



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 28 Februari 2022

EverySPORT

Positionerar sig för tillväxt

Fortsatt tillväxstsatsning

Omsättningen för helåret uppgick till 186,6 mkr vilket var i linje med våra helårsestimat. EBITDA uppgick till 32,6 mkr vs våra estimat om 39 mkr. EBIT uppgick till 2,2 mkr vs våra estimat om 20 mkr. Avvikelsen går att förklara med högre avskrivningar kopplat till padelverksamheten.

Ny syn på estimaten

Vi höjer våra intäktsestimat med i snitt 6,5% över prognosperioden. Detta för att spegla den höga tillväxten inom både B2B och B2C intäkter inom Everymedia. Baserat på bolagets uttalanden om högre kostnader för att fokusera på tillväxt sänker vi EBIT-estimatet med i snitt 11 mkr per år. Stora delar av sänkningen är dock kopplat till framtida leasingåtaganden. Vi anser att EBITDA reflekterar lönsamheten bättre.

Mindre justering av motiverat värde

Baserat på rådande marknadsklimat höjer vi vår diskonteringsränta i vår SOTP analys samt gör en mindre justering av delvärderingarna. Det nya motiverade värdet är således 55-57 kr (61-63).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	55.0 - 57.0	
EPS, justerad 22e	1.4	4.3	-68.3%	Omsättning, mkr	186	262	298	323	Aktiekurs	SEK33.2
EPS, justerad 23e	3.1	5.1	-40.4%	Tillväxt	126%	41%	14%	8%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	2.5	2.5	0.0%	EBITDA, mkr	33	58	71	68		
				EBIT, mkr	2	16	31	28		
				EPS, justerad	(0.8)	1.4	3.1	2.5		
				EPS tillväxt	718%	306%	126%	(18)%		
				EK/aktie	11.8	13.2	16.2	18.8		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	1.2%	6.2%	10.3%	8.8%		
				ROE (%)	10.8%	24.5%	23.1%	27.4%		
				ROCE	9.5%	14.4%	15.1%	19.8%		
				EV/Sales	1.1x	0.8x	0.7x	0.6x		
				EV/EBITDA	6.1x	3.4x	2.8x	2.9x		
				EV/EBIT	90.7x	12.3x	6.5x	7.1x		
				P/E, justerad	(42.6)x	24.4x	10.8x	13.2x		
				P/EK	2.8x	2.5x	2.0x	1.8x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	2.4%	10.3%	22.1%	21.4%		
				Nettosk./EBITDA	(0.7)g	(0.8)g	(1.3)g	(2.0)g		

Kommande händelser

Q1'22 2022-05-12

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier 6m

Börsvärde 202

Nettoskuld (1)

EV 201

Daglig handelsvolym, snitt 8(k)

Reuters/Bloomberg EVERY A:SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Positionerar sig för tillväxt

Investment Case

EverySPORT Media Group (ESMG) är ett svenskt mediehus med fokus på sport. Bolaget skiljer sig från de traditionella svenska mediehusen då man är helt digitala och har byggt upp ett antal starka varumärken och tillgångar inom nischmedia fokuserad på sport. Utöver att vara ett digitalt mediehus äger ESGM en världsledande hockeydatabas som fungerar som ett socialt nätverk för ishockeyspelare. Därtill är man en ledande operatör av padelhallar. Vi bedömer att marknaden inte ser de starka kassaflödena som bolaget har förvärvat och vi ser således ett motiverat värde om 55–57 kr.

Bolagsprofil

ESMG äger och opererar ett antal nischade sportsidor. Dessa fokuserar på specifika sporter eller fans till specifika lag. Hemsidorna följer en makrotrend inom medielandskapet där nya digitala mediehus fyller ett utrymme som traditionella medier likt tidningar och TV lämnat av kostnadsskäl. Ett exempel på detta är att ESGM äger Sveriges största innebandysite, en sport som får lite utrymme i traditionell media. Genom att kontrollera en flexibel plattform kan ESGM hitta nya nischer att etablera sig inom. I Q3 startade man t.ex. Sveriges första dedikerade nyhetssida för den snabbt växande sporten padel. Bolaget äger även en världsledande databas (Elite Prospects) för hockeyspelare som fungerar som ett socialt nätverk inom sporten.

Ytterligare en intressant aspekt av ESGM är att man kommit långt på resan ifrån att vara gratis, med annonsintäkter som främsta intäkt, till att förlita sig på betalande användare. Vi bedömer att en allt större del av annonsintäkter kommer att tillfalla plattformsbolag likt Google och Facebook vilket gör det svårt för mindre aktörer att livnära sig på annonsintäkter. Genom att vara relativt digitalt och ungt har ESGM inte samma arv av annonstunga intäkter som etablerade mediehus har.

Genom att äga Elite Prospects samt ha en hög andel prenumeranter på sina hemsidor har bolaget lyckats bygga upp en relativt hög återkommande intäktbas vilket vi anser inte reflekteras i värderingen för bolaget. I dagsläget värderas man på en cash flow yield kring 14% de kommande åren. Vi bedömer att detta kassaflöde kan användas till att växa genom förvärv.

Förvärvet av Klövern Padel stärker bolagets kassaflöden då drift av padelhallar är lönsamt och har en kort paybacktid för fastighetsägaren, i detta fall fastighetsbolaget Klövern. Vi ser synergier med bolagets digitala tillgångar genom bl.a. korsmarknadsföring.

Värdering

Vi har valt två olika metoder för att värdera ESGM: en diskonterad kassaflödesanalys och en sum of the parts-värdering. Båda dessa indikerar en betydande uppsida jämfört med dagens kursnivåer. Vi bedömer att aktien kan nå vårt motiverade värde om 55–57 kr givet de fyra förutsättningarna nedan.

- **Bevisa skalbarheten i sin medieplattform.** Detta genom att lansera fler nischsidor och växa med befintliga redaktionella resurser.
- **Minska andelen volatila annonsintäkter inom B2B.** Vi bedömer att en större del av annonsmarknaden kommer att ätas upp av plattformsbolag likt Google och Facebook. Kan ESGM visa att man kan minska sitt beroende av den volatila annonsmarknaden ser vi skäl för en väsentlig uppvärdering.



Sammanfattning

Positionerar sig för tillväxt

- **Fortsatt hög tillväxt i Elite Prospects.** Vi ser Elite Prospects som en viktig värdedrivare kommande år givet den starka tillväxten och den höga bruttomarginalen för tjänsten.
- **Fortsatt tillväxt och hög beläggningsgrad inom padelsporten:** Vi bedömer att Every Padel kommer att vara en fortsatt kassako, förutsatt att nuvarande popularitet för padel håller i sig.

Motiverat värde

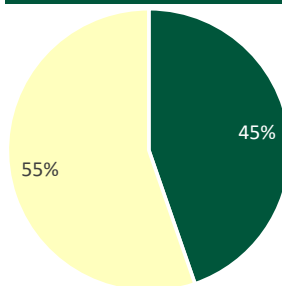
Vi ser ett motiverat värde om 55–57 kr. Se rational ovan. Vi bedömer risken vara relativt låg givet bolagets starka finansiella ställning och höga grad av återkommande intäkter.

Största ägare

Största Aktieägare	Andel
Menmo2 AB	20,7%
Nordic Growth Capital AB	15,7%
Klövern AB	10,5%
Hannes Andersson	6,4%
Övriga	68,9%
Chairman	Paul Fischbein
CEO	Hannes Andersson
CFO	Lisa Villman
IR	Hannes Andersson

EPB, holdings.se

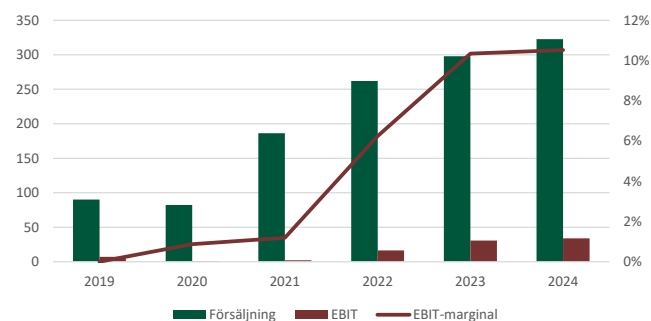
Operativa segment Q4'21



■ B2B ■ B2C

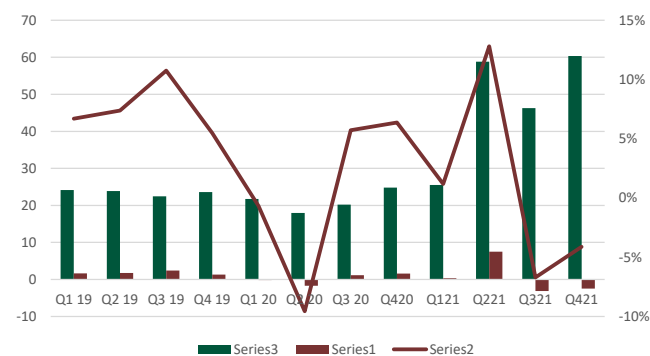
EPB

Försäljning och EBIT (y/y)



EPB

Försäljning och EBIT (q/q)



EPB

Estimatförändringar

	Estimatförändringar %		
	2021	2022	2023
Omsättning	0%	7%	6%
EBITDA	0%	-9%	7%
EBIT	nm	-48%	-17%
EPS	nm	-68%	-40%
	Estimatförändringar mkr		
	2021	2022	2023
Omsättning	0	16	17
EBITDA	-6	-6	5
EBIT	-18	-15	-6

EPB

Kvartalet i detalj

Omsättningen i B2B segmentet uppgick till 26,6 mkr vs våra estimat om 18,5 mkr. Siffran motsvarar en tillväxt om 73% varav 39% var organisk. Tillväxten förklaras med en fortsatt stark annonsmarknad och är nu i paritet med nivåer innan pandemin.

Omsättningen i B2C segmentet uppgick till 32,9 mkr. Siffran motsvarar en tillväxt om 295%. Prenumerationsintäkterna stiger med ca 30% y/y och antalet prenumeranter i Elite Prospects uppgick till 12 616 vilket var i linje med våra estimat. Bolaget redovisar för första gången totalt antal prenumeranter för koncernen vilket uppgick till 23 244 st. Totala intäkter ifrån B2C segmentet ex. Every Padel var högre än våra estimat.

Intäkterna från Every Padel uppgick till 23,8 mkr. EBIT från segmentet uppgick till -3,7 mkr. Resultatet belastas av höga avskrivningar kopplat till IFRS-16 samt uppstartskostnader.

EBITDA för kvartalet uppgick till 8,3 mkr vs våra estimat om 17 mkr. Avvikelsen förklaras med en högre kostnadsbas. Bolaget har under Q4 ökat rekryteringen för att fortsätta växa inom samtliga segment.

EBIT uppgick till -6,2 mkr vs våra estimat om 8,3 mkr. Avvikelsen förklaras till stor del med högre avskrivningar relaterat till leasingskulder.

Estimatförändringar

Vi höjer våra intäktsestimat med ca 6% kommande år baserat på tre faktorer:

Starkare annonsmarknad: Vi höjer våra antaganden för tillväxt inom annonsintäkter från 8% till 10% kommande år och från 5% till 8% för år 2023. Anledningen till detta är en fortsatt stark annonsmarknad till följd av en normalisering efter pandemin samt ett stort sportår med fotbolls-VM. Vi bedömer även att ESMG kommer kunna ta bättre betalt för sina annonser när antalet betalande användare växer.

Ökad tillväxt i antalet prenumeranter: Vi har tidigare underskattat antalet prenumeranter ex. Elite Prospects. Nu när vi vet antalet höjer vi våra estimat för tillväxten i dessa.

Justering av tillväxt i segmentet Every Padel: Då vi ändrar metodiken för att skatta intäkter från Padelverksamheten justerar vi våra intäktsestimat marginellt.

Förändringar på lönsamhetsyestimater

Efter vi har granskat redovisningen av bolagets leasingåtaganden och leasingskulder gör vi relativt stora förändringar för avskrivningar. Då bolaget kommer att fortsätta växa padelverksamheten höjer vi antaganden för avskrivningar från i snitt 30 mkr till 41 mkr.

Dessa förändringar samt högre kostnadsbas gör att vi sänker våra estimat för EBIT med i snitt 11 mkr under perioden 2022-2023. EBITDA stiger med i snitt 6,5% som en följd av att avskrivningar är en högre del av kostnadsbasen samt de höjda intäktsestimaten.

Värderingsrational

För att reflektera den ökade volatiliteten på marknaden samt en multipelkontraktion bland våra peers sänker vi vårt motiverade värde från 61-63 kr till 53-57 kr.

Vi har valt att göra en s.k. sum of the parts-modell (SOTP) för att värdera ESMG. Vi anser detta vara den bästa metoden då bolagets olika affärsområden har olika volatilitet och potentiell lönsamhet. Vår SOTP utgår ifrån våra 2024-estimat och diskonteras sedan tillbaka till idag.

För att värdera Elite Prospects och media B2C har vi tittat på ett antal bolag som erbjuder prenumerationstjänster till konsumenter. Tidigare har vi jämfört med mediehus men anser att denna peergroup ligger närmare. Mediehusen Schibsted och New York Times handlar king EV/Sales 3x vilket är i linje med vår värdering.

Ändrade värderingsantaganden

Vi ändrar vår diskonteringsränta från 15% till 18% för att reflektera ökad osäkerhet på marknaden.

Elite Prospects: Givet den starka tillväxten i antalet prenumeranter anser vi att Elite Prospects ska värderas till 3,5 mot tidigare 4x EV/Sales vilket ger ett nuvärde om ca 9,3 kr per aktie.

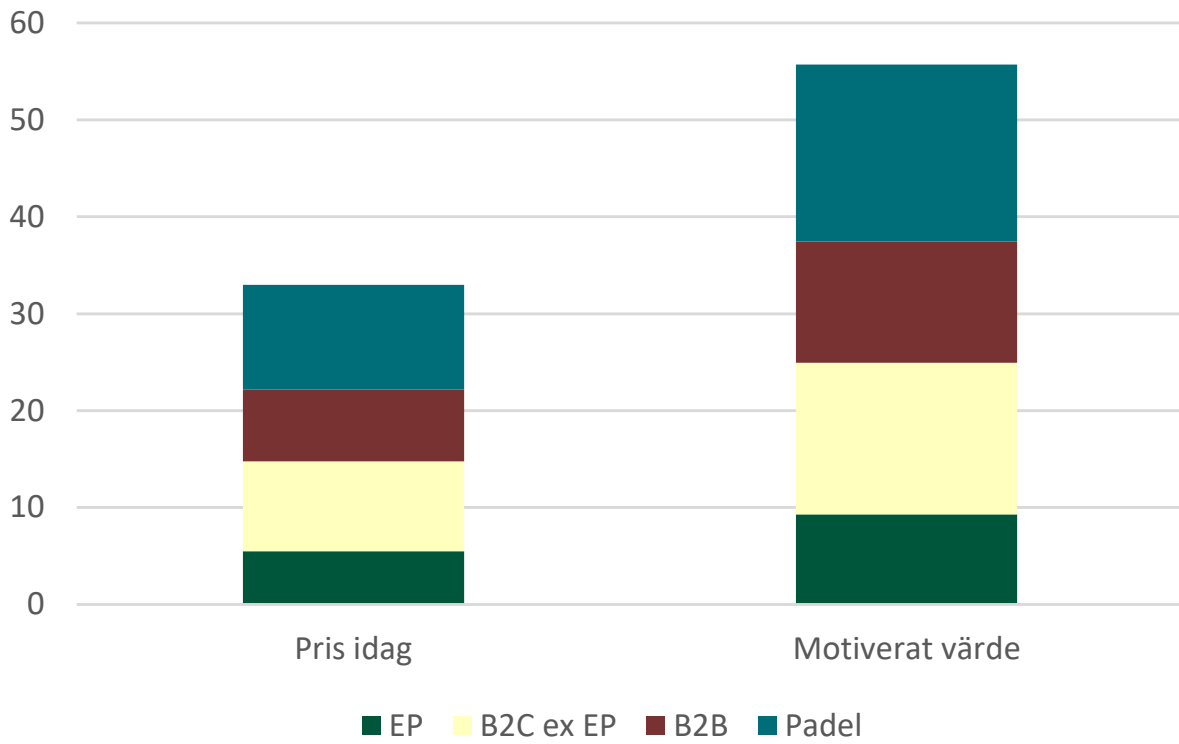
B2C ex Elite Prospects: Vi bedömer att dessa intäkter och prenumeranter har en högre churn rate än Elite Prospects. Vi väljer således att värdera dessa till intäkter till 2x sales mot tidigare 2,5x sales. Det ger diskonterat till idag ca 16 kr per aktie.

B2B: Dessa intäkter har historiskt visat högst volatilitet vilket gör att vi värderar dessa med lägst multipel, 1,25x mot tidigare 1,5x Sales 2024 vilket motsvarar ca 12,5 kr per aktie i dagsläget.

Padel: Givet att detta affärsområde är nyast och visat kortast historik värderar vi detta på 1x EV/Sales 2024, vilket ger ca 18 kr per aktie. För att höja värderingen krävs en längre historik samt data på hur lönsamt affärsområdet är. För 2020 uppgick Klövern Padel's rörelsemarginal till 14%. Kan dessa nivåer nås skulle det motivera en högre värdering.

Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 53–57 kr. Detta värde har stöd i en DCF-analys. Vi föredrar dock SOTP-metodiken då prognoser för avskrivningar kopplade till leasing och kapitalisering av leasingkontrakt stör kassaflödesprognosen efter vår prognosperiod. Givet det höga avkastningskrav vi har i vår SOTP-analys bedömer vi att vi har justerat för den kommersiella risken i de olika affärsområdena.

SOTP-analys



EPB

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
			Nordic Entertainment Grc	24 668	22 790	1,80x	1,41x	1,16x	26,4x	44,4x	16,8x	42,4x	115,0x	21,9x
Sleep Cycle	1 019	856	4,68x	3,72x	2,91x	70,7x	17,8x	12,8x	85,0x	19,5x	14,2x	2,1x	33,2x	23,4x
Storytel	6 145	5 224	1,90x	1,39x	1,16x	-	(78,5x)	45,5x	-	(17,1x)	(26,6x)	(14,8x)	-	-
Match Group, Inc.	302 082	331 374	11,82x	10,03x	8,52x	38,1x	28,0x	23,0x	41,3x	35,0x	27,3x	130,4x	42,7x	34,1x
Spotify Technology	275 219	252 560	2,34x	2,06x	1,76x	99,1x	131,9x	51,1x	223,7x	1827,0x	108,9x	(756,9x)	2531,0x	131,2x
Walt Disney	2 566 836	3 050 433	4,46x	3,82x	3,45x	30,2x	20,4x	17,6x	57,1x	25,3x	21,1x	88,7x	33,4x	26,8x
Netflix	1 635 869	1 745 319	6,25x	5,56x	4,92x	9,8x	25,7x	20,6x	29,5x	28,2x	21,9x	34,8x	35,9x	27,7x
Mean			9,38x	4,54x	3,75x	45,7x	27,5x	25,6x	79,9x	259,0x	26,2x	(63,1x)	424,3x	43,7x
Median			4,57x	3,77x	3,18x	34,2x	26,9x	19,1x	49,8x	31,6x	21,5x	34,8x	42,7x	30,2x

Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
	Nordic Entertainment Group	25,3%	20,6%	21,6%	6,8%	3,2%	6,9%	4,2%	1,2%	5,3%	2,9%	0,7%
Sleep Cycle	29,5%	77,1%	77,6%	6,6%	20,8%	22,8%	5,5%	19,0%	20,6%	4,4%	15,0%	16,4%
Storytel	-14,6%	46,7%	47,4%	-8,1%	-1,8%	2,5%	-14,6%	-8,2%	-4,3%	-15,0%	-8,8%	-5,4%
Match Group, Inc.	69,5%	71,3%	71,7%	30,9%	35,8%	37,0%	28,5%	28,7%	31,2%	9,3%	20,9%	23,0%
Spotify Technology	26,6%	26,6%	27,4%	2,3%	1,6%	3,5%	1,0%	0,1%	1,6%	-0,3%	0,1%	1,5%
Walt Disney	27,5%	20,1%	20,9%	14,8%	18,8%	19,5%	7,8%	15,1%	16,3%	4,3%	7,5%	10,7%
Netflix	41,6%	41,0%	42,8%	62,7%	21,6%	23,9%	20,9%	19,7%	22,5%	17,2%	14,8%	17,1%
Mean	27,3%	43,7%	44,4%	8,9%	13,1%	15,4%	5,4%	9,3%	11,8%	0,9%	5,9%	8,4%
Median	27,1%	36,6%	37,4%	6,7%	11,0%	13,2%	4,9%	8,2%	10,8%	3,6%	4,1%	7,4%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
	Nordic Entertainment Group	3,0%	27,7%	21,2%	-13,9%	-45,5%	164,8%	-35,1%	-69,3%	425,2%	-87,3%	-66,1%
Sleep Cycle	-	25,5%	27,6%	-78,7%	293,9%	39,4%	-82,1%	311,1%	38,0%	-81,6%	328,1%	39,7%
Storytel	17,3%	66,4%	20,4%	90,7%	nm	nm	78,9%	nm	nm	123,5%	nm	nm
Match Group, Inc.	-	17,9%	17,8%	16,0%	17,8%	21,9%	14,2%	18,4%	28,3%	-44,0%	164,7%	29,6%
Spotify Technology	26,7%	17,7%	16,5%	-244,1%	-19,8%	158,3%	-138,1%	-86,4%	1577,3%	-93,9%	nm	1302,8%
Walt Disney	19,2%	18,7%	16,0%	0,3%	16,2%	17,2%	-6,5%	31,3%	25,0%	-6,4%	26,9%	27,3%
Netflix	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mean	16,6%	29,0%	19,9%	-38,3%	52,5%	80,3%	-28,1%	41,0%	418,8%	-31,6%	113,4%	408,2%
Median	18,3%	22,1%	19,1%	-6,8%	16,2%	39,4%	-20,8%	18,4%	38,0%	-62,8%	95,8%	39,7%

EPB, Factset

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	121		
PV of terminal value (perpetuity formula)	207		
Enterprise value	328		
Latest net debt	-1		
Minority interests & other	0		
Equity value	329		
No. of shares outstanding (millions)	6		
Equity value per share (SEK)	54		
Implicit multipl.			
	2021	2022	2023
EV/Sales	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA	10.0	5.6	4.6
EV/EBIT	-87.6	31.5	13.9
EV/NOPLAT	-112.3	40.4	17.9
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price	33.2		

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0.4%
Risk premium	7.0%
Extra risk premium	2.5%
Beta	1.0
Cost of equity	9.9%
Cost of debt (pre-tax)	3.0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	9.9%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2.0%
Long term EBIT margin	12.0%
Depreciation (% of sales)	5.0%
Capex (% of sales)	4.0%
Working cap. (% of sales)	-2.6%
Tax rate	22%

Sensitivity analysis						
Long-term growth rate						
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
WACC	9.0%	56	60	64	68	74
	9.5%	51	55	58	62	67
	10.0%	47	50	53	56	60
	10.5%	44	46	49	52	55
11.0%	41	43	45	47	50	
Long-term EBIT margin						
	7.0%	9.5%	12.0%	14.5%	17.0%	
WACC	9.0%	42	53	64	74	85
	9.5%	39	48	58	68	77
	10.0%	36	44	53	62	71
	10.5%	33	41	49	57	65
	11.0%	30	38	45	52	60

	2022-02-28	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		90	82	186	262	298	323	346	368	387	402	417	432	445	457	467	477
EBITDA		11	5	33	38	71	74	35	40	44	49	54	59	65	70	76	81
- Depreciation		-4	-4	-31	-42	-40	-40	-7	-9	-10	-12	-14	-16	-18	-20	-22	-24
= EBIT*		7	1	-4	10	24	25	28	31	34	37	40	44	47	51	54	57
- Tax on EBIT		-2	0	1	-2	-5	-5	-6	-7	-8	-8	-9	-10	-10	-11	-12	-13
= NOPLAT		6	1	-3	8	18	19	22	24	27	29	31	34	37	39	42	45
+ Depreciation**		4	4	6	6	6	6	7	9	10	12	14	16	18	20	22	24
= Gross cash flow		10	5	3	14	24	25	29	33	37	41	45	50	54	59	64	68
- Capex****		3	-1	-6	-12	-12	-12	-13	-14	-14	-15	-16	-16	-17	-18	-18	-19
- Increase (+decrease) in WC		-4	6	-8	-15	-2	-1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
= Free cash flow from operations		2	9	-12	-12	11	12	17	20	23	26	30	34	38	42	46	50
PV of cash flow				-12	-12	9	9	12	13	13	14	14	15	15	15	15	207
% of Enterprise value				-4%	-4%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	63%
Accumulated % of Enterprise value				-4%	-7%	-4%	-2%	2%	6%	10%	14%	19%	23%	28%	32%	37%	100%

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth	-8.7%	126.5%	40.6%	13.7%	8.3%	7.3%	6.2%	5.1%	4.1%	3.7%	3.4%	3.0%	2.7%	2.3%	2.0%	
EBITDA margin	6%	18%	22%	26%	22.9%	10.2%	10.9%	11.5%	12.1%	13.0%	13.8%	14.6%	15.4%	16.2%	17.0%	
EBITDA growth	-58%	402%	78%	21%	4.5%	-52.2%	12.9%	11.4%	9.9%	10.7%	9.8%	9.1%	8.4%	7.7%	7.1%	
EBIT margin	1%	-2%	4%	8%	7.7%	8.1%	8.5%	8.8%	9.2%	9.7%	10.1%	10.6%	11.1%	11.5%	12.0%	
Depreciation (% of sales)	4.8%	3.2%	2.3%	2.0%	1.9%	2.1%	2.4%	2.7%	2.9%	3.3%	3.6%	4.0%	4.3%	4.7%	5.0%	
Capex (% of sales)	1.6%	3.4%	4.6%	4.0%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	
Capex (% of depreciation)	34%	105%	200%	200%	200%	174%	155%	139%	126%	114%	105%	97%	90%	85%	80%	
Working capital (% of sales)	0%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	90	82	186	262	298	323
Övriga intäkter	4	2	4	0	0	0
Kostnad sålda varor	-9	-9	-31	-37	-45	-49
Bruttovinst	85	76	160	225	253	274
Personalkostnader	-41	-39	-72	-85	-94	-104
Övriga rörelsekostnader	-34	-32	-56	-81	-88	-96
EBITDA	11	5	33	58	71	74
Avskrivningar	-4	-4	-31	-42	-40	-40
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerad)	7	1	2	16	31	34
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0
EBIT	7	1	2	16	31	34
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-5	-6	-7	-9
Resultat före skatt	6	0	-2	10	24	25
Skatter	0	1	-2	-2	-5	-5
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0
Nettoreultat (rapporterat)	6	1	-5	8	19	20
Nettoreultat (justerat)	6	1	-5	8	19	20

EPB

Balansräkning

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR						
Balanserade utgifter för utvecklingsarbete	5	5	5	5	5	5
Varumärken	0	0	2	2	2	2
Goodwill	28	28	82	82	82	82
Maskiner och inventarier	0	0	9	9	9	9
Förbättringsutgifter på annans fastighet	0	0	3	3	3	3
Nyttjanderättstillgångar	2	5	202	200	220	260
Andelar i intressebolag	0	0	0	0	0	0
Uppskjuten skattefordran	2	5	4	4	4	4
Andra långsiktiga fordringar	0	0	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	39	43	306	304	324	364
Varulager	0	0	1	2	2	2
Kundfordringar	7	8	17	21	23	25
Aktuella skattefordringar	0	0	0	0	0	0
Övriga fordringar	2	1	5	5	5	5
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	4	5	15	15	15	15
Summa omsättningstillgångar	13	14	37	43	45	47
Likvida medel	3	10	10	46	103	161
SUMMA TILLGÅNGAR	54	67	353	393	472	572
Eget kapital	22	23	72	80	99	119
Uppskjuten skatteskuld	0	1	1	1	1	1
Övriga skulder till kreditinstitut	2	5	5	5	5	5
Övriga långfristiga skulder	5	5	4	4	4	4
Långfristig leasingsskuld	1	4	168	208	268	348
Summa långfristiga skulder	8	14	178	218	278	358
Kortfristiga skulder	1	1	4	4	4	4
Checkräkningskredit	0	0	0	0	0	0
Övriga skulder till kreditinstitut	0	1	4	4	4	4
Leverantörsskulder	3	4	15	6	6	7
Aktuella skatteskulder	0	1	3	3	3	3
Övriga skulder	3	9	11	11	11	11
Kortfristig leasingsskuld	2	1	45	46	46	46
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	15	14	26	26	26	26
Summa kortfristiga skulder	23	31	104	95	96	96
Summa Eget kapital och Skulder	54	67	353	393	472	572

EPB

Kassaflödesanalys

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoreultat (rapporterat)	6	1	-5	8	19	20
Icke kassaflödespåverkande poster	4	2	29	42	40	40
Förändringar i rörelsekapital	-4	6	-8	-15	-2	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	7	9	16	36	57	58
Investeringar ink. Kapitalisering av leasing	-3	-1	-6	-40	-60	-80
Avyttringar	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	3	8	9	-4	-3	-22
Utdelningar	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	4	9	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar (leasing)	-4	-4	-18	40	60	80
Kassaflöde	-1	7	0	36	57	58
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	8	6	217	222	225	246

EPB

Nyckeltal

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Omsättningsstillväxt	n.m	-9%	126%	41%	14%	8%
EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16)	n.m	-58%	n.m	638%	88%	10%
EPS-tillväxt, justerad	n.m	-92%	718%	n.m	126%	6%
Bruttomarginal	n.m	92,3%	85,9%	85,8%	84,8%	84,8%
EBITDA-marginal (inkl IFRS 16)	n.m	5,7%	17,6%	22,3%	23,8%	22,9%
EBIT-marginal (justerad, inkl IFRS 16)	n.m	0,9%	1,2%	6,2%	10,3%	10,5%
Skattesats	n.m	834%	24%	21%	21%	21%
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad			-7%	10%	19%	17%
ROCE, justerad (inkl IFRS 16)	0%	0%	1%	5%	7%	7%
	2019	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	32,4x	341,8x	-42,4x	24,3x	10,8x	10,2x
P/EK	8,9x	8,9x	2,8x	2,5x	2,0x	1,7x
P/FCF (Justerad för leasing åtaganden)		25,4x	41,0x	9,7x	4,5x	4,2x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales (ex IFRS 16)	2,2x	2,4x	1,1x	0,8x	0,7x	0,6x
EV/Sales (inkl IFRS 16)	2,2x	2,5x	2,2x	1,5x	1,4x	1,8x
EV/EBITDA (ex IFRS 16)	18,0x	42,8x	6,1x	3,4x	2,8x	2,7x
EV/EBITDA (inkl IFRS 16)	18,2x	43,9x	12,6x	7,8x	7,3x	8,0x
EV/EBIT, justerat (ex IFRS 16)	0,0x	270,8x	90,1x	12,2x	6,5x	5,9x
EV/EBIT, justerat (inkl IFRS 16)	0,0x	277,8x	186,1x	27,7x	16,7x	17,5x
Aktiekurs, årets slut	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0
EV, årets slut (ex IFRS 16)		200	200	200	200	200
EV, årets slut (inkl IFRS 16)		205	413	453	513	593

EPB

Kvartalsdata

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Total omsättning	24,2	23,9	22,5	23,6	21,7	17,9	20,2	24,8	25,5	58,8	46,3	60,3
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
Kostnad sålda varor	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2,1	-2,5	-2,7	-8,5	-9,1	-10,5
Bruttovinst	20,9	21,9	20,5	22,0	19,3	16,2	18,1	22,3	22,9	50,3	37,2	49,8
Övriga externa kostnader	-8,2	-9,0	-8,2	-8,1	-8,1	-9,1	-6,8	-8,1	-8,5	-16,0	-12,2	-18,9
Personal kostnader	-10,4	-10,3	-9,2	-10,7	-10,4	-7,9	-9,2	-11,5	-12,7	-17,9	-18,4	-22,6
EBITDA	2,3	2,5	3,2	3,2	0,8	-0,8	2,1	2,7	1,6	16,4	6,6	8,3
Avskrivningar	-1	-1	-1	-2	-1	-1	-0,9	-1,1	-1,3	-8,9	-9,7	-10,8
EBIT	2	2	2	1	0	-2	1,2	1,6	0,3	7,5	-3,1	-2,5
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (justerad)	2	2	2	1	0	-2	1,2	1,6	0,3	7,5	-3,1	-2,5
Finansiella kostnader	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,2	-1,4	-1,6	-1,8
Resultat före skatt	1	2	2	1	0	-2	1,0	1,4	0,5	6,1	-4,7	-4,3
Skatter	0	0	0	0	0	0	-0,5	1,4	0,0	-2,0	1,5	-1,3
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoreultat (rapporterat)	1	2	2	1	0	-2	0,5	2,9	0,5	4,1	-3,1	-5,6
Nettoreultat (justerat)	1	2	2	1	0	-2	0,5	2,9	0,5	4,1	-3,1	-5,6
	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Omsättningsstillväxt					-10%	-25%	-10%	5%	18%	228%	129%	143%
EBIT-tillväxt (justerad)					-109%	-197%	-52%	22%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Bruttomarginal	87%	92%	91%	93%	89%	91%	90%	90%	90%	86%	80%	83%
EBITDA-marginal (ex IFRS 16)	10%	10%	14%	14%	4%	-4%	10%	11%	6%	28%	14%	14%
EBIT-marginal (justerad)	7%	7%	11%	5%	-1%	-10%	6%	6%	1%	13%	-7%	-4%

EPB

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