



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 21 Februari 2022

Checkin.com Group

Checkar ut 2021 i en styrkeposition

Växer 84% y/y organiskt

Nettoomsättningen i Q4 uppgick till 13,4 mkr vs våra estimat om 14,1 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 84% y/y. Totala intäkter uppgick till 21,1 mkr vs våra estimat om 18,1 mkr. Avvikelsen förklaras med högre aktiveringar. EBITDA uppgick till -0,7 mkr vs våra estimat om -7,9 mkr. Avvikelsen förklaras med högre total omsättning, en högre bruttomarginal (84% vs 82%) samt en god kostnadskontroll.

Fortsätter att röra sig emot finansiella mål

Bolaget rapporterar för första gången Net revenue retention rate som uppgick till 137% de senaste 12 månaderna. Det innebär att intäkter ifrån befintlig kundstock vid ingången av 2021 växte med 37% under året. Vi anser detta utgör en bra grund för tillväxten framöver, som tillsammans med en utökad säljkår är anledning till att vi höjer intäktsestimaten med i snitt 3% kommande år.

Justerar för ändrat marknadsklimat men ser god potential i aktien

Vi sänker vårt motiverade värde till 73-76 kr (100-104 kr) som en följd av den värderingskorrigerings som skett för mjukvarubolag under inledningen av 2022. På nuvarande kurs handlas Checkin med en implicit WACC strax över 15%, vilket vi anser är för högt för ett bolaget i en tydlig kommersialiseringsfas.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21e	22e	23e	24e	Motiverat värde	73.0 - 76.0	
EBITDA, mkr 22e	-6.6	-13.5	-50.8%	Omsättning, mkr	39	76	147	255	Aktiekurs	SEK38.0
EBITDA, mkr 23e	23.9	17	40.6%	Tillväxt	74%	94%	94%	74%	Riskenivå	Medium
EBITDA, mkr 24e	72.2	72.2	0.0%	EBITDA, mkr	(2.7)	(6.6)	23.9	72		
				EBIT, mkr	(7)	(18)	8	51		
				EPS, justerad	(0.3)	(0.6)	0.2	1.4		
				EPS tillväxt	-%	-%	-%	-%		
				EK/aktie	6.1	6.3	6.6	7.9		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(17.4)%	(23.7)%	5.2%	20.1%		
				ROE	nm	nm	3.3%	18.8%		
				ROCE	nm	nm	3.9%	23.8%		
				EV/Sales	27.4x	14.1x	7.3x	4.2x		
				EV/EBITDA	(390.3)x	(160.4)x	44.5x	14.7x		
				EV/EBIT	(157.6)x	(59.4)x	140.1x	20.8x		
				P/E, justerad	(140.7)x	(63.3)x	179.9x	28.0x		
				P/EK	6.2x	6.0x	5.8x	4.8x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	nm	nm	nm	nm		
				Nettosk./EBITDA	25.4g	4.5g	(1.4)g	(0.8)g		

Kommande händelser

Q1 rapport 2022-05-19

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier 30m
 Börsvärde 1,134
 Nettoskuld (69)
 EV 1,065
 Daglig handelsvolym, snitt 235(k)
 Reuters/Bloomberg CHECK.ST/CHECK.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Checkar ut 2021 i en styrkeposition

Investment Case

Checkin.com Group tillhandahåller en lösning för att optimera checkinflödet hos kunder i ett antal snabbväxande industrier. Att optimera checkinflödet har en hög ROI och vi bedömer att den kan bli högre då de industrier Checkin fokuserar på har sett en acceleration i kundomsättning. Vi har utvärderat bolaget enligt ett ramverk som används av en väl ansedd amerikansk venture capital-investerare och kommit fram till att bolagets målsättning om en omsättning på 500 mkr 2025 är nåbar och bör ligga till grund för estimaten.

Bolagsprofil

Checkin tillhandahåller en mjukvara som underlättar inloggning och registrering av produkter och tjänster online. Bolaget har valt att fokusera på tre kundgrupper – igaming, abonnemangstjänster och fintech – där vi har noterat att kundomsättningen ökat på senare år. Dessa tre industrier har hög strukturell tillväxt och lätttrörliga slutanvändare, varför satsningar på att underlätta checkinflödet torde ge en hög ROI. En stor del av efterfrågan på denna typ av tjänst är regulatoriskt driven vilket gör att vi ser en fortsatt hög strukturell tillväxt.

Checkin skiljer sig från många av de andra noterade SaaS-bolagen på Stockholmsbörsen då man främst opererar globalt. Detta tillsammans med starka operationella KPI:er (nyckeltal) gör att vi tror att bolagets finansiella mål om att nå 500 mkr i omsättning 2025 är fullt nåbara. Skulle dessa mål nås anser vi att bolaget ska värderas i paritet med de internationella SaaS-bolagen.

Sammanfattningsvis bedömer vi att den starka strukturella tillväxten i Checkins fokusvertikaler gör att en kraftig tillväxtresa är att vänta. Vi ser förvärv som kan stärka ARPU (Snittintäkt per kund) som den främsta triggern i närtid. Vi bedömer att dessa tilläggsförvärv är nyckeln för att bolaget ska kunna stänga gapet mellan våra estimat och bolagets finansiella mål.

Värdering

Vi har valt att basera värderingen på våra estimat för 2025. Detta med anledning av att bolaget befinner sig i ett tidigt stadium. 2025 anser vi att bolaget ska värderas till en EV/Sales-multipel om 8x. Detta av två anledningar:

- **Retention rate:** Checkin har en retention rate i paritet med andra marknadsledande mjukvarubolag. Vi bedömer att detta beror på att bolagets kunder hela tiden adderar nya tjänster eller expanderar till nya marknader.
- **Payback ratio:** Checkin har en payback ratio som också är i paritet med ledande mjukvarubolag. Vi bedömer att detta tyder på en prissättning och marknadsföringsstrategi av hög klass.

Diskonteras värdet år 2025 med 12% får vi ett motiverat värde om 73–76 kr. Vi ser en medelhög risk i bolaget givet att man är relativt nya på börsen. Detta kompenseras av en hög andel återkommande intäkter.

Kvartalet i detalj

Nettoomsättningen i Q4 uppgick till 13,4 mkr vs våra estimat om 14,1 mkr. Siffran motsvarar en tillväxt om 84% y/y och ca 40% q/q. Vi ser främst två orsaker till den accelererande tillväxttakten.

1) **stark retention rate:** Bolaget rapporterar för första gången detta nyckeltal som visar tillväxten i försäljning på befintlig kund under året. De senaste 12 månaderna uppgick denna till 137%, d.v.s. att befintliga kunder vid årets ingång har vuxit med ca 40%. Denna siffra är i paritet med många ledande internationella bolag. Anledningen till den starka tillväxten är att bolagets kunders slutkunder använder tjänsten mer samt att fler funktioner adderas av kunder. Antalet funktioner som adderas är en funktion av de ökade regleringar som sker globalt i de industrier som Checkin är aktiva inom.

2) **Utökade satsningar på marknadsföring:** Bolaget har under kvartalet investerat 5,2 mkr i marknadsföring vilket motsvarar 39% av omsättningen. Under helåret 2021 uppgick investeringarna till 13 mkr vilket motsvarar 34% av omsättningen. Detta arbete har burit frukt och bolaget avslutade året med 160 intäktsgenererande kunder. Under 2020 hade bolaget 37 betalande kunder.

Checkin förvärvar DATACORP

Checkin har under kvartalet förvärvat det estniska bolaget DATACORP för EUR 4,15m, förvärvet betalas med 52% aktier och 48% kontant. Förvärvet tillträdades i Q1'22 Bolaget är en specialist inom utveckling av AI-mjukvara och kompletterar det tidigare förvärvet av GetID. Förvärvet tillför 17 nya medarbetare som organiskt hade tagit lång tid att rekrytera. Vi bedömer att bolaget nu kommer att kunna förfina sin teknologi inom bildigenkänning, vilket vi bedömer som ett nyckelområde inom KYC och AML arbete kommande år.

DATACORP hade en omsättning om 1,2 mkr i Q3'21. Vi bedömer således att risken i våra 2022 estimat sjunker något. Förvärvet väntas ha en neutral påverkan på bolagets operativa kassaflöde. Vi anser att styrkan i förvärvet är att kompetens tillförs och att bolagets produkt tillsammans med GetID kan förfinas.

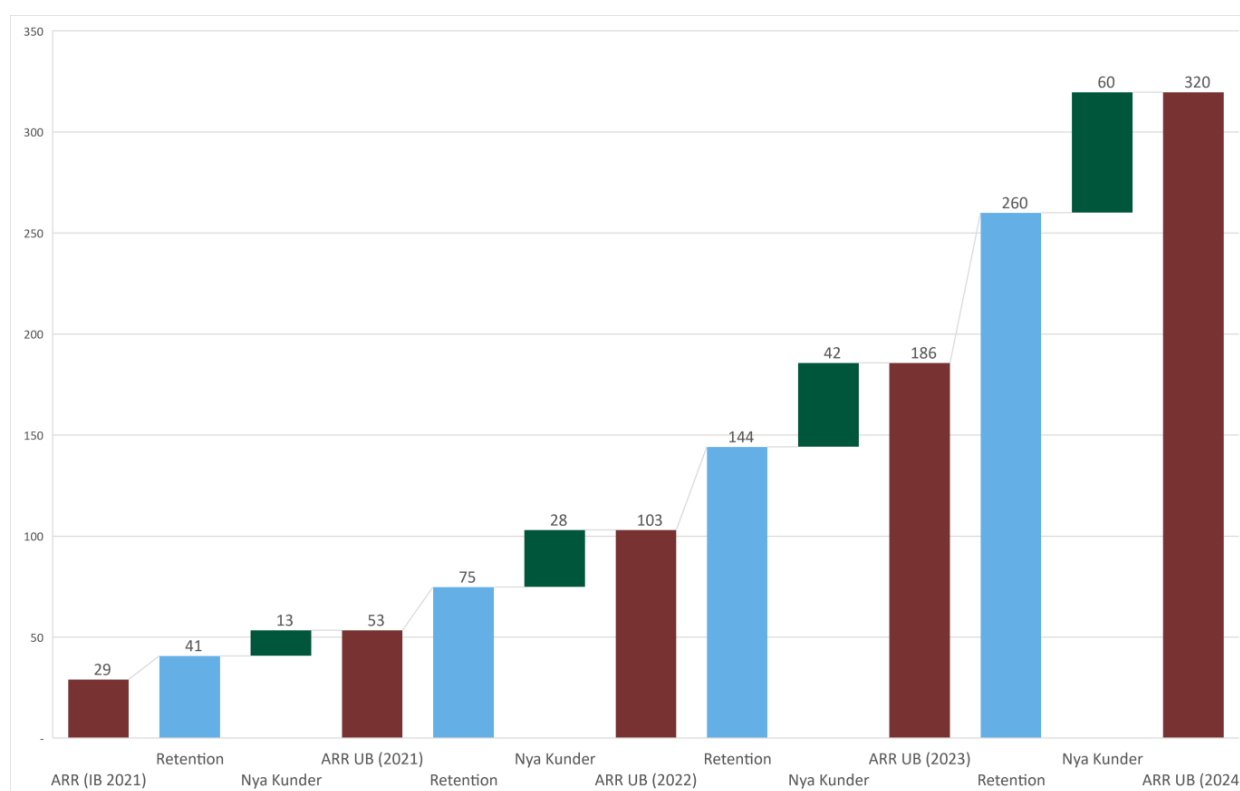
Estimatförändringar

Baserat på den starka retention rate samt ökade satsningarna inom försäljning höjer vi våra försäljningsestimat med ca 3% under prognosperioden. För innevarande år och 2023 tar vi höjd för den ökade kostnadsbas som förvärvet av DATACORP innebär.

För att bättre illustrera Checkins tillväxt kommande år har vi valt att skatta bolagets ARR och utgå ifrån denna när vi ställer våra estimat för kommande år. Vår skattning av ARR vid årets utgång uppgick till ca 53 mkr vilket motsvarar försäljningen i Q4'21x4. Detta stämmer överens med bolagets kommunikation i samband med sin Q3 rapport då ARR rapporterades överstiga 50 mkr i oktober 2022. Tillväxten för att nå våra försäljningsestimat 2022 uppgår således till 76% ifrån denna bas. Vi har en hög konfidens i detta estimat givet bolagets retention rate om 140%.

Bolaget har under 2021 utökat sin säljkår kraftigt. Baserat på att retention rate är kvar på nuvarande nivåer behöver således nykundsförsäljningen motsvara en tillväxt om ca 40% per år under perioden 2022-2024. Detta kan jämföras med siffran 44% under 2021.

Skattad ARR brygga 2022-2024



Estimatförändringar

	2022	2023	2024	2025
	% förändring			
Sales	nm	-2%	6%	7%
	Absoluta tal			
Sales	-8,46	-2,35	14,83	25,32
EBITDA	6,9	10,1	-	-
EBIT	-0,7	5,7	-	-

Vi bedömer att Checkin i och med förvärvet av DATACORP kommer att utöka sina R&D investeringar kraftigt. Detta får en inverkan på lönsamheten kommande år då en stor del av dessa investeringar kapitaliseras. Under 2021 har

totalt 16,6 mkr aktiverats. Vi bedömer att denna siffra kommer stiga kommande år till i snitt 27,5 mkr. Detta får framförallt tre effekter:

- Avskrivningar stiger: Vi skriver av aktiverat arbete på 3 år vilket är den kortaste tiden tillåtna tiden i Checkins redovisning.
- Prognosen för aktiveringar stiger: Eftersom vi ökar investeringarna som kapitaliseras, så kommer lönsamheten att stiga något, framför allt på EBITDA nivå där kapitaliseringarna räknas som en pluspost och avskrivningarna läggs tillbaka. Detta gör att EBITDA stiger med i snitt 8 mkr under 2022-2023. Detta har vi delvis kompenserat för med hjälp av att höja kostnadsbasen. Baserat på att Checkin lade ca 34% procent av försäljningen på marknadsföring under 2021 stiger således våra övriga externa kostnader under prognosperioden.
- Kassaflödet belastas: Bolaget och vi justerar för aktiveringarna under posten investeringar i immateriella anläggningstillgångar i kassaflödesanalysen.

Tidigare har vi redovisat totala intäktsestimater för 2021 och 2022 för att sedan anta att aktiveringarna avtar under 2023-2025.

Vi har även justerat hur vi räknar försäljning per kvartal. Tidigare har vi tagit utgångs ARR/4 nu har vi ingångs ARR*retention rate. Detta får främst en påverkan på kortsikt men jämnar ut sig över tiden. På innevarande år sjunker försäljningsstimen från 84 mkr till 76 mkr för att sedan i princip vara oförändrade,

Värderingsantaganden

Då vi har sett en kraftig multipelkontraktion för tillväxtbolag samt en ökad riskpremie i marknaden sänker vi vårt motiverade värde till 73-76 kr från 100-104 kr. Detta motsvarar en sänkning av 2025 EV/sales multipeln till 8x från 10x samt en höjning av diskonteringsräntan till 12% ifrån 10%. Sänkningen reflekterar främst ett ändrat marknadsklimat och har inte ändrat vår positiva syn på bolaget rent operationellt.

Värdering estimat (X EV/Sales 2025, Y WACC)

	5x	6x	7x	8x	9x	10x	11x
9%	50,8	60,5	70,2	79,8	89,5	99,2	108,9
10%	49,0	58,4	67,7	77,1	86,4	95,7	105,1
11%	47,4	56,4	65,4	74,4	83,4	92,4	101,4
12%	45,8	54,5	63,2	71,9	80,6	89,2	97,9
13%	44,3	52,7	61,0	69,4	77,8	86,2	94,6
14%	42,8	50,9	59,0	67,1	75,2	83,3	91,4

Peers

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Admicom	3 506	3 319	12,56x	9,00x	7,88x	26,9x	18,9x	16,4x	30,2x	20,8x	17,8x	40,5x	26,9x	23,1x
Fortnox	20 902	20 615	24,15x	12,60x	9,55x	56,0x	27,6x	20,3x	72,1x	33,2x	23,9x	89,6x	42,8x	30,9x
Vitec Software Group	14 299	13 976	8,89x	6,89x	6,21x	24,0x	17,6x	15,3x	46,9x	33,6x	27,8x	68,2x	36,3x	31,0x
SimCorp A/S	33 986	33 015	6,27x	5,33x	4,87x	21,1x	18,5x	16,5x	23,6x	20,3x	17,9x	28,4x	26,4x	23,0x
Sinch	60 568	71 230	4,40x	2,32x	2,00x	67,6x	16,5x	13,0x	183,1x	24,7x	20,6x	62,4x	29,1x	24,6x
Lime Technologies	3 640	3 839	9,51x	6,91x	-	32,0x	21,2x	-	50,5x	31,6x	-	64,5x	32,0x	-
Kahoot	15 122	13 344	43,61x	6,31x	4,65x	-	15,9x	10,6x	-	18,2x	12,6x	-	25,6x	13,3x
Twilio	283 334	239 723	8,99x	5,16x	3,92x	-	59,6x	51,8x	-	346,2x	116,0x	(31,3x)	810,1x	220,2x
Adobe	2 015 918	2 005 709	13,59x	10,42x	9,35x	32,1x	21,3x	18,6x	36,8x	23,0x	20,0x	45,7x	28,3x	24,4x
HubSpot	225 449	221 058	18,19x	10,75x	8,69x	-	79,3x	56,1x	-	107,8x	71,9x	(305,4x)	151,1x	107,8x
salesforce.com	1 839 704	1 882 020	8,08x	5,38x	4,65x	36,5x	17,5x	16,3x	216,5x	25,6x	20,6x	110,3x	34,9x	-
Dropbox	86 484	91 317	4,54x	3,86x	-	19,9x	10,8x	-	29,7x	13,0x	-	(75,7x)	13,5x	-
Upsales Technology	1 011	945	10,14x	5,91x	4,77x	47,7x	21,6x	17,8x	75,0x	28,0x	23,0x	104,0x	38,7x	31,7x
Pexip Holding	4 046	3 330	3,93x	2,31x	1,75x	-	235,8x	13,3x	-	(32,5x)	24,4x	(24,5x)	-	19,2x
Checkin	#Calc	#Calc	27,00x	11,00x	6,50x	nm	nm	22,0x	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Mean			14,70x	6,63x	5,61x	36,37x	39,88x	21,28x	76,44x	47,45x	31,47x	13,6x	94,4x	46,9x
Median			12,63x	6,94x	5,75x	36,37x	41,59x	22,16x	76,44x	49,54x	33,05x	13,6x	99,7x	49,9x
Checkin vs Peers				58%	13%	nm	nm	-1%						

Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Kahoot	-	92,5%	-	-	39,6%	44,0%	-	34,7%	37,0%	-	25,2%	28,8%
Admicom	52,2%	95,4%	95,2%	47,7%	47,6%	48,0%	41,7%	43,2%	44,2%	32,4%	33,4%	32,8%
Fortnox	33,5%	89,9%	88,4%	43,1%	45,6%	47,0%	33,5%	37,9%	39,9%	27,2%	29,5%	31,1%
Vitec Software Group	18,7%	88,4%	82,7%	36,9%	39,0%	40,5%	18,7%	20,5%	22,4%	13,2%	15,0%	16,5%
SimCorp A/S	60,3%	61,1%	60,0%	29,6%	28,7%	29,5%	26,5%	26,2%	27,3%	22,2%	20,0%	20,8%
Sinch	3,4%	33,0%	32,9%	7,5%	14,0%	15,4%	3,4%	9,4%	9,7%	5,4%	6,1%	6,9%
Lime Technologies	22,0%	-	-	30,0%	32,6%	-	18,9%	21,8%	-	14,0%	16,5%	-
Twilio	55,1%	53,9%	55,9%	-21,2%	8,7%	7,6%	-32,0%	1,5%	3,4%	-33,4%	0,8%	2,4%
Adobe	87,1%	89,4%	86,0%	41,9%	48,8%	50,4%	36,8%	45,2%	46,8%	30,5%	37,2%	38,5%
HubSpot	80,1%	81,5%	83,3%	-0,7%	13,6%	15,5%	-4,2%	10,0%	12,1%	-6,0%	8,0%	9,2%
salesforce.com	66,5%	78,9%	-	21,8%	30,8%	28,5%	3,7%	21,0%	22,5%	7,0%	16,1%	17,9%
Dropbox	79,2%	80,6%	-	20,1%	35,7%	-	13,0%	29,6%	-	-6,4%	26,2%	-
Upsales Technology	13,5%	-	-	21,3%	27,3%	26,8%	13,5%	21,1%	20,7%	10,4%	16,7%	16,5%
Pexip Holding	-24,6%	91,7%	87,4%	-15,4%	1,0%	13,2%	-24,6%	-7,1%	7,2%	-19,5%	-7,5%	4,8%
Mean	42,1%	78,0%	74,6%	20,2%	29,5%	30,5%	11,5%	22,5%	24,4%	7,5%	17,4%	18,8%
Median	52,2%	84,9%	83,3%	21,8%	31,7%	29,0%	13,5%	21,5%	22,4%	10,4%	16,6%	17,2%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Kahoot	-	32,6%	35,8%	0,0%	83,5%	50,9%	0,0%	92,5%	44,9%	0,0%	89,9%	54,9%
Admicom	13,4%	14,5%	14,1%	19,0%	17,9%	15,2%	19,8%	14,5%	16,7%	20,2%	18,4%	12,1%
Fortnox	29,6%	31,2%	31,9%	31,0%	37,5%	35,9%	12,4%	44,0%	38,9%	13,0%	45,2%	39,2%
Vitec Software Group	19,3%	11,4%	10,9%	48,3%	16,3%	15,1%	31,8%	19,6%	21,1%	28,8%	22,9%	22,1%
SimCorp A/S	8,6%	7,2%	9,4%	5,2%	11,0%	12,1%	6,4%	11,8%	13,7%	24,3%	12,5%	14,2%
Sinch	101,6%	13,3%	15,7%	14,4%	26,6%	27,4%	-41,0%	37,0%	20,0%	97,8%	60,1%	30,3%
Lime Technologies	19,2%	16,0%	-	0,3%	17,2%	-	-6,5%	25,0%	-	-6,4%	27,3%	-
Twilio	61,3%	29,1%	31,5%	112,3%	81,9%	15,0%	92,8%	nm	nm	93,5%	nm	nm
Adobe	22,8%	15,2%	11,4%	33,8%	14,3%	14,9%	37,4%	16,6%	15,3%	-8,3%	17,1%	15,3%
HubSpot	47,3%	27,4%	23,8%	-62,1%	37,6%	41,2%	3,5%	40,6%	49,8%	-8,5%	43,2%	42,3%
salesforce.com	23,2%	18,1%	15,7%	24,7%	16,6%	7,0%	101,5%	24,3%	23,9%	-57,3%	25,5%	28,3%
Dropbox	13,0%	8,1%	-	50,5%	8,3%	-	125,3%	9,2%	-	-47,5%	10,4%	-
Upsales Technology	23,8%	29,6%	23,8%	7,9%	61,9%	21,3%	35,5%	68,5%	21,7%	46,4%	69,0%	22,1%
Pexip Holding	18,7%	32,1%	32,1%	-220,4%	nm	nm	-454,1%	nm	nm	76,8%	nm	nm
Mean	30,9%	20,4%	21,3%	4,6%	33,1%	23,3%	-2,5%	33,6%	26,6%	19,5%	36,8%	28,1%
Median	22,8%	17,1%	19,7%	16,7%	17,9%	15,2%	16,1%	24,7%	21,4%	16,6%	26,4%	25,2%

Implicit WACC beräkning

Vi anser att en traditionell DCF blir för osäker för att värdera tillväxtbolag likt Checkin. Vi har därför använt vår DCF för att beräkna en implicit WACC. På nuvarande kurs handlas Checkin på en nivå kring 15%, vilket vi anser indikerar att bolaget skulle befinna betydligt tidigare än vad man gör i sin konsolidering.

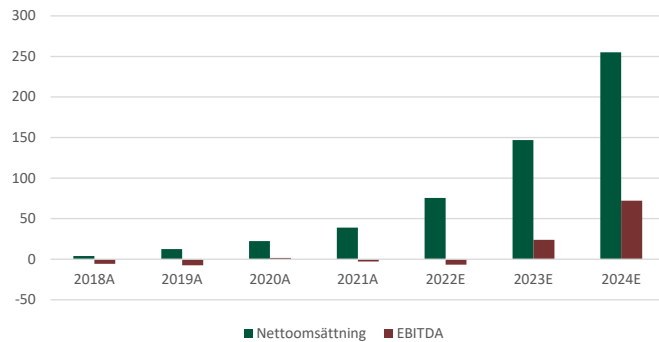
DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA																																																								
Valuation output			WACC assumptions			Sensitivity analysis																																																		
Sum of PV of FCF (explicit period)	458		Risk free nominal rate	0,4%		<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="5">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> <td rowspan="4">WACC</td> <td>14,0%</td> <td>51</td> <td>53</td> <td>55</td> <td>57</td> <td>60</td> </tr> <tr> <td>14,5%</td> <td>47</td> <td>49</td> <td>51</td> <td>53</td> <td>55</td> </tr> <tr> <td>15,0%</td> <td>44</td> <td>46</td> <td>48</td> <td>50</td> <td>51</td> </tr> <tr> <td>15,5%</td> <td>42</td> <td>43</td> <td>45</td> <td>46</td> <td>48</td> </tr> <tr> <td>16,0%</td> <td>39</td> <td>40</td> <td>42</td> <td>43</td> <td>45</td> </tr> </tbody> </table>					Long-term growth rate							1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	WACC	14,0%	51	53	55	57	60	14,5%	47	49	51	53	55	15,0%	44	46	48	50	51	15,5%	42	43	45	46	48	16,0%	39	40	42	43	45			
		Long-term growth rate																																																						
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%																																																		
WACC	14,0%	51	53	55	57	60																																																		
	14,5%	47	49	51	53	55																																																		
	15,0%	44	46	48	50	51																																																		
	15,5%	42	43	45	46	48																																																		
16,0%	39	40	42	43	45																																																			
PV of terminal value (perpetuity formula)	644		Extra risk premium	9,0%		<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>23,0%</th> <th>25,5%</th> <th>28,0%</th> <th>30,5%</th> <th>33,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="4">WACC</td> <td>14,0%</td> <td>45</td> <td>50</td> <td>55</td> <td>60</td> <td>64</td> </tr> <tr> <td>14,5%</td> <td>42</td> <td>47</td> <td>51</td> <td>56</td> <td>60</td> </tr> <tr> <td>15,0%</td> <td>39</td> <td>44</td> <td>48</td> <td>52</td> <td>56</td> </tr> <tr> <td>15,5%</td> <td>37</td> <td>41</td> <td>45</td> <td>48</td> <td>52</td> </tr> <tr> <td>16,0%</td> <td>35</td> <td>38</td> <td>42</td> <td>45</td> <td>49</td> </tr> </tbody> </table>					Long-term EBIT margin							23,0%	25,5%	28,0%	30,5%	33,0%	WACC	14,0%	45	50	55	60	64	14,5%	42	47	51	56	60	15,0%	39	44	48	52	56	15,5%	37	41	45	48	52	16,0%	35	38	42	45	49			
		Long-term EBIT margin																																																						
		23,0%	25,5%	28,0%	30,5%	33,0%																																																		
WACC	14,0%	45	50	55	60	64																																																		
	14,5%	42	47	51	56	60																																																		
	15,0%	39	44	48	52	56																																																		
	15,5%	37	41	45	48	52																																																		
16,0%	35	38	42	45	49																																																			
Enterprise value	1 112		Beta	1,0																																																				
Latest net debt	-69		Cost of equity	16,4%																																																				
Minority interests & other	0		Cost of debt (pre-tax)	3,0%																																																				
Equity value	1 181		Tax rate	22%																																																				
No. of shares outstanding (millions)	30		Target debt/(debt + equity)	0%																																																				
Equity value per share (SEK)	40		Implicit WACC	16,4%																																																				
Implicit multipl.			Terminal value assumptions																																																					
EV/Sales	28,5	14,7	7,6																																																					
EV/EBITDA	-407,5	-167,5	46,5		Long term growth rate	2,0%																																																		
EV/EBIT	-164,5	-62,0	146,3		Long term EBIT margin	28,0%																																																		
EV/NOPLAT	-210,9	-79,5	187,6		Depreciation (% of sales)	3,0%																																																		
P/E					Capex (% of sales)	5,0%																																																		
ROIC/WACC					Working cap. (% of sales)	3,0%																																																		
Current Share price	38				Tax rate	22%																																																		

DCF (SEKm)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Terminal 2034
Sales	12	22	39	75	147	255	408	619	886	1 194	1 544	1 912	2 264	2 556	2 747	2 802
EBITDA	-7	2	-3	-7	24	72	129	215	304	404	515	629	734	816	864	869
- Depreciation	-1	-2	-4	-11	-16	-21	-24	-55	-72	-89	-103	-114	-118	-114	-103	-84
= EBIT	-8	-1	-7	-18	8	51	104	160	231	315	411	515	615	702	762	785
- Tax on EBIT	2	0	1	4	-2	-11	-23	-35	-51	-69	-91	-113	-135	-154	-168	-173
= NOPLAT	-6	-1	-5	-14	6	40	81	125	180	246	321	401	480	548	594	612
+ Depreciation	1	2	4	11	16	21	24	55	72	89	103	114	118	114	103	84
= Gross cash flow	-6	2	-1	-3	22	61	106	180	253	334	424	515	598	662	697	696
- Capex	-6	-7	-44	-77	-32	-32	-32	-107	-139	-169	-195	-212	-217	-206	-179	-140
= Increase (decrease) in WC	-1	-2	3	-4	-3	-4	-5	-4	-5	-5	-6	-6	-6	-5	-3	-1
= Free cash flow from operations	-13	-7	-42	-83	-12	25	68	70	109	160	223	296	375	451	514	555
PV of cash flow			-44	-74	-10	16	38	34	45	57	68	78	85	88	86	644
% of Enterprise value			-4%	-7%	-1%	1%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	8%	8%	58%
Accumulated % of Enterprise value			-4%	-11%	-11%	-10%	-7%	-4%	1%	6%	12%	19%	26%	34%	42%	100%

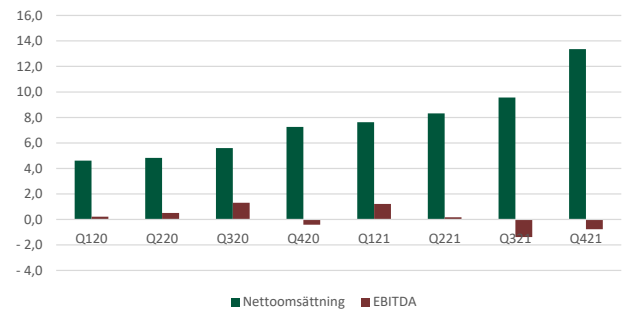
Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth	79,7%	74,3%	94,4%	94,4%	73,8%	60,0%	51,6%	43,2%	34,6%	29,3%	23,8%	18,4%	12,9%	7,5%	-2,0%	
EBITDA margin	8%	-7%	-9%	-9%	16%	28,3%	31,5%	34,7%	34,3%	33,8%	33,3%	32,9%	32,4%	31,9%	31,5%	31,0%
EBITDA growth	-122%	-263%	143%	-460%	202,0%	78,0%	67,2%	41,2%	32,9%	27,5%	22,1%	16,7%	11,3%	5,9%	0,5%	
EBIT margin	-3%	-17%	-24%	5%	20,1%	25,6%	25,8%	26,1%	26,4%	26,6%	26,9%	27,2%	27,5%	27,7%	28,0%	
Depreciation (% of sales)	10,4%	10,4%	14,9%	11,1%	10,4%	9,6%	8,9%	8,2%	7,4%	6,7%	6,0%	5,2%	4,5%	3,7%	3,0%	
Capex (% of sales)	31,3%	112,8%	102,0%	21,8%	20,3%	18,7%	17,2%	15,7%	14,2%	12,6%	11,1%	9,6%	8,1%	6,5%	5,0%	
Capex (% of depreciation)	300%	1087%	683%	196%	153%	132%	193%	193%	191%	189%	187%	184%	180%	175%	167%	
Working capital (% of sales)	7%	-7%	5%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	

Checkin i grafer

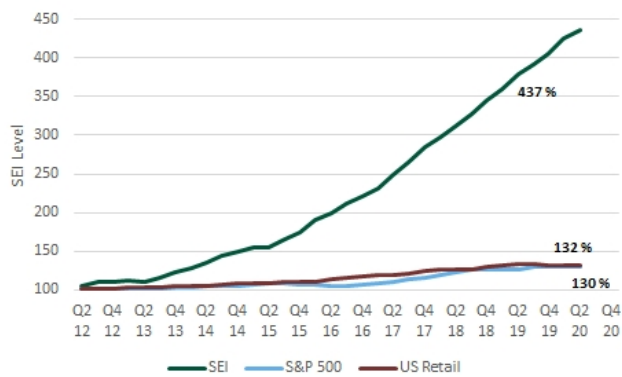
Försäljningsutveckling (mkr)



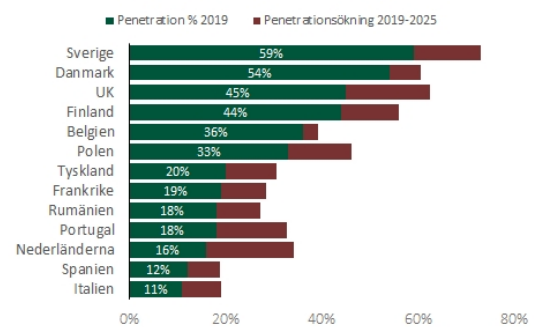
Kvartalsvisdata



SEI Index level vs S&P 500 och retail sales growth



Utveckling internationella spelmarknader



Kindred H2 Gambling Capital

Resultaträkning

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	3,9	12,4	22,3	38,9	75,5	146,8	255,2	408,3
Kapitaliseringar	2,6	6,0	6,9	16,6	26,0	32,0	32,0	32,0
Övriga intäkter		0,1	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala Intäkter	6,5	18,5	30,5	56,7	101,5	178,8	287,2	440,3
Direkta Kostnader			-4,2	-6,4	-12,8	-23,5	-38,3	-61,2
Bruttovinst	3,9	12,4	18,1	32,5	62,7	123,3	216,9	347,0
Personalkostnader	-3,4	-17,6	-19,1	-36,7	-62,1	-72,7	-85,1	-114,3
Övriga kostnader	-6,1	-8,4	-5,4	-16,4	-33,2	-58,7	-91,6	-136,2
EBITDA	-5,7	-7,5	1,7	-2,7	-6,6	23,9	72,2	128,6
Avskrivningar	-0,2	-0,7	-2,3	-4,0	-11,3	-16,3	-20,9	-24,2
EBIT	-3,3	-8,2	-0,65	-6,8	-17,9	7,6	51,3	104,4
Finansnetto	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-3,3	-8,5	-0,8	-7,0	-17,9	7,6	51,3	104,4
Skatter	0,7	0,0	0,0	0,2	0,0	-1,3	-10,8	-21,9
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoreultat (rapporterat)	-2,6	-8,5	-0,8	-6,9	-17,9	6,3	40,5	82,5
Nettoreultat (justerat)	-2,6	-8,5	-0,8	-6,9	-17,9	6,3	40,5	82,5

Balansräkning

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR								
Balanserade utgifter för utvecklingsarbeten och liknande arbeten	3,3	8,6	13,7	27,9	42,7	58,3	69,4	77,2
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	70,7	121,8	121,8	121,8	121,8
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,1	0,0	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Övriga anläggningstillgångar	1	0	2	11	11	11	11	11
Summa anläggningstillgångar	4,4	8,9	15,5	125,6	191,4	207,0	218,1	225,9
Totala fordringar	1,7	4,6	7,9	11,3	20,5	37,4	64,8	97,9
Likvida medel	5,4	10,1	5,9	91,6	29,8	32,7	57,8	127,0
Summa omsättningstillgångar	5,4	10,1	5,9	91,6	29,8	32,7	57,8	127,0
SUMMA TILLGÅNGAR	11,5	23,6	29,3	228,5	241,6	277,2	340,7	450,8
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	9,4	19,9	19,5	181,7	189,3	195,6	236,2	318,6
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	9,4	19,9	19,5	181,7	189,3	195,6	236,2	318,6
Långfristiga finansiella skulder	0,8	0,6	2,9	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Tilläggsköpeskillingar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Summa långfristiga skulder	0,8	0,6	4,1	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3
Kortfristiga finansiella skulder	0,2	0,2	0,6	5,3	5,3	20,3	20,3	20,3
Leverantörsskulder och upplupnakostnader	1,1	2,8	4,4	11,5	17,0	31,3	54,2	81,9
Skatteskulder	0,0	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Övriga skulder	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Summa kortfristiga skulder	1,3	3,2	5,7	17,5	23,0	52,2	75,2	102,9
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	11,5	23,6	29,3	228,5	241,6	277,2	340,7	450,8

Kassaflödesanalys

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Vinst före skatt		-8,5	-0,8	-7,0	-17,9	7,6	51,3	104,4
Skatt				0,2	0,0	-1,3	-10,8	-21,9
Icke kassaflödespåverkande poster		-1,3	-0,1	-2,6	11,3	16,3	20,9	24,2
Förändringar i rörelsekapital		-1,1	-1,5	2,7	-3,6	-2,7	-4,4	-5,4
Kassaflöde från den operationella verksamheten		-8,6	0,6	0,8	-10,2	19,9	57,0	101,3
Investeringar		-6,1	-7,0	-43,8	-77,1	-32,0	-32,0	-32,0
Avyttringar		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde		-14,7	-6,3	-43,0	-87,3	-12,1	25,0	69,3
Finansieringsverksamheten		19,5	2,2	129,4	25,5	15,0	0,0	0,0
Kassaflöde		4,8	-4,1	86,4	-61,8	2,9	25,0	69,3
Omräkningsdifferenser i likvida medel		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld		-9,5	-6,5	-126,2	-64,4	-82,3	-107,4	-176,6

Nyckeltal

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS, rapporterad	-0,09	-0,28	-0,03	-0,23	-0,60	0,21	1,36	2,76
EPS Justerad	-0,09	-0,28	-0,03	-0,23	-0,60	0,21	1,36	2,76
FCF/aktie			-0,3	-2,2	-2,5	0,8	2,3	4,1
Utdelning/aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK/Aktie	0,4	0,9	0,9	7,4	7,8	8,0	9,7	13,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	-440,14	-134,08	n.m	n.m	n.m	n.m	27,99	13,76
P/EK	120,83	57,07	58,19	6,24	5,99	5,80	4,80	3,56
P/FCF	n.m	n.m	-121,96	-17,67	-15,12	46,56	16,26	9,16
Direktavkastning	0,00	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	0,00
EV/Sales	289,32	90,64	50,76	27,72	15,08	7,84	4,41	2,59
EV/EBITDA	-199,3	-150,0	675,3	n.m	-171,6	48,1	15,6	8,2
EV/EBIT	-346,4	-136,8	-1743,9	-159,4	-63,5	151,5	21,9	10,1
EV, årets slut	1129,8	1124,9	1131,8	1077,2	1139,0	1151,1	1126,0	1056,8

Kvartalsvis data

Resultaträkning								
	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Nettoomsättning	4,6	4,8	5,6	7,3	7,6	8,3	9,6	13,4
Aktiveringar	1,9	1,8	1,6	1,6	2,8	3,2	4,1	6,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,7	0,3	0,2				1,2
Totala intäkter	6,6	7,3	7,5	9,1	10,5	11,5	13,7	21,1
Direkta kostnader			-1,0	-1,5			-2,0	-2,1
Bruttovinst	4,6	4,8	6,5	7,6	7,6	8,3	11,6	19,0
Övriga externa kostnader	-1,6	-2,0	-1,1	-2,6	-2,5	-3,9	-0,1	-0,8
Personalkostnader	-4,8	-4,7	-4,1	-5,2	-6,8	-7,4	-9,0	-12,2
Övriga kostnader	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-3,9	-6,8
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	0,2	0,5	1,3	-0,4	1,2	0,2	-1,4	-0,8
Avskrivningar	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-2,8	-1,0
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	-0,3	0,0	0,8	-1,0	0,6	-0,5	-4,1	-1,8
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Resultat före skatt	-0,3	0,0	0,8	-1,0	0,5	-0,5	-4,2	-1,8
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-0,3	0,0	0,8	-1,0	0,5	-0,5	-4,2	-1,7

Tillväxt och marginaler								
	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Omsättningstillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	65%	72%	71%	84%
EBIT, tillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf
EBITDA-marginal	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf
EBIT-marginal	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf

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 fondhandlarföreningens 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