39%	32%	36%	35%
EBITDA-marginal	40%	41%	35%	37%	29%	11%	20%	20%	32%	26%	29%	39%	34%	41%	39%	20%	22%	3%
EBIT-marginal	14%	16%	15%	15%	11%	8%	13%	14%	25%	21%	30%	39%	35%	41%	39%	20%	22%	3%
Skattesats	1%	2%	5%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	2%	3%	-4%	1%	56%

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output				WACC assumptions				Sensitivity analysis																																																																																											
Sum of PV of FCF (explicit period)			55	Risk free nominal rate			0,4%	<table border="1"> <thead> <tr> <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> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th rowspan="4">WACC</th> <th>10,0%</th> <td>10,5</td> <td>10,6</td> <td>10,6</td> <td>10,6</td> <td>10,7</td> </tr> <tr> <th>11,5%</th> <td>10,2</td> <td>10,3</td> <td>10,3</td> <td>10,3</td> <td>10,3</td> </tr> <tr> <th>12,0%</th> <td>10,0</td> <td>10,0</td> <td>10,0</td> <td>10,0</td> <td>10,0</td> </tr> <tr> <th>12,5%</th> <td>9,7</td> <td>9,7</td> <td>9,7</td> <td>9,7</td> <td>9,8</td> </tr> <tr> <th>13,0%</th> <td>9,5</td> <td>9,5</td> <td>9,5</td> <td>9,5</td> <td>9,5</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="6">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>5,0%</th> <th>7,5%</th> <th>10,0%</th> <th>12,5%</th> <th>15,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th rowspan="4">WACC</th> <th>10,0%</th> <td>9,0</td> <td>10,0</td> <td>11,0</td> <td>12,0</td> <td>13,0</td> </tr> <tr> <th>11,5%</th> <td>8,8</td> <td>9,7</td> <td>10,7</td> <td>11,6</td> <td>12,5</td> </tr> <tr> <th>12,0%</th> <td>8,6</td> <td>9,5</td> <td>10,3</td> <td>11,2</td> <td>12,0</td> </tr> <tr> <th>12,5%</th> <td>8,5</td> <td>9,3</td> <td>10,1</td> <td>10,8</td> <td>11,6</td> </tr> <tr> <th>13,0%</th> <td>8,3</td> <td>9,1</td> <td>9,8</td> <td>10,5</td> <td>11,3</td> </tr> </tbody> </table>				Long-term growth rate								1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	WACC	10,0%	10,5	10,6	10,6	10,6	10,7	11,5%	10,2	10,3	10,3	10,3	10,3	12,0%	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	12,5%	9,7	9,7	9,7	9,7	9,8	13,0%	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	Long-term EBIT margin								5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	WACC	10,0%	9,0	10,0	11,0	12,0	13,0	11,5%	8,8	9,7	10,7	11,6	12,5	12,0%	8,6	9,5	10,3	11,2	12,0	12,5%	8,5	9,3	10,1	10,8	11,6	13,0%	8,3	9,1	9,8	10,5	11,3
Long-term growth rate																																																																																																			
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%																																																																																													
WACC	10,0%	10,5	10,6	10,6	10,6	10,7																																																																																													
	11,5%	10,2	10,3	10,3	10,3	10,3																																																																																													
	12,0%	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0																																																																																													
	12,5%	9,7	9,7	9,7	9,7	9,8																																																																																													
13,0%	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5																																																																																														
Long-term EBIT margin																																																																																																			
		5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%																																																																																													
WACC	10,0%	9,0	10,0	11,0	12,0	13,0																																																																																													
	11,5%	8,8	9,7	10,7	11,6	12,5																																																																																													
	12,0%	8,6	9,5	10,3	11,2	12,0																																																																																													
	12,5%	8,5	9,3	10,1	10,8	11,6																																																																																													
13,0%	8,3	9,1	9,8	10,5	11,3																																																																																														
Enterprise value			64	Flask premium			7,0%																																																																																												
Latest net debt			-6	Extra risk premium			4,0%																																																																																												
Minority interests & other			0	Beta			1,2																																																																																												
Equity value			69	Cost of equity			13,6%																																																																																												
No. of shares outstanding (millions)			75	Cost of debt (pre-tax)			3,0%																																																																																												
Equity value per Share (SEK)			9,22	Tax rate			12%																																																																																												
				Target debt/(debt + equity)			0%																																																																																												
				WACC			13,6%																																																																																												
Implicit multiple				Terminal value assumptions																																																																																															
	2021	2022	2023	Long term growth rate			2,0%																																																																																												
EV/Sales	15	15	15	Long term EBIT margin			9,0%																																																																																												
EV/EBITDA	7,9	8,7	8,7	Depreciation (% of sales)			2,0%																																																																																												
EV/EBIT	7,9	8,7	8,7	Capex (% of sales)			2,0%																																																																																												
EV/NOPLAT	7,9	9,0	8,9	Working cap. (% of sales)			86,1%																																																																																												
P/E				Tax rate			12%																																																																																												
ROIC/WACC																																																																																																			
Current Share price			15																																																																																																

	2022-02-17	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
DCF (SEKm)																	
Sales	29	43	43	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	54
EBITDA	7	14	8	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	6	6	6	6
- Depreciation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
= EBIT	7	14	8	7	7	7	7	7	7	7	6	6	6	5	5	5	5
- Tax on EBIT	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
= NOPLAT	6	14	8	7	7	6	6	6	6	6	7	6	6	6	6	6	6
- Depreciation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
= Gross cash flow	7	14	8	7	7	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7
- Capex	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
- Increase (+decrease) in WC	21	12	-2	7	7	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
= Free cash flow from operations	28	25	6	14	14	7	7	7	6	6	6	6	6	5	5	5	4
PV of cash flow				6	12	11	5	4	4	3	3	2	2	2	1	1	8
% of Enterprise value				10%	18%	17%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	13%
Accumulated % of Enterprise value				10%	29%	46%	54%	60%	66%	70%	73%	76%	78%	80%	82%	87%	100%

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth	52,4%	-1%	-2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA margin	32%	18%	17%	17%	16,5%	16,0%	15,4%	14,8%	14,3%	13,8%	13,2%	12,7%	12,1%	11,6%	11,0%	11,0%
EBITDA growth	110%	-43%	-9%	0%	-1%	-1,2%	-1,4%	-1,5%	-1,7%	-1,8%	-2,0%	-2,2%	-2,4%	-2,6%	-2,8%	-2,8%
EBIT margin	32%	18%	17%	17%	16,4%	15,6%	14,8%	14,1%	13,4%	12,7%	11,9%	11,2%	10,6%	9,7%	9,0%	9,0%
Depreciation (% of sales)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,6%	0,7%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	1,8%	2,0%
Capex (% of sales)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,5%	0,7%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	1,8%	2,0%
Capex (% of depreciation)	0%	0%	0%	0%	96%	98%	99%	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Working capital (% of sales)		62%	40%	105%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
Tax rate	2,7%	2,6%	0,7%	3,1%	3,0%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%

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 grunda sig 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