



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Säkerhet | Sverige | 12 April 2022

Nordic LEVEL Group

Redan nu 450 mkr i omsättning i årstakt

Förvärvet av Corepart stängt och de ligger nu i årstakt på 450 mkr i omsättning

Nordic LEVEL Group har nu stängt förvärvet av Corepart, vilket adderar 66 mkr till omsättningen med 13% EBITDA-marginal. Tillsammans med förvärvet av SES, som annonserades för en vecka sedan, ligger de på en omsättning i årstakt på ca 450 mkr vilket är upp från de 330 mkr som vi såg vid slutet av året. Vi ser den snabba förvärvstakten som positiv.

Viktigt steg mot en miljard i omsättning

LEVEL har som målsättning att nå en miljard i omsättning 2026 med en marginal på 10%. Bolaget har byggt organisation för att hantera en miljard i omsättning och förvärv är centrala för att få upp marginalen i bolaget. I vår initiering i november 2021 estimerade vi att bolaget skulle behöva förvärva 300-400 mkr för att uppnå sina mål och att de redan har adderat runt en tredjedel av detta är centralt.

Potentiell fördubbling av aktien om de uppnår målen

Efter att ha konsoliderat förvärven ser vi ett värde på bolaget på 365 mkr i vår SOTP (250 mkr), vilket ger ett motiverat värde på 3,2-3,4 kr (ner från 3,5-3,7 pga utspädningen). Om de skulle uppnå sina mål och börja närma sig miljarden ser vi ett värde på nästan 5 kr med ytterligare uppsida om de uppnår sitt marginalmål (EPB på 7% utan ytterligare förvärv och 8% inklusive framtida förvärv).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	3.2 - 3.4	
EPS, justerad 22e	0	0	0.0%	Omsättning, mkr	227	397	458	504	Aktiekurs	SEK2.3
EPS, justerad 23e	0.1	0.1	0.0%	Tillväxt	127%	74%	15%	10%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	0.1	0.1	0.0%	EBITDA, mkr	(13.7)	15.3	23.2	29	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
Kommande händelser				EBIT, mkr	(21)	8	15	21		
				EPS, justerad	(0.2)	0.0	0.1	0.1		
Delårsrapport Q1 2022 2022-05-20 Delårsrapport Q2 2022 2022-08-19 Delårsrapport Q3 2022 2022-11-18				EPS tillväxt	-%	-%	1%	1%		
				EK/aktie	1.3	1.7	1.8	1.9		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
Bolagsfakta (mkr)				EBIT-marginal	(6.0)%	3.8%	5.1%	5.8%		
				ROE (%)	(11.1)%	2.8%	4.7%	6.7%		
				ROCE	(3.3)%	6.4%	8.3%	10.5%		
				EV/Sales	1.3x	0.7x	0.6x	0.6x		
				EV/EBITDA	(20.9)x	18.8x	12.4x	9.8x		
Antal aktier	111m			EV/EBIT	(13.8)x	34.7x	18.6x	13.7x		
Börsvärde	260			P/E, justerad	(10.3)x	56.1x	28.2x	18.8x		
Nettoskuld	27			P/EK	1.9x	1.4x	1.3x	1.2x		
EV	287			Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Daglig handelsvolym, snitt	67(k)			FCF yield	(31.3)%	(2.5)%	5.4%	7.3%		
Reuters/Bloomberg	LEVEL.ST/LEVEL.SS			Nettosk./EBITDA	(1.9)g	3.7g	2.1g	1.1g		

Analytiker
markus.almerud@penser.se



Sammanfattning

Redan nu 450 mkr i omsättning i årstakt

Investment Case

Förvärvet av LEVEL, vilket slutfördes i maj 2021, var transformativt. Det ökade omsättningen från ca 100 mkr till 300 mkr i ett slag och är en central byggsten i målsättningen att nå en miljard i omsättning till 2026. Då bolaget ser att efterfrågan på helhetslösningar ökar är den ökande bredden en viktig konkurrensfördel. Förvärv är en central del i strategin – vi tror att bolaget kommer att behöva förvärva 300–400 mkr för att kunna uppnå sina målsättningar och vi tror att en stor del av förvärven kommer att ske i början av femårsperioden. Med en framtung förvärvsambition kommer förvärv att agera triggers för aktien.

Bolagsprofil

Nordic LEVEL Group (LEVEL, f.d. Confidence International) är en helhetsleverantör av säkerhetstjänster och utrustning med verksamhet huvudsakligen i Sverige. Confidence grundades 1989 men gick i maj 2021 ihop med Nordic LEVEL Services Group och ökade omsättningen från 100 mkr till 300 mkr (proforma vid förvärvstillfället). I tre affärsområden erbjuder den nya koncernen säkerhetsrådgivning, systemintegration samt bevaknings- och personskyddstjänster:

- Advisory: säkerhetsrådgivning såsom screening, utredningar och bakgrundskontroller samt analys och omvärldsbevakning
- Technology: systemintegration, produkt- och etableringsspecialister av marknadsledande tekniska säkerhetslösningar inom brand, lås, inpassering, kameraövervakning, perimeter- och inbrottskydd
- Operations: bevaknings- och personskyddstjänster samt parkeringsövervakning

I tre affärsområden erbjuder den nya koncernen säkerhetsrådgivning, systemintegration samt bevaknings- och personskyddstjänster. Bolaget har som mål att växa omsättningen till 1 mdkr till 2026 samt att nå en rörelsemarginal på 10%.

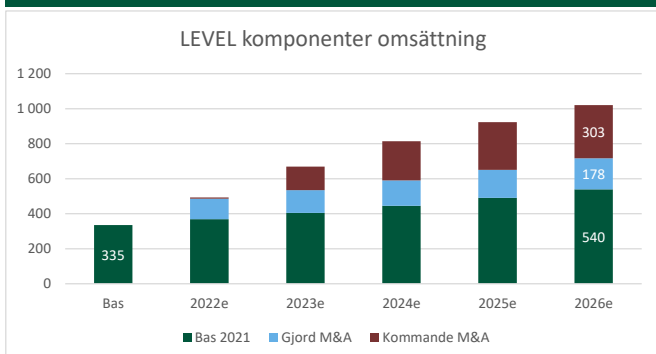
Värdering

Vi värderar LEVEL med SOTP eftersom det underlättar när vi vill bedöma värdet på framtida förvärv. Med en målsättning att växa omsättningen till 1 mdkr från en bas på 330 mkr (vid årskiftet 2021), varav 300–400 mkr kommer att vara förvärv, har bolaget byggt en central organisation för att kunna nå 1 mdkr i omsättning.

Vi har använt 12x EBITDA för Advisory för att reflektera den högre underliggande tillväxten, 10x EBITDA för Technology för att reflektera en relativt sett hög marknadstillväxt samt en marginal som ligger mellan Advisory och Operations samt 8x för Operations för att ta hänsyn till den lägre marknadstillväxten samt lönsamheten.

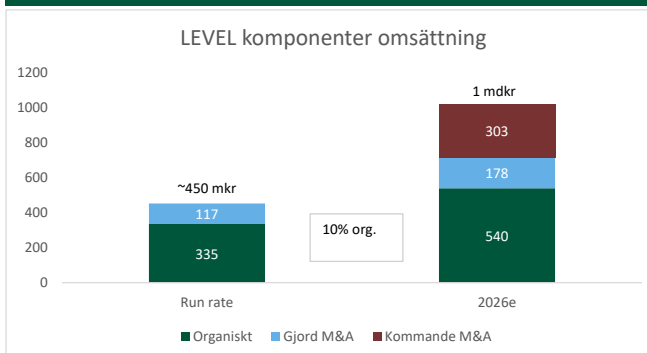
Då målsättningarna är satta på 2026 använder vi målmultiplar på 2026 års estimat vilka vi sedan nuvärdesberäknar. Vårt motiverade värde inkluderar inte förvärv men vi har räknat på och presenterar vilken effekt vi tror att förvärv kommer att ha på värdet. Eftersom en stor del av den centrala funktionen är anpassad för en omsättning på en miljard och därmed för att exekvera på förvärven så har vi nettat en del av de centrala kostnaderna mot förvärven. Förvärven är värderade till den genomsnittliga multipeln för den övriga verksamheten - ca 10x EBITDA. Vi ser ett motiverat värde på 3,2-3,4 kr med potentiell uppsida till nästan 5 kr om förvärvsstrategin lyckas fullt ut.

Hälften av miljarden 2026 från gjorda och kommande M&A



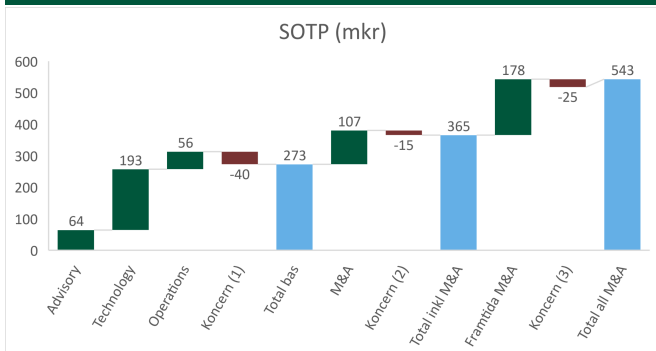
Bolaget, EPB

Bolaget har redan en run-rate på ca. 450 mkr



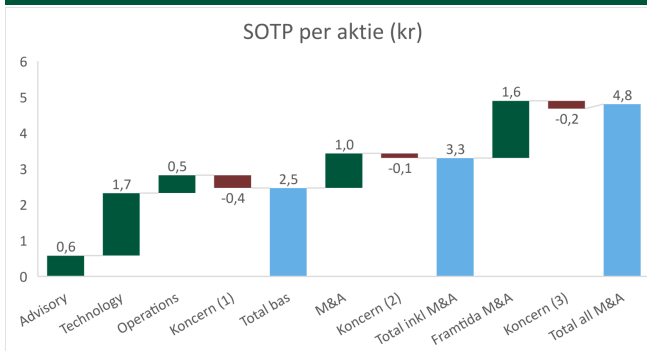
Bolaget, EPB

Vår SOTP ligger på ~365 mkr...



EPB

...vilket motsvarar 3,3 kr per aktie



EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	103	92	100	227	397	458	504	555
Övriga rörelseintäkter	1	0	1	1	2	2	3	3
Direkta uppdragskostnader	-53	-46	-49	-86	-149	-172	-190	-209
Personalkostnader	-48	-44	-47	-124	-217	-250	-275	-303
Övriga rörelsekostnader	-18	-14	-14	-33	-18	-15	-12	-10
EBITDA (rapporterat)	-16	-12	-10	-14	15	23	29	36
Jämförelsestörande poster	0	0	0	-7	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	-16	-12	-10	-6	15	23	29	36
<i>EBITDA-marginal</i>	-15,6%	-12,6%	-9,7%	-2,8%	3,8%	5,1%	5,8%	6,5%
Avskrivningar	-3	-4	-4	-7	-7	-8	-8	-9
EBIT (rapporterat)	-19	-15	-14	-14	8	15	21	27
EBIT (justerat)	-19	-15	-14	-6	8	15	21	27
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-2	-2	-3	-2	-4	-3	-3
Resultat före skatt	-20	-17	-16	-16	6	12	18	25
Skatter	-3	0	0	0	-1	-3	-4	-5
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-23	-17	-16	-16	5	9	14	19
Nettoresultat (justerat)	-23	-17	-16	-15	5	9	14	19

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	32	32	124	121	187	187	187	187
Övriga immateriella tillgångar	2	2	36	48	48	48	48	48
Materiella anläggningstillgångar	5	4	2	1	1	1	1	1
Nyttjanderättstillgångar	33	32	7	14	14	14	14	14
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	3	3	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	75	73	168	184	250	250	250	250
Varulager	0	0	3	4	7	8	9	10
Kundfordringar	27	39	46	34	60	69	76	83
Övriga omsättningstillgångar	12	10	22	35	34	39	43	47
Likvida medel	29	25	28	33	33	33	33	33
Summa omsättningstillgångar	69	74	98	106	134	149	160	173
SUMMA TILLGÅNGAR	144	148	266	290	384	399	410	423
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	28	31	127	140	190	200	214	233
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	28	31	127	140	190	200	214	233
Långfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Leasingskulder	27	25	4	8	8	8	8	8
Uppskjutna skatteskulder	1	0	0	4	4	4	4	4
Övriga långfristiga skulder	9	3	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	36	28	4	13	13	13	13	13
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	52	45	76	66	52	33
Leasingskulder	5	6	4	6	6	6	6	6
Leverantörsskulder	11	8	27	22	32	37	40	44
Skatteskulder	1	1	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	63	74	53	65	67	78	86	94
Summa kortfristiga skulder	80	88	135	138	181	187	184	178
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	144	148	266	290	384	399	410	423

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoresultat (rapporterat)	-23	-17	-16	-16	5	9	14	19
Icke kassaflödespåverkande poster	5	13	24	4	7	8	8	9
Förändringar i rörelsekapital	6	3	7	-42	-15	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-13	-2	15	-55	-4	17	22	28
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-3	-1	0	-3	-3	-3	-3
Fritt kassaflöde	-16	-5	14	-54	-7	14	19	25
Förvärv och avyttringar	-27	-2	-3	20	-20	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	19	16	0	59	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	6	-13	-6	2	27	-14	-19	-25
Kassaflöde	-18	-4	4	27	0	0	0	0
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	3	6	31	27	57	48	34	14

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Organisk tillväxt	0%	0%	0%	19%	11%	9%	10%	10%
Omsättningstillväxt	-17%	-11%	9%	127%	74%	15%	10%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	52%	27%	24%
EPS-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	99%	50%	39%
EBITDA-marginal (justerad)	-15,5%	-12,5%	-9,6%	-2,8%	3,8%	5,0%	5,8%	6,5%
EBIT-marginal (justerad)	-18,1%	-16,6%	-13,8%	-5,9%	2,1%	3,4%	4,2%	4,9%
Skattesats	-16%	0%	0%	-2%	22%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	-78%	-58%	-20%	-11%	3%	5%	7%	9%
ROCE, justerad	-35%	-19%	-8%	-3%	6%	8%	10%	13%
ROIC	n.m	-34%	-10%	-3%	6%	7%	9%	11%
Investeringar / omsättning	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Varulager / omsättning	0%	0%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Rörelsekapital / omsättning	-16%	-11%	-13%	-7%	0%	0%	0%	0%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,6x	0,4x	0,8x	1,0x	1,1x	1,2x	1,3x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	3	6	31	27	57	48	34	14
Soliditet	19%	21%	48%	48%	50%	50%	52%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	9%	19%	25%	19%	30%	24%	16%	6%
Nettoskuld / EBITDA	n.m	n.m	n.m	n.m	3,7x	2,1x	1,1x	0,4x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS, rapporterad	-0,14	-0,35	-1,02	-0,51	0,04	0,08	0,13	0,17
EPS, justerad	-0,14	-0,35	-1,02	-0,23	0,04	0,08	0,13	0,17
FCF per aktie	-0,06	-0,32	0,90	-0,78	-0,06	0,13	0,17	0,23
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,2	0,6	8,2	3,0	1,7	1,8	1,9	2,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	162,9	49,4	15,5	65,2	110,9	110,9	110,9	110,9

Bolaget, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerat	neg	neg	neg	neg	57,2x	28,7x	19,1x	13,7x
P/EK	15,0x	4,0x	0,2x	0,8x	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x
P/FCF	neg	neg	1,8x	neg	neg	19,0x	13,9x	10,6x
FCF-yield	-3%	-13%	56%	-31%	-2%	5%	7%	9%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	6,1x	0,5x	0,6x	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	21,1x	13,5x	10,2x	7,7x
EV/EBIT, justerat	neg	neg	neg	neg	39,0x	20,3x	14,3x	10,2x
Aktiekurs, årets slut	2,6	2,5	1,6	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4
EV, årets slut	630	45	56	200	322	313	299	279

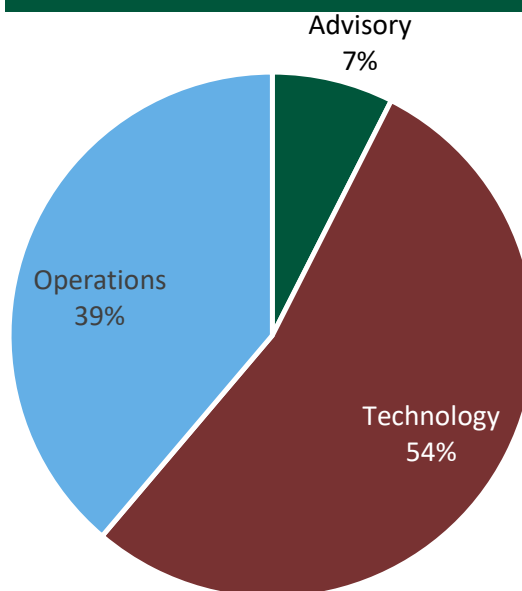
Bolaget, EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Taylor Hill	26,0%
M2-bolagen	10,7%
Swedbank Försäkring	8,0%
Alexander Hultgren	7,4%
Thomas Lundin	4,3%
Ordförande	Gerth Svensson
Verkställande direktör	Thomas Lundin
Finansdirektör	Ann-Sofie Björklund
Investerarkontakt	Jesper Arkinge
Hemsida	https://nordiclevelgroup.com

Holdings, Bolaget, EPB

Omsättning per division pro forma 2021



Bolaget, 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 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