



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Betting | Sverige | 12 Maj 2022

Raketech Group

Lanserar potentiell diamant

Q1 i linje med våra estimat

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 12,7m vilket motsvarar en tillväxt om 53,3% varav den organiska tillväxten uppgick till 6,8%. Siffran var marginellt över vårt estimat om EUR 12,6m. EBITDA uppgick till EUR 5,1m vilket motsvarar en marginal om 40%. Siffran var något under vårt estimat om EUR 5,3m. De förvärvade bolagen QM media och Infinileads visar tillväxt om 35-85% från Indien, USA och Sydeuropa.

Bibehåller våra estimat givet guidance

Bolaget uppdaterar sin 2022 guidance och bedömer att man kommer att avsluta året i övre delen av spannet EUR 50-55m. EBITDA-marginalen kommer att sluta i det nedre spannet av 40-44%. Då våra helårsestimat ligger i detta spann gör vi inga justeringar på innevarande år. Baserat på något högre finansiella kostnader och avskrivningar sänker vi EPS med ca 8%. Kommande år gör vi endast marginella justeringar.

Fortsatt stor potential i aktien

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 31-33 kr. I våra estimat har vi inga intäkter från den nylanserade B2B-mjukvaran Affiliation Cloud som bolaget bedömer kunna omsätta EUR 10m på 2-3 års sikt. Vidare har vi inte inkluderat den i vårt motiverade värde. Skulle dessa mål nås bedömer vi att mjukvaran kan vara värd EUR 2,5-3,5m på stand-alone basis.

Estimatändring (EUR)				Prognos (EUR)				Värde och risk	
Nu	Förr				21	22e	23e	24e	Motiverat värde
EPS, justerad 22e	0.3	0.3	0.0%	Omsättning, mkr	39	53	57	62	31.0 - 33.0
EPS, justerad 23e	0.4	0.4	0.0%	Tillväxt	31%	37%	9%	8%	
EPS, justerad 24e	0.4	0.4	0.0%	EBITDA, mkr	16.2	22.2	26	28	
				EBIT, mkr	9	15	18	21	
				EPS, justerad	0.2	0.3	0.4	0.4	
				EPS tillväxt	29%	66%	30%	14%	
				EK/aktie	2.0	2.3	2.6	3.1	
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0	
				EBIT-marginal	24.3%	28.4%	32.2%	33.7%	
				ROE (%)	10.1%	14.0%	15.8%	15.6%	
				ROCE	7.6%	8.0%	10.0%	11.3%	
				EV/Sales	3.0x	2.2x	2.0x	1.9x	
				EV/EBITDA	7.2x	5.3x	4.6x	4.2x	
				EV/EBIT	12.5x	7.8x	6.3x	5.6x	
				P/E, justerad	10.7x	6.4x	4.9x	4.3x	
				P/EK	0.9x	0.8x	0.7x	0.6x	
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
				FCF yield	(14.4)%	8.3%	8.9%	12.0%	
				Nettosk./EBITDA	2.7g	1.6g	1.0g	0.5g	

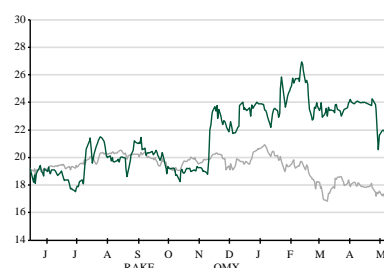
Kommande händelser

Delårsrapport Q2'22 2022-08-17

Bolagsfakta (EURm)

Antal aktier 43m
 Börsvärde 77
 Nettoskuld 40
 EV 117
 Daglig handelsvolym, snitt 44(k)
 Reuters/Bloomberg RAKE.ST/RAKE.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Lanserar potentiell diamant

Investment Case

Raketech är ett bolag inom prestationsbaserad marknadsföring (affiliation) inriktat på iGaming. iGaming är ett av de snabbast växande formerna av digital underhållning och där covid-19-pandemin har accelererat tillväxten. Affiliatebolagen är den undersektion av iGaming med lägst värdering trots en hög cash conversion. Vi anser att den låga värderingen beror på att bolaget historiskt har underpresterat i relation till aktiemarknadens förväntningar p.g.a. ogynnsamma förvärv och suboptimal kapitalstruktur. Vi bedömer att Raketech nu har genomgått ett städarbete och står redo att möta en hög strukturell tillväxt. Vi ser därför ett motiverat värde om 31–33 kr.

Bolagsprofil

Raketech är ett affiliatebolag. Affiliation innebär att bolaget driver hemsidor som förser kunderna, i detta fall speloperatörer likt Kindred och Betsson, med slutkunder. Bolaget får betalt genom en engångssumma per deponerande kund eller genom att ta en del av spelöverskottet på den kund man slussar till operatören. Marknadsföringsformen affiliation är framförallt vanlig på marknader med hög tillväxt då det ofta är den första kanalen som öppnas upp. Därtill är den flexibel på tillväxtmarknader där reglering saknas. Den främsta tillväxtmarknaden för svenska bolag är i dagsläget USA där Raketech genom förvärv är närvarande. Andra viktiga tillväxtmarknader är Japan och Sydamerika.

Globalt sker endast strax under 10% av all "gambling" online, resten sker på fysiska casinon eller via spelbutiker. Tillväxten för iGaming-sektorn drivs därför av två faktorer, dels ökat spelande när ekonomin växer, dels att det spelas online istället för offline. Affiliation är den främsta formen av marknadsföring på oreglerade marknader där denna konvertering är som störst.

Affiliatebolagen i allmänhet och Raketech i synnerhet tillhör de lägst värderade i spelbolagens värdekedja. När sektorn under 2019 började se regulatoriska motgångar ledde detta till att affiliatebolagen föll kraftigt. Värderingen är delvis ett resultat av att flera aktörer under en tid hade kraftig omsättningstillväxt, men låg vinsttillväxt, då utspädning tagit ut sin rätt. Vi bedömer att Raketech nu har städad upp i verksamheten och kommer kunna dra nytta av den höga strukturella tillväxten från bl.a. den amerikanska marknaden.

Värdering

Vi har valt att värdera Raketech genom en relativvärdering och en DCF och ser ett motiverat värde om 31–33 kr. Vi ser följande drivkrafter som centrala för att aktien ska nå denna kurs:

- Fortsatt hög tillväxt i USA eller på andra reglerade marknader: Vi bedömer att marknaden värderar reglerade intäkter med en premie jämfört med intäkter från oreglerade marknader.
- Förvärvsagenda: Bolaget är tydliga med att om man ska nå sitt mål om en tillväxt på 30%, bör ca 20% tillväxt förvärvas varje år. Vi ser förvärv på rätt marknader och med kontanter, snarare än aktier, som en tydlig kurstrigger.
- Då Affiliate Cloud fortfarande befinner sig i betastadie har vi inte inkluderat det i vår värdering. Skulle satsningen nå sina mål om en omsättning på EUR 10m ser vi ett värde om EUR 30-40m utöver vårt fundamentala värde i Raketech.

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Tobias Persson Rosenqvist	9,8%
QM Media AB	9,4%
Martin Larsson (Chalex AB)	8,5%
Övriga	65,2%
Ordförande	Ulrik Bengtsson
CEO	Oskar Mühlbach
CFO	Måns Svalborn
IR	Andreas Kovacs
Hemsida	www.Raketechn.com

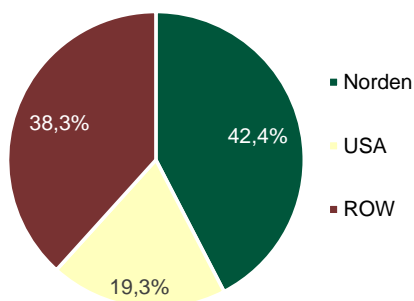
Källa: Holdings

Estimatförändringar

	2022	2023	2024
Omsättning	1%	1%	1%
EBITDA	0%	5%	1%
EPS	-8,3%	3%	-3%
Δ omsättning	0,7	0,8	0,8
Δ EBITDA	0,0	1,3	0,3

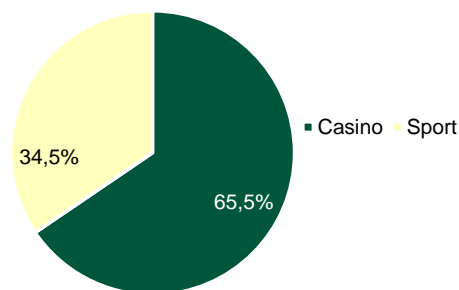
Källa: EPB

Geografisk fördelning av intäkter Q1'22



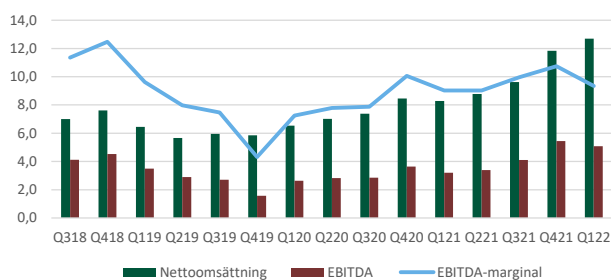
Källa: Raketechn

Operativa segment Q1'22



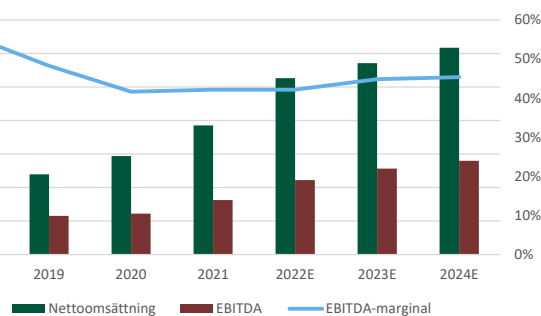
Källa: Raketechn

Försäljning och EBITDA q/q (EURm)



Källa: Raketechn

Försäljning och EBITDA y/y- (EURm)

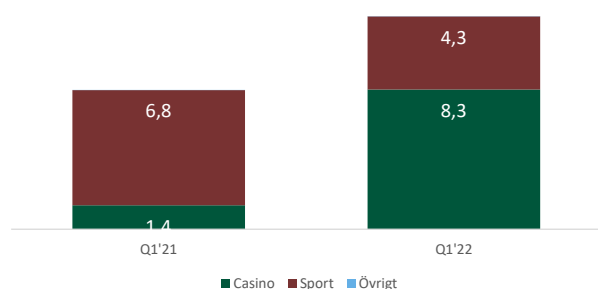


Källa: Raketechn EPB

Kvartalet i detalj

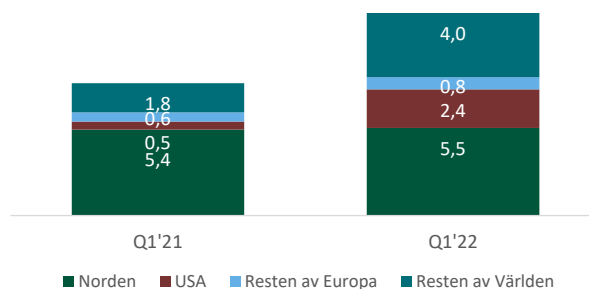
Omsättningen i Q1 uppgick till EUR 12,7m vilket motsvarar en tillväxt om 53,3% varav den organiska tillväxten uppgick till 6,8%. Drivande i den starka tillväxten är framförallt den amerikanska marknaden som växer med ca 380% y/y. Övriga marknader växer med ca 128% y/y. Den nordiska marknaden har tyngs av regulatoriska åtgärder på den finska marknaden samt ett mindre inkomsttapp på den svenska affiliate sidan Casinofeber. De förvärvade bolagen ökar andelen intäkter från sportspel. Sportspel utgör nu ca 34% av omsättningen. En intressant utveckling är att betting tips och prenumerationer nu står för ca 17% av omsättningen.

Operativa segment Q1'21 vs Q1'22



Källa: Raketech

Geografiska segment Q1'21 vs Q1'22



Källa: Raketech

EBITDA uppgick till EUR 5,1m vilket motsvarar en marginal om 40,1%. Vårt estimat låg marginellt under denna siffra. Den huvudsakliga orsaken till avvikelsen ligger i de kostnader bolaget tagit för expansionen i USA.

Lansering av Affiliation Cloud

I samband med kvartalsrapporten lanserade Raketechn mjukvaran Affiliation Cloud. Mjukvaran är ett verktyg för affiliates och operatörer att bättre få kontroll över sina investeringar i affiliate marknadsföring. Verktöget agerar även stöd för reglefterlevnad på reglerade marknader. Bolaget bedömer att mjukvaran kan bidra med intäkter om minst EUR 10m två år efter lansering med en rörelsemarginal om 10-15%. Då produkten precis har beta testats har vi inte inkluderat den i våra estimat eller värdering.

Affiliation Cloud

Affiliation Cloud

– A UNIQUE ONE-STOP-SHOP FOR OPERATORS AND AFFILIATES

SBC AWARDS 2021
Affiliate Product Innovation of the Year 2021

Minimize admin

- ✓ Standardized tracking
- ✓ Performance dashboards and analytics
- ✓ Aut. Performance and compliance alerts
- ✓ Aut. Group invoicing
- ✓ Aut. Integrations and widget library

Accelerate growth

- ✓ Best in class sales and campaign management
- ✓ 360 commercial offering – media, performance marketing, top lists and more
- ✓ Increased reach
- ✓ Instant access to more markets and marketing sources

Maximize performance

- ✓ User-friendly dashboards
- ✓ RT Index. Strong and weak points KPIs
- ✓ Industry benchmarking

Källa: Raketechn

Estimatförändringar

Baserat på given guidance gör vi endast marginella estimatförändringar.

	2022	2023	2024
Omsättning	1%	1%	1%
EBITDA	0%	5%	1%
EPS	-8,3%	3%	-3%
Δ omsättning	0,7	0,8	0,8
Δ EBITDA	0,0	1,3	0,3

Källa: EPB

DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis																																					
Sum of PV of FCF (explicit period)		Risk free nominal rate		<div>Long-term growth rate</div> <table> <tr> <th></th><th>10%</th><th>15%</th><th>20%</th><th>25%</th><th>30%</th></tr> <tr> <td>10.5%</td><td>27.5</td><td>28.1</td><td>31.0</td><td>33.0</td><td>35.4</td></tr> <tr> <td>11.0%</td><td>25.1</td><td>26.6</td><td>28.2</td><td>30.0</td><td>32.0</td></tr> <tr> <td>11.5%</td><td>23.0</td><td>24.3</td><td>25.7</td><td>27.3</td><td>29.0</td></tr> <tr> <td>12.0%</td><td>21.1</td><td>22.2</td><td>23.5</td><td>24.8</td><td>26.4</td></tr> <tr> <td>12.5%</td><td>19.3</td><td>20.4</td><td>21.5</td><td>22.7</td><td>24.0</td></tr> </table>			10%	15%	20%	25%	30%	10.5%	27.5	28.1	31.0	33.0	35.4	11.0%	25.1	26.6	28.2	30.0	32.0	11.5%	23.0	24.3	25.7	27.3	29.0	12.0%	21.1	22.2	23.5	24.8	26.4	12.5%	19.3	20.4	21.5	22.7	24.0
	10%	15%	20%	25%	30%																																				
10.5%	27.5	28.1	31.0	33.0	35.4																																				
11.0%	25.1	26.6	28.2	30.0	32.0																																				
11.5%	23.0	24.3	25.7	27.3	29.0																																				
12.0%	21.1	22.2	23.5	24.8	26.4																																				
12.5%	19.3	20.4	21.5	22.7	24.0																																				
PV of terminal value (perpetuity formula)		Risk premium																																							
Enterprise value		Extra risk premium																																							
Latest net debt		Beta																																							
Minority interests & other		Cost of equity																																							
Equity value		Cost of debt (pre-tax)		<div>Long-term EBIT margin</div> <table> <tr> <th></th><th>20.0%</th><th>22.5%</th><th>25.0%</th><th>27.5%</th><th>30.0%</th></tr> <tr> <td>10.5%</td><td>24.1</td><td>27.5</td><td>31.0</td><td>34.4</td><td>37.9</td></tr> <tr> <td>11.0%</td><td>21.9</td><td>25.0</td><td>28.2</td><td>31.3</td><td>34.5</td></tr> <tr> <td>11.5%</td><td>19.9</td><td>22.8</td><td>25.7</td><td>28.6</td><td>31.5</td></tr> <tr> <td>12.0%</td><td>18.1</td><td>20.8</td><td>23.5</td><td>26.2</td><td>28.9</td></tr> <tr> <td>12.5%</td><td>16.5</td><td>19.0</td><td>21.5</td><td>24.0</td><td>26.5</td></tr> </table>			20.0%	22.5%	25.0%	27.5%	30.0%	10.5%	24.1	27.5	31.0	34.4	37.9	11.0%	21.9	25.0	28.2	31.3	34.5	11.5%	19.9	22.8	25.7	28.6	31.5	12.0%	18.1	20.8	23.5	26.2	28.9	12.5%	16.5	19.0	21.5	24.0	26.5
	20.0%	22.5%	25.0%	27.5%	30.0%																																				
10.5%	24.1	27.5	31.0	34.4	37.9																																				
11.0%	21.9	25.0	28.2	31.3	34.5																																				
11.5%	19.9	22.8	25.7	28.6	31.5																																				
12.0%	18.1	20.8	23.5	26.2	28.9																																				
12.5%	16.5	19.0	21.5	24.0	26.5																																				
No. of shares outstanding (millions)		Tax rate																																							
Equity value per share (SEK)		Target debt/(debt + equity)																																							
		WACC																																							
Implicit multipl.		Terminal value assumptions																																							
2021	2022	2023																																							
EV/Sales	4.6	3.4	3.1																																						
EV/EBITDA	10.9	8.0	6.9																																						
EV/EBIT	18.8	11.9	9.6																																						
EV/NOPLAT	18.9	12.3	9.9																																						
P/E																																									
ROIC/WACC																																									
Current Share price	1.83																																								

DCF (SEKm)	2022-05-12	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
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Sales	24	23	33	53	57	62	66	71	75	79	83	87	90	93	95	97	
EBITDA	12	12	16	22	26	28	28	28	29	29	29	29	29	28	27	26	
- Depreciation	-5	-5	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-6	-6	-5	-4	-4	-3	-2	
= EBIT	7	7	9	15	19	19	20	21	22	23	24	24	24	24	24	24	
- Tax on EBIT	0	0	0	0	-1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
= NOPLAT	7	7	9	14	18	21	22	23	24	25	25	26	26	26	26	26	
+ Depreciation	5	5	7	7	7	7	7	7	7	6	6	5	4	4	3	2	
= Gross cash flow	11	12	16	22	25	28	29	30	31	31	31	31	31	30	29	28	
- Capex	-9	-10	-29	-13	-17	-16	-16	-16	-15	-14	-13	-11	-10	-8	-6	-4	
- Increase (+decrease) in W/C	0	0	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
= Free cash flow from operations	2	3	-14	7	8	12	13	14	15	17	18	19	21	22	23	24	
PV of cash flow				-15	7	7	9	9	9	9	9	8	8	8	7	94	
% of Enterprise value			-8%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	53%	
Accumulated % of Enterprise value			-8%	-4%	-1%	5%	10%	15%	20%	25%	28%	34%	39%	43%	47%	100%	

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth	23.0%	31.0%	36.8%	8.5%	7.8%	7.3%	6.7%	6.1%	5.5%	5.0%	4.4%	3.8%	3.2%	2.6%	2.0%	
EBITDA margin	42%	42%	42%	45%	45.4%	41.6%	40.0%	38.4%	36.7%	35.1%	33.5%	31.9%	30.2%	28.6%	27.0%	
EBITDA growth	6%	33%	37%	15%	9.3%	-1.6%	2.6%	1.8%	1.1%	0.3%	-0.5%	-1.3%	-2.1%	-2.9%	-3.8%	
EBIT margin	23%	25%	28%	32%	31.6%	30.3%	30.3%	29.6%	29.0%	28.3%	27.6%	27.0%	26.3%	25.7%	25.0%	
Depreciation (% of sales)	18.4%	17.6%	13.8%	12.6%	11.6%	10.7%	9.7%	8.7%	7.8%	6.8%	5.8%	4.9%	3.9%	3.0%	2.0%	
Capex (% of sales)	33.4%	74.4%	25.1%	28.9%	26.6%	24.3%	22.1%	19.8%	17.6%	15.3%	13.0%	10.8%	8.5%	6.3%	4.0%	
Capex (% of depreciation)	181%	422%	182%	228%	222%	228%	228%	227%	226%	224%	223%	220%	217%	216%	200%	
Working capital (% of sales)	8%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	
Tax rate	2.7%	2.6%	0.7%	3.1%	3.0%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	

Källa: 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
Catena Media	3 078	4 070	2,95x	2,36x	2,15x	6,0x	5,1x	4,5x	7,2x	6,1x	5,3x	(44,3x)	7,7x	6,4x
Better Collective	7 567	8 471	4,72x	3,22x	2,76x	15,0x	9,8x	7,8x	17,7x	11,3x	8,8x	39,6x	13,9x	10,9x
Acroud	259	440	1,75x	-	-	8,3x	-	-	13,1x	-	-	33,0x	-	-
Betsson	8 749	8 710	1,66x	1,18x	1,08x	8,2x	6,3x	5,6x	9,2x	8,8x	7,5x	10,1x	9,9x	8,6x
Kindred Group	20 747	19 754	1,43x	1,41x	1,19x	6,6x	9,4x	6,6x	8,3x	14,0x	8,6x	7,8x	17,0x	11,1x
LeoVegas AB	6 160	5 946	1,77x	1,30x	1,17x	12,5x	10,8x	9,1x	24,6x	15,2x	12,1x	406,4x	17,9x	14,2x
Raketeck Group Holding	878	916	2,56x	1,66x	1,53x	6,3x	3,9x	3,6x	11,5x	5,5x	4,8x	12,4x	6,5x	5,7x
Mean			2,40x	1,85x	1,64x	9,0x	7,6x	6,2x	13,1x	10,1x	7,8x	66,4x	12,1x	9,5x
Median			1,77x	1,54x	1,36x	8,2x	7,9x	6,1x	11,5x	10,1x	8,1x	12,4x	11,9x	9,7x
VS Raketeck			45%	8%	13%	-23%	-50%	-42%	0%	-46%	-40%	0%	-45%	-41%

Margins	FactSet Industry	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
		LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	Advertising/Marketing Ser	57,3%	93,2%	93,9%	47,8%	46,1%	47,5%	40,0%	38,8%	40,8%	-5,4%	32,6%	34,9%
Better Collective	Information Technology S	31,8%	63,7%	64,1%	31,5%	32,8%	35,5%	26,6%	28,4%	31,4%	9,7%	21,2%	22,9%
Acroud	Packaged Software	12,8%	-	-	20,5%	-	-	12,8%	-	-	2,9%	-	-
Betsson	Casinos/Gaming	21,3%	62,9%	60,7%	20,3%	18,7%	19,2%	18,0%	13,3%	14,3%	16,4%	11,8%	12,5%
Kindred Group	Casinos/Gaming	54,1%	55,0%	54,6%	21,6%	15,0%	18,1%	17,1%	10,1%	13,9%	19,7%	8,2%	11,5%
LeoVegas AB	Casinos/Gaming	19,5%	67,1%	67,4%	14,2%	12,0%	12,9%	7,2%	8,5%	9,6%	0,5%	6,7%	7,8%
Raketeck Group Holding	Internet Software/Services	36,0%	72,9%	72,0%	40,8%	42,7%	43,1%	22,3%	30,4%	31,7%	18,1%	24,8%	26,4%
Mean		33,3%	69,1%	68,8%	28,1%	27,9%	29,4%	20,6%	21,6%	23,6%	8,8%	17,6%	19,3%
Median		31,8%	65,4%	65,7%	21,6%	25,8%	27,3%	18,0%	20,9%	22,9%	9,7%	16,5%	17,7%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	24,2%	19,4%	10,1%	3,2%	13,0%	13,5%	3,9%	8,6%	15,9%	-134,1%	nm	17,9%
Better Collective	88,7%	38,9%	16,7%	29,9%	44,7%	26,1%	34,4%	53,5%	29,2%	-33,3%	202,2%	25,8%
Acroud	105,5%	-	-	-4,4%	-	-	-18,8%	-	-	-188,1%	-	-
Betsson	-20,0%	6,5%	9,3%	-22,1%	-14,9%	12,0%	-22,5%	-20,8%	16,8%	-15,7%	-22,1%	15,8%
Kindred Group	-3,0%	-9,7%	18,8%	-26,1%	-48,7%	43,7%	-31,4%	-66,4%	63,0%	-0,3%	-68,4%	66,7%
LeoVegas AB	-3,5%	11,0%	10,9%	-18,1%	20,5%	18,5%	-19,6%	48,3%	25,1%	-92,2%	147,0%	28,2%
Raketeck Group Holding	26,3%	35,4%	8,5%	12,1%	37,4%	9,5%	13,0%	68,5%	13,3%	9,7%	79,6%	15,5%
Mean	31,2%	16,9%	12,4%	-3,6%	8,7%	20,5%	-5,9%	15,3%	27,2%	-64,9%	67,7%	28,3%
Median	24,2%	15,2%	10,5%	-4,4%	16,8%	16,0%	-18,8%	28,5%	20,9%	-33,3%	79,6%	21,9%

Källa: Factset

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	25,6	23,9	29,4	38,5	52,7	57,2	61,7
Kostnad sålda varor	-2,1	-4,5	-7,9	-11,5	-14,8	-15,4	-16,7
Bruttovinst	23,4	19,4	21,5	27,0	37,9	41,7	45,1
Personalkostnader	-4,8	-5,2	-5,3	-4,8	-7,5	-7,5	-7,8
Övriga kostnader	-4,2	-2,6	-3,9	-6,0	-8,1	-8,6	-9,3
EBITDA	14,4	11,5	12,2	16,2	22,2	25,6	28,0
Avskrivningar	-1,7	-4,5	-5,4	-6,8	-7,3	-7,2	-7,2
Nedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jämförelsestörande poster	-0,1	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	11,2	6,1	6,6	9,4	14,9	18,4	20,8
Finansnetto	-6,4	1,3	-0,6	-1,7	-2,1	-1,9	-1,9
Resultat före skatt	4,8	7,5	6,1	7,7	12,9	16,6	18,9
Skatter	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-1,0	-1,2	-1,3
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	4,6	7,2	5,6	7,2	11,9	15,4	17,6
Nettoresultat (justerat)	4,7	8,6	5,6	7,2	11,9	15,4	17,6

Källa: EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	0,3	0,0	0,3	3,9	3,9	3,9	3,9
Övriga immateriella tillgångar	65,7	73,4	80,9	123,7	124,6	133,8	142,6
Materiella anläggningstillgångar	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	66,3	73,6	81,5	128,0	129,0	138,2	147,0
Övriga fordringar			0,0				
Kundfordringar	4,3	4,2	4,9	6,2	8,9	9,7	10,4
Likvida medel	7,5	4,2	5,0	3,2	1,7	4,4	12,8
Summa omsättningstillgångar	11,8	8,3	9,9	9,5	10,6	14,0	23,2
SUMMA TILLGÅNGAR	78,1	81,9	91,3	137,5	139,6	152,2	170,2
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	58,7	65,1	70,8	85,1	99,3	114,7	132,3
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	58,7	65,1	70,8	85,1	99,3	114,7	132,3
Långfristiga finansiella skulder	7,9	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,8	1,1	1,6	1,9	2,0	2,0	2,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,2	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2
Tilläggsköpeskillingar	4,0	5,4	8,7	18,3	7,1	7,1	7,1
Summa långfristiga skulder	12,8	10,0	10,2	20,5	9,3	9,3	9,3
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,2	1,9	14,7	15,0	14,8	14,8
Leverantörsskulder	3,6	1,7	2,4	2,5	4,1	4,5	4,9
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilläggsköpeskillingar	3,0	5,2	5,9	14,7	11,9	8,9	8,9
Summa kortfristiga skulder	6,6	7,1	10,3	31,9	31,0	28,3	28,6
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	78,1	82,2	91,3	137,5	139,6	152,2	170,2

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	4,7	8,6	5,6	7,2	11,9	15,4	17,6
Icke kassaflödespåverkande poster	8,6	3,1	6,6	9,1	9,7	9,1	9,1
Förändringar i rörelsekapital	-2,1	-0,2	0,3	-1,7	-1,3	-0,4	-0,4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	11,2	11,5	12,4	14,6	20,3	24,1	26,3
Investeringar	-16,6	-8,7	-9,8	-28,6	-13,2	-16,5	-16,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	-5,4	2,7	2,6	-14,1	7,1	7,6	10,3
Finansieringsverksamheten	9,7	-6,1	-1,8	12,3	-8,6	-4,9	-1,9
Kassaflöde	4,4	-3,3	0,8	-1,8	-1,5	2,7	8,4
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	7,4	9,8	9,6	29,7	17,4	11,7	3,3

Källa: EPB

Nyckeltal

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	0,12	0,19	0,13	0,17	0,28	0,36	0,42
EPS Justerad	0,12	0,19	0,13	0,17	0,28	0,36	0,42
FCF/aktie	-0,1	0,1	0,1	-0,4	0,2	0,2	0,2
Utdelning/aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK/Aktie	1,5	1,7	1,7	2,0	2,4	2,7	3,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	37,9	37,9	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	16,65	10,51	15,09	11,83	7,11	5,48	4,79
P/EK	1,29	1,17	1,19	0,99	0,85	0,74	0,64
P/FCF	-17,83	27,58	32,13	-5,69	11,97	11,16	8,22
Direktavkastning	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
EV/Sales	2,98	3,14	2,77	2,49	1,86	1,66	1,40
EV/EBITDA	5,3	6,5	6,6	5,9	4,4	3,7	3,1
EV/EBIT	6,8	12,2	12,3	10,3	6,5	5,1	4,2
EV, årets slut	76,2	75,1	81,4	96,0	97,7	94,9	86,5
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt		-6%	23%	31%	37%	9%	8%
EBIT, tillväxt		-45%	8%	41%	60%	23%	13%
EPS just, tillväxt		58%	-30%	28%	66%	30%	14%
EBITDA-marginal	56%	48%	42%	42%	42%	45%	45%
EBIT-marginal	44%	26%	23%	24%	28%	32%	34%
ROE		12%	8%	9%	13%	14%	14%
ROCE		5%	5%	5%	7%	8%	8%

Källa: EPB

Kvartalsvis data

Resultaträkning								
	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220
Total	7,0	7,6	6,5	5,7	6,0	5,8	6,5	7,0
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor	-0,6	-0,9	-1,0	-0,9	-1,1	-1,5	-1,6	-1,9
Bruttovinst	6,4	6,7	5,4	4,8	4,8	4,3	5,0	5,1
Övriga externa kostnader	-1,0	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,9	-0,9
Personalkostnader	-1,3	-1,0	-1,0	-1,2	-1,2	-1,9	-1,3	-1,4
Övriga kostnader	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,0
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	4,1	4,5	3,5	2,9	2,7	1,6	2,6	2,8
Avskrivningar	-0,4	-0,7	-0,7	-0,9	-1,2	-1,7	-1,3	-1,3
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	3,7	3,8	2,8	2,0	1,5	-0,1	1,4	1,5
Finansiella intäkter	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-1,8	-2,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Resultat före skatt	1,9	1,9	4,8	1,8	1,3	-0,3	1,2	1,3
Skatter	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoreultat Rapporterat	1,8	1,8	4,7	1,7	1,2	-0,5	1,1	1,2

Tillväxt och marginaler								
	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220
Omsättningstillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	-15%	-23%	1%	24%
EBIT, tillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	-59%	nmf	-51%	-23%
Bruttomarginal	91%	88%	84%	85%	81%	74%	76%	73%
EBITDA-marginal	49%	53%	41%	34%	32%	18%	31%	33%
EBIT-marginal	63%	65%	48%	34%	26%	nmf	23%	26%

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 målfaldigas 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 Instru-ment 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