



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 04 Maj 2022

# eEducation Albert

## Påskkampanjen visar på stark tillväxt

### Bolagets kampanj över påsk lyckad

Omsättningen i Q1 uppgick till 24,5 mkr vs vårt estimat om 21,7 mkr. EBITDA -20,9 mkr vs vårt estimat om -16 mkr. Avvikelsen förklaras delvis med EO poster relaterade till förvärv om 1,7 mkr. ARR efter bolagets påskkampanj uppgick till 130,7 mkr vs vårt estimat för Q2 som uppgår till 143 mkr. ARR i slutet av kvartalet uppgick till 115,8 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 142%, varav 69% är organisk.

### Rör sig mot intäktsmålet

Baserat på en stark påskkampanj höjer vi våra intäktsestimater med i snitt 2,6% över prognosperioden. Då vi nu har en tydligare bild av kostnadsbasen i bolaget givet konsolideringen av Sumdog och Jaramba sänker vi våra EBITDA estimater med i snitt 3 mkr per år under prognosperioden. Alberts intäktsmål är 500 mkr för 2025 vilket indikerar en tillväxt på mer än 50% i snitt per år.

### Fortsatt signifikant uppsida

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 60-63 kr. Vi bedömer att rapporten och det starka resultatet i påskkampanjen visar att bolaget rör sig i god takt emot sina finansiella mål.

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk		
Q2	2022-07-18	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	60.0 - 63.0	
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>		Omsättning, mkr	63	119	175	243	Aktiekurs	SEK37.6
Antal aktier	18m	Tillväxt	162%	90%	48%	39%	Riskenivå	Medium
Börsvärde	663	EBITDA, mkr	(52.4)	(56.5)	(41.9)	(24.0)	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
Nettoskuld	(155)	EBIT, mkr	(57)	(80)	(63)	(42)		
EV	507	EPS, justerad	(3.3)	(4.5)	(3.6)	(2.4)		
Free float	24%	EPS tillväxt	(45)%	191%	24%	-%		
Daglig handelsvolym, snitt	1,178(k)	EK/aktie	15.2	10.6	7.0	4.7		
Reuters/Bloomberg	ALBERT:SS	Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
		EBIT-marginal	(91.4)%	(67.7)%	(36.2)%	(17.2)%		
		ROE (%)	(34.0)%	(35.1)%	(40.8)%	(40.5)%		
		ROCE	(16.9)%	(19.6)%	(19.4)%	(16.3)%		
		EV/Sales	8.1x	4.3x	2.9x	2.1x		
		EV/EBITDA	(9.7)x	(9.0)x	(12.1)x	(21.2)x		
		EV/EBIT	(8.9)x	(6.3)x	(8.0)x	(12.2)x		
		P/E, justerad	(11.6)x	(8.3)x	(10.5)x	(15.9)x		
		P/EK	2.5x	3.5x	5.4x	8.1x	<b>Analytiker</b>	
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	rikard.engberg@penser.se	
		FCF yield	(10.3)%	(10.1)%	(7.6)%	(5.2)%		
		Nettosk./EBITDA	4.8g	1.5g	0.8g	(0.1)g		



# Sammanfattning

## Påskkampanjen visar på stark tillväxt

### Investment Case

Albert har en ledande ställning på den europeiska marknaden inom EdTech, en marknad som väntas växa med ett snitt om 32% under perioden 2020-2022. Detta är delvis en följd av coronapandemin, men bygger även på att dagens skolväsende har problem att klara sin uppgift med enbart analoga plattformar. Den europeiska marknaden är till skillnad från den amerikanska och asiatiska väldigt fragmenterad och vi bedömer att Albert med sin ledande position kan ta en aktiv roll i konsolideringen av denna marknad.

### Bolagsprofil

Albert har utvecklat den ledande plattformen för matematik och flertalet andra ämnen på den svenska marknaden och har även påbörjat expansion till fler europeiska länder. Plattformen är modulbaserad och kopplad till nationella läroplaner, vilket gör att man snabbt kan bygga upp närvaro på en ny marknad samt utöka utbudet av ämnen.

Albert säljer sin produkt som en SaaS-lösning till föräldrar med barn i grundskolan. Bolaget har i dagsläget en ARR (Annual Recurring Revenue) om 81 mkr. Att sälja sina tjänster som en prenumeration minskar volatiliteten i intäkterna samt möjliggör en stabil långsiktig tillväxt. Bolaget har som målsättning att nå en omsättning om 500 mkr 2025 och lyckas bolaget med detta ser vi en stor potential i aktien.

I Europa finns i dagsläget endast 15 EdTech-bolag med en värdering över USD 100m, Albert ligger strax under. Vi bedömer således att bolaget har god möjlighet att vara en av de aktörer som konsoliderar den europeiska marknaden.

### Värdering

Vi har valt att använda oss av en multipelvärdering på våra estimat 2025 för att värdera Albert. Denna värdering har sedan diskonterats till ett nuvärde med en diskonteringsränta om 18% som en proxy för IRR. Då Albert har en relativt hög churn rate anser vi att bolaget ska värderas på en rabatt om ca 40% relativt de nordiska mjukvarubolagen vi har i vårt peer set. Detta resulterar sammantaget i ett motiverat värde om 60–63 kr. Rabatten uppgår nu till ca 70%. Ser vi inte någon multipelexpansion i Albert så indikerar nuvarande kurs en IRR om 14% under perioden 2022-2025 om våra estimat nås.

## Kvartalet i detalj

Nettoomsättningen uppgick till 24,6 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 122% varav 86% är organiskt och resterande del är förvärrad. ARR vid kvartalets utgång uppgick till 115,8 mkr motsvarar en tillväxt om 142% varav 69% är organisk, resterande del är förvärrad.

B2C-försäljningen i Sverige uppgick till 12,9 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 63% varav lejonparten är organisk.

B2C-försäljningen på övriga marknader uppgick till 8,7 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 176%.

B2B-försäljningen i UK dvs Sumdogs uppgick till 2,5 mkr. Övriga B2B intäkter uppgick till 0,4 mkr. B2B-försäljningen är till större delen förvärrad och härrör ifrån Sumdog och Jaramba.

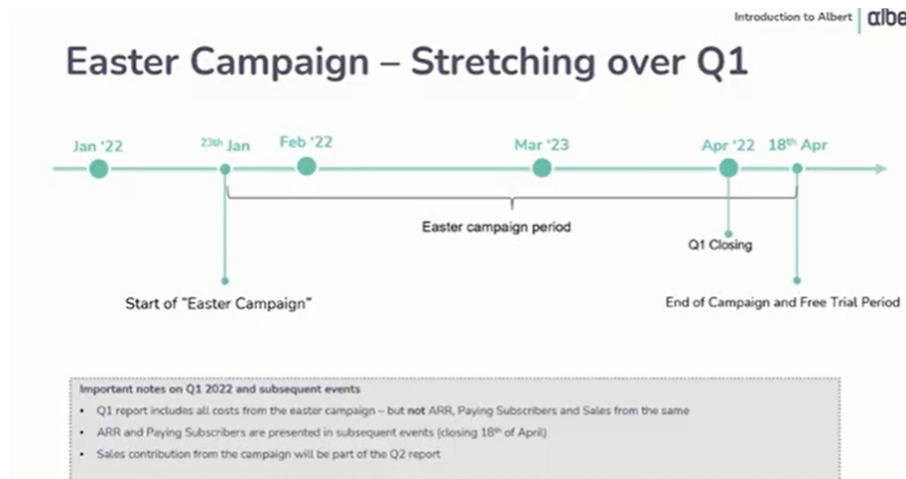
EBITDA -20,9 mkr vs våra estimat om -16 mkr. Den främsta orsaken till avvikelsen är bolagets påskkampanj. Påskkampanjen har varit den största i bolagets historia och samtliga marknadsföringskostnader togs under Q1. När kampanjen slutade uppgick ARR till 130,7 mkr vilket är en bra bit mot vårt mål om att bolagets ARR i slutet av Q2 ska uppgå till 143 mkr. Illustrationen nedan visar hur kampanjkostnaderna togs under Q1 och resulterade i en ARR om 130,7 mkr.

### Produktspecifika nyckeltal

I samband med förvärvet av Sumdog har bolaget delat upp nyckeltalen ARR och ARPU på segmentsnivå.

ARR för B2C verksamheten uppgick efter påskkampanjen till 102,6 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 115% y/y och ca 32% sedan Q4'21. Antalet prenumeranter efter påskkampanjen uppgick till ca 91 000 vilket motsvarar en tillväxt om ca 110% y/y och 17% q/q.

ARR för B2B uppgick till 28,1 mkr. Totala antalet prenumeranter uppgick till ca 693 000. Då produkten säljs direkt till skolor och hela klasser är ARPU lägre och uppgick till 3,4 kr. Churn är i detta segment är betydligt lägre då produkten säljs på årsabonnemang.



Källa: Albert

## Nyheter under kvartalet

---

Under kvartalet har Albert lanserat sin plattform för barn i åldern 10-16 på den brittiska marknaden under namnet Albert Teen. Produkten omfattar ämnena matematik, fysik och biologi och kommer att rullas ut på övriga marknader i takt med att innehållet anpassas till andra marknader.

En annan produktlansering som skett under kvartalet är att Albert English har lanserats. Produkten riktar sig emot marknader med engelska som andra språk. Vi bedömer att lanseringen har varit lyckad. Bolaget har även genomfört studier på flertalet nya geografiska marknader. Vi bedömer således att nya marknader är att vänta under innevarande år.

## Estimatförändringar

---

Baserat på utfallet i påskkampanjen och den konsoliderade kostnadsbasen efter Sumdogs och Jaramba förvärvet gör vi marginella estimatförändringar. Vi bedömer att lönsamheten kan komma att fluktuera över kommande kvartal givet avkastningen bolaget ser i sina marknadsföringskampanjer. Årets påskkampanj var den största som bolaget genomfört och marknadsföring stod för ca 65% av övriga externa kostnader.

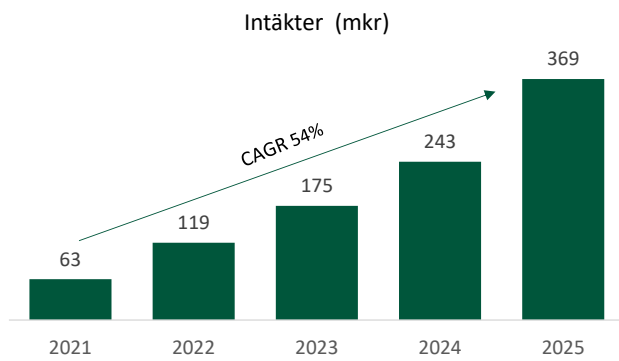
### Estimatförändringar

---

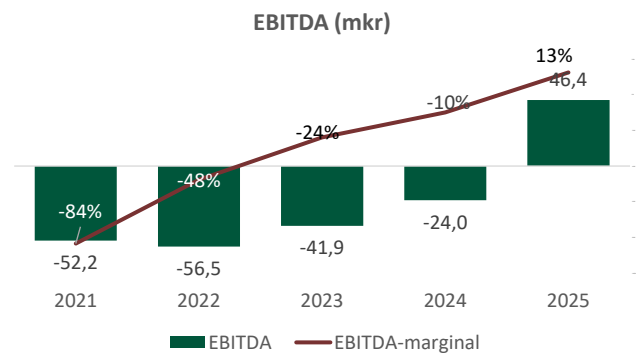
	2021	2022	2023	2024	205
Δ Sales	0%	0,5%	5,7%	2,0%	2,3%
Δ EBITDA	0%	-2%	5%	41%	-6%
Δ EBIT	0%	18%	23%	50%	-21%
Δ EPS	-4%	13%	19%	45%	-23%
Sales	0,0	0,6	9,4	4,7	8,4
EBITDA	0,0	1,2	-2,1	-7,0	-3,1
EBIT	0,0	-12,2	-11,9	-13,9	-8,0

Källa: EPB

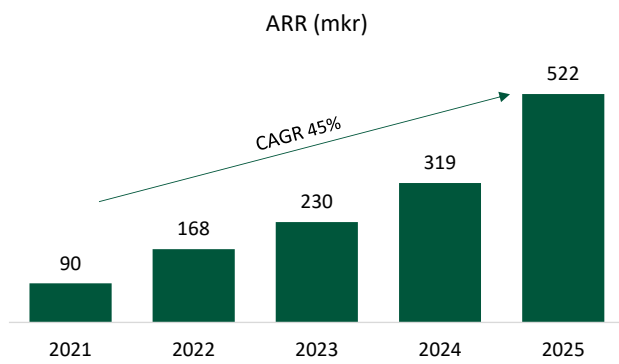
## Albert i grafer



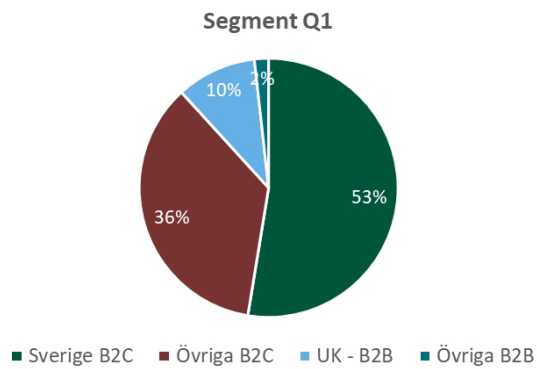
Källa: EPB



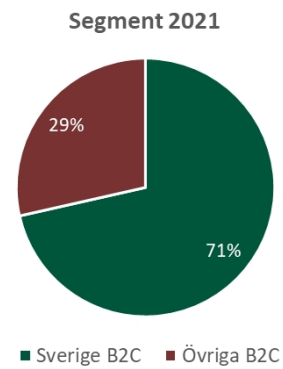
Källa: EPB



Källa: EPB



Källa: Albert



Källa: Albert

# Värdering

## 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
Admicom	3 136	2 949	10,91x	9,0x	7,82x	23,3x	19,4x	16,4x	26,3x	20,7x	18,1x	35,5x	26,7x	23,6x
Fortnox	22 561	22 677	24,33x	18,1x	13,86x	58,2x	41,5x	30,4x	74,5x	52,6x	36,4x	93,4x	68,5x	48,1x
Vitec Software Group	13 479	13 206	8,40x	7,3x	6,51x	22,7x	19,4x	16,7x	44,3x	38,0x	31,8x	64,2x	39,7x	34,2x
SimCorp A/S	30 090	29 222	5,44x	4,9x	4,59x	18,3x	18,0x	16,2x	20,5x	19,7x	17,6x	24,7x	25,8x	22,9x
Sinch	57 260	67 922	4,20x	2,5x	2,17x	64,4x	19,6x	15,4x	174,6x	34,6x	25,5x	59,0x	42,1x	28,6x
Lime Technologies	3 185	3 384	8,38x	7,1x	6,09x	28,2x	22,2x	18,9x	44,5x	35,8x	28,5x	56,4x	35,6x	28,7x
Kahoot	12 811	11 033	33,60x	6,6x	4,85x	-	23,9x	13,6x	-	30,8x	16,7x	-	56,4x	26,3x
Twilio	248 050	211 179	7,33x	5,4x	4,20x	-	91,1x	51,3x	-	(371,7x)	287,7x	(25,2x)	-	653,1x
Adobe	2 027 945	2 017 736	12,81x	11,3x	9,81x	30,2x	23,0x	20,1x	34,7x	25,3x	21,7x	43,1x	31,5x	26,7x
HubSpot	196 540	192 149	14,79x	11,1x	8,75x	-	88,7x	63,9x	-	123,2x	87,5x	(249,5x)	174,2x	123,4x
salesforce.com	1 884 940	1 859 678	7,05x	5,8x	4,93x	47,7x	19,1x	16,3x	334,8x	29,2x	23,3x	128,0x	41,4x	33,4x
Dropbox	76 727	82 618	3,87x	3,6x	3,33x	16,7x	10,1x	9,2x	24,9x	12,4x	11,1x	24,4x	12,7x	11,2x
Upsales Technology	881	815	8,75x	6,6x	5,10x	41,1x	30,2x	18,6x	64,7x	40,7x	24,2x	90,7x	57,0x	33,8x
Pexip Holding	3 969	3 254	3,57x	2,8x	2,10x	-	(17,1x)	214,2x	-	(10,2x)	(29,5x)	(22,6x)	-	-
Albert	509	255	4,10x	2,2x	1,50x	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Mean			12,47x	7,24x	5,93x	35,10x	28,86x	35,65x	84,38x	7,46x	41,15x	24,8x	51,4x	80,0x
Median			10,96x	6,95x	5,71x	35,10x	29,22x	37,22x	84,38x	5,79x	42,90x	24,8x	51,0x	84,1x
Albert vs Peers			-63%	-68%	-74%	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm

Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kahoot	-	91,7%	90,7%	-	27,6%	35,6%	-	21,4%	29,0%	-	13,8%	21,2%
Admicom	52,2%	95,0%	95,2%	47,7%	46,2%	47,6%	41,7%	43,2%	43,2%	32,4%	32,3%	33,4%
Fortnox	32,7%	91,6%	91,9%	41,8%	43,7%	45,6%	32,7%	34,5%	38,0%	25,9%	26,5%	28,8%
Vitec Software Group	18,7%	94,9%	88,4%	36,9%	37,4%	39,0%	18,7%	19,1%	20,5%	13,2%	13,6%	15,0%
SimCorp A/S	60,3%	59,6%	60,8%	29,6%	27,5%	28,4%	26,5%	25,1%	26,1%	22,2%	19,0%	19,8%
Sinch	3,4%	32,9%	32,6%	7,5%	12,8%	14,1%	3,4%	7,2%	8,5%	5,4%	4,2%	5,6%
Lime Technologies	22,0%	-	-	30,0%	31,8%	32,2%	18,9%	19,7%	21,4%	14,0%	14,5%	16,2%
Twilio	45,4%	52,8%	53,6%	-21,0%	6,0%	8,2%	-31,8%	-1,5%	1,5%	-33,4%	-2,3%	0,8%
Adobe	87,1%	89,4%	89,1%	41,9%	49,2%	48,8%	36,8%	44,7%	45,2%	30,5%	36,6%	37,1%
HubSpot	80,1%	81,5%	82,1%	-0,7%	12,6%	13,7%	-4,2%	9,0%	10,0%	-6,0%	7,1%	8,0%
salesforce.com	67,0%	78,3%	78,5%	18,3%	30,5%	30,3%	2,1%	20,0%	21,1%	5,5%	14,9%	16,1%
Dropbox	79,4%	81,0%	81,1%	21,2%	35,5%	36,3%	14,2%	29,0%	29,9%	15,6%	25,8%	26,1%
Upsales Technology	13,5%	-	-	21,3%	21,9%	27,3%	13,5%	16,2%	21,1%	10,4%	12,8%	16,7%
Pexip Holding	-24,8%	90,8%	88,6%	-15,4%	-16,3%	1,0%	-24,6%	-27,3%	-7,1%	-19,5%	-20,5%	-7,3%
Mean	41,3%	78,3%	77,7%	19,9%	26,2%	29,1%	11,4%	18,6%	22,0%	8,9%	14,2%	17,0%
Median	45,4%	85,4%	85,3%	21,3%	29,1%	31,2%	14,2%	19,9%	21,3%	13,2%	14,1%	16,4%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kahoot	-	81,8%	36,0%	0,0%	200,0%	75,4%	0,0%	3529,5%	84,2%	0,0%	579,1%	108,8%
Admicom	13,4%	21,7%	14,5%	19,0%	17,6%	17,9%	19,8%	13,9%	14,5%	20,2%	21,0%	18,4%
Fortnox	34,3%	34,3%	30,7%	38,6%	36,6%	36,6%	19,7%	35,7%	44,2%	17,4%	37,7%	41,7%
Vitec Software Group	19,3%	15,9%	11,4%	48,3%	18,4%	16,3%	31,8%	16,8%	19,6%	28,8%	19,6%	22,9%
SimCorp A/S	8,6%	10,2%	7,3%	5,2%	1,6%	11,2%	6,4%	3,5%	11,8%	24,3%	-5,3%	11,5%
Sinch	101,6%	67,8%	15,4%	14,4%	171,3%	27,3%	-41,0%	202,6%	35,7%	97,8%	28,3%	55,6%
Lime Technologies	19,2%	18,8%	15,8%	0,3%	14,6%	17,5%	-6,5%	27,0%	25,7%	-6,4%	23,4%	29,0%
Twilio	61,3%	35,0%	29,3%	109,6%	-12,4%	77,8%	91,2%	nm	nm	93,5%	nm	nm
Adobe	22,8%	13,4%	15,3%	20,7%	9,5%	14,3%	22,0%	10,2%	16,6%	-13,4%	9,0%	17,1%
HubSpot	47,3%	32,7%	27,4%	-62,1%	33,4%	38,8%	3,5%	32,8%	40,9%	-8,5%	33,4%	43,0%
salesforce.com	24,7%	21,0%	18,1%	-11,8%	18,5%	17,3%	20,4%	29,5%	24,9%	-64,5%	2,2%	27,9%
Dropbox	12,7%	7,8%	7,8%	63,4%	3,5%	10,0%	153,2%	4,3%	11,0%	-231,0%	-1,4%	8,9%
Upsales Technology	23,8%	32,4%	29,6%	7,9%	36,4%	61,9%	35,5%	58,7%	68,5%	46,4%	62,9%	69,0%
Pexip Holding	18,7%	28,7%	32,1%	-220,4%	nm	nm	nm	-454,1%	nm	nm	nm	nm
Albert	162,0%	89,0%	40,0%	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Mean	40,7%	34,0%	22,1%	2,4%	42,2%	32,5%	-7,0%	330,4%	33,1%	5,8%	67,5%	37,8%
Median	22,8%	25,2%	17,0%	11,2%	18,4%	17,9%	19,7%	28,2%	25,3%	18,8%	22,2%	28,4%

Källa: Factset

## Känslighetstabell

	X-axel WACC, Y-axel EV/ARR 2025				
	14%	16%	18%	20%	22%
4,25	60,1	57,1	54,2	51,5	49,0
4,5	63,6	60,4	57,4	54,6	51,9
4,75	67,2	63,8	60,6	57,6	54,8
5	70,7	67,1	63,8	60,6	57,7
5,25	74,3	70,5	67,0	63,7	60,6
5,5	77,8	73,8	70,1	66,7	63,5
5,75	81,3	77,2	73,3	69,7	66,4

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>23,9</b>	<b>62,6</b>	<b>118,6</b>	<b>175,1</b>	<b>242,6</b>	<b>369,4</b>
Aktiverat arbete	5,5	7,7	9,6	8,0	10,0	10,0
Övriga Rörelseintäkter	0,2	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>29,6</b>	<b>70,3</b>	<b>129,9</b>	<b>183,1</b>	<b>252,6</b>	<b>379,4</b>
Övriga externa kostnader	-38,8	-103,7	-155,1	-190,6	-240,1	-293,1
Personalkostnader	-11,7	-18,9	-31,3	-34,4	-36,5	-39,9
<b>EBITDA</b>	<b>-20,9</b>	<b>-52,4</b>	<b>-56,5</b>	<b>-41,9</b>	<b>-24,0</b>	<b>46,4</b>
Avskrivningar	-5,4	-4,8	-23,8	-21,4	-17,7	-15,4
<b>EBIT</b>	<b>-26,2</b>	<b>-57,2</b>	<b>-80,3</b>	<b>-63,3</b>	<b>-41,7</b>	<b>30,9</b>
Finansnetto	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-26,4</b>	<b>-57,3</b>	<b>-80,4</b>	<b>-63,3</b>	<b>-41,7</b>	<b>30,9</b>
Skatter	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoreultat (rapporterat)</b>	<b>-26,4</b>	<b>-57,3</b>	<b>-79,8</b>	<b>-63,3</b>	<b>-41,7</b>	<b>30,9</b>
<b>Nettoreultat (justerat)</b>	<b>-26,4</b>	<b>-57,3</b>	<b>-79,8</b>	<b>-63,3</b>	<b>-41,7</b>	<b>30,9</b>

Källa: EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Balanserade utgifter för utvecklingsarbeten och liknande arbeten	4,9	8,7	33,1	19,7	12,0	6,5
Koncessioner, patent, licenser, varumärken samtliknande rättigheter	0,2	12,5	97,4	97,4	97,4	97,4
Övriga anläggningstillgångar	0,5	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>5,5</b>	<b>21,6</b>	<b>131,1</b>	<b>117,7</b>	<b>110,0</b>	<b>104,5</b>
Kundfordringar	0,0	5,4	12,4	17,2	23,9	38,7
Övriga fordringar	2,4	0,9	2,8	3,9	5,5	8,8
Förutbetalda kostnader och intäkter	0,4	0,4	3,1	3,1	3,1	3,1
Likvida medel	68,5	251,5	110,9	59,2	22,8	53,6
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>71,3</b>	<b>258,2</b>	<b>129,3</b>	<b>83,5</b>	<b>55,3</b>	<b>104,3</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>76,8</b>	<b>279,8</b>	<b>260,3</b>	<b>201,2</b>	<b>165,2</b>	<b>208,8</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	70,1	267,2	187,0	123,6	82,0	112,9
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>70,1</b>	<b>267,2</b>	<b>187,0</b>	<b>123,6</b>	<b>82,0</b>	<b>112,9</b>
Långfristiga finansiella skulder	0,8	0,0	24,1	24,1	24,1	24,1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>24,1</b>	<b>24,1</b>	<b>24,1</b>	<b>24,1</b>
Leverantörsskulder	0,4	2,2	7,1	9,8	13,7	22,1
Aktuell skatteskuld	0,1	2,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Övriga skulder	2,8	1,8	3,5	4,9	6,8	11,1
Upplupna kostnader	2,5	5,9	19,9	19,9	19,9	19,9
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>5,8</b>	<b>12,7</b>	<b>49,2</b>	<b>53,4</b>	<b>59,1</b>	<b>71,8</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>76,8</b>	<b>279,8</b>	<b>260,3</b>	<b>201,1</b>	<b>165,2</b>	<b>208,8</b>

Källa: EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoresultat (rapporterat)	-26,4	-57,3	-79,8	-63,3	-41,7	30,9
Icke kassaflödespåverkande poster	5,5	14,0	21,0	19,6	15,2	9,9
Förändringar i rörelsekapital	9,0	8,2	-2,3	-1,8	-2,5	-5,5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-11,9</b>	<b>-51,5</b>	<b>-56,5</b>	<b>-41,9</b>	<b>-24,0</b>	<b>46,4</b>
Investeringar	-5,7	-13,2	-9,6	-8,0	-10,0	-10,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-17,6</b>	<b>-64,7</b>	<b>-66,1</b>	<b>-49,9</b>	<b>-34,0</b>	<b>36,4</b>
Finansieringsverksamheten	65,4	247,7	-70,9	-1,8	-2,5	-5,5
<b>Kassaflöde</b>	<b>47,8</b>	<b>191,1</b>	<b>-137,0</b>	<b>-51,7</b>	<b>-36,4</b>	<b>30,9</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-67,7</b>	<b>-251,5</b>	<b>-86,8</b>	<b>-35,1</b>	<b>1,3</b>	<b>-29,5</b>

Källa: EPB

## Nyckeltal

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS, rapporterad	-1,55	-3,37	-4,53	-3,59	-2,36	1,75
EPS Justerad	0,40	-3,37	-4,53	-3,59	-2,36	1,75
FCF/aktie	0,1	-3,81	-3,75	-2,83	-1,93	2,06
Utdelning/aktie	1,40	0,06	0,16	0,20	0,29	0,00
EK/Aktie	1,9	2,1	2,3	2,6	2,6	2,6
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	17,0	17,0	17,6	17,6	17,6	17,6

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	-27,36	-12,60	-9,39	-11,84	-17,98	24,22
P/EK	10,30	2,70	4,01	6,06	9,14	6,64
P/FCF	604,83	-11,16	-11,33	-15,02	-22,06	20,60
Direktavkastning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Utdelningsandel, justerad	-0,90	-0,02	-0,03	-0,06	-0,12	0,00
EV/Sales	27,39	7,53	5,59	4,08	3,09	1,95
EV/EBITDA	-31,3	-9,0	-11,7	-17,0	-31,3	15,5
EV/EBIT	-25,0	-8,2	-8,3	-11,3	-18,0	23,3
EV, årets slut	654,8	471,0	662,5	714,2	750,6	719,7

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättningstillväxt		162%	90%	48%	39%	52%
EBIT, tillväxt		118%	40%	-21%	-34%	-174%
EPS just, tillväxt		117%	34%	-21%	-34%	-174%
EBITDA-marginal	-87%	-84%	-48%	-24%	-10%	13%
EBIT-marginal	-110%	-91%	-68%	-36%	-17%	8%

	2020	2021	2022E	2023E	2023E	2023E
ROE		-34%	-35%	-41%	-41%	32%
ROCE		-17%	-20%	-19%	-16%	11%

Källa: EPB



## Kvartalsvis data

### Resultaträkning

	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122
Nettoomsättning	0,0	2,8	9,5	8,5	11,1	15,4	17,5	18,5	24,6
Aktiveringar	0,0	1,4	1,4	0,0	1,7	1,8	1,2	3,0	3,6
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	1,6
Direkta kostnader	0,0	-0,6	-0,4	0,0	0,0	-2,0	-1,4	0,0	0,0
<b>Bruttovinst</b>	<b>0,0</b>	<b>3,7</b>	<b>10,6</b>	<b>8,5</b>	<b>12,8</b>	<b>15,2</b>	<b>17,3</b>	<b>21,6</b>	<b>29,9</b>
Övriga externa kostnader	0,0	-10,9	-8,9	0,0	-16,7	-22,8	-30,1	-30,6	-43,0
Personalkostnader	0,0	-3,1	-3,4	0,0	-2,7	-6,3	-3,9	-6,0	-7,8
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>0,0</b>	<b>-10,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>8,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-13,9</b>	<b>-16,7</b>	<b>-15,0</b>	<b>-20,9</b>
Avskrivningar	0,0	-1,3	-1,8	0,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,5	-4,2
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>0,0</b>	<b>-11,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>8,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>-15,0</b>	<b>-17,9</b>	<b>-16,5</b>	<b>-25,1</b>
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,1	-0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>0,0</b>	<b>-11,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>8,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>-15,1</b>	<b>-18,8</b>	<b>-16,6</b>	<b>-25,2</b>
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>0,0</b>	<b>-11,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>8,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>-15,1</b>	<b>-18,8</b>	<b>-16,6</b>	<b>-24,6</b>

### Tillväxt och marginaler

	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122
Omsättningstillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	450%	84%	118%	122%
EBIT, tillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf
EBITDA-marginal	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf
EBIT-marginal	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf

Källa: 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](http://www.penser.se)