



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Betting | Sverige | 13 Maj 2022

## Angler Gaming

### Fortsatt svaga siffror men trading update ger ljusglimt

#### Fortsatt motvind...

Omsättningen i Q1'21 uppgick till EUR 7,8m vs vårt estimat om 9,8m. Siffran motsvarar en minskning med 42%. EBIT uppgick till EUR 0,4m vs vårt estimat om EUR 1,6m. Avvikelsen förklaras med en lägre bruttomarginal, 28% vs vårt estimat om 36%. Avvikelsen går att förklara med högre kostnader för betallösningar och en låg Hold (intäkter/deponier 50,8% vs 52-55% i snitt). De operativa nyckeltalen har dock stärks q/q.

#### ...men trading update en ljuspunkt...

Baserat på omsättningen i Q1 och trading update sänker vi våra försäljningsestimater med i snitt 10% 2022-2024. Antal aktiva kunder uppgick till 68 245 i Q1 vilket motsvarar en tillväxt om 15% q/q. Skulle denna trend fortsätta ser vi en uppsida i estimaten. Siffran är dock långt ifrån toppnivåerna om ca 85 000 från Q1'21. Baserat på den svaga bruttomarginalen sänker vi EBIT estimaten med i snitt 26% 2022-2024.

#### ...vi är dock fortsatt avvaktande till aktien

Vi sänker vårt motiverade värde på aktien till 5,8-6,0 kr. Anledningen är att bolaget har fortsatta problem med lönsamheten. Vi noterar de positiva trenderna i kundinflöden under kvartalet och inledningen på Q2 men, det räcker inte som bevis att bolagets tuffa period är över.

Kommande händelser		Prognos (EUR)				Värde och risk		
Q2'22	2022-08-16	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	5.8 - 6.0	
<b>Bolagsfakta (EURm)</b>		Omsättning, mkr	43	37	39	40	Aktiekurs	€0.5
Antal aktier	75m	Tillväxt	(1)%	(14)%	5%	4%	Riskenivå	Medium
Börsvärde	37	EBITDA, mkr	8.1	4.1	6.0	6.4	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
Nettoskuld	(5)	EBIT, mkr	9	4	6	6		
EV	32	EPS, justerad	0.1	0.0	0.1	0.1		
Free float	90%	EPS tillväxt	(36)%	(53)%	54%	7%		
Daglig handelsvolym, snitt	156(k)	EK/aktie	0.2	0.2	0.2	0.3		
Reuters/Bloomberg	ANG.ST/ANGL SS	Utdelning/aktie	0.1	0.0	0.0	0.1		
		EBIT-marginal	18.8%	11.8%	15.4%	15.7%		
		ROE (%)	49.7%	21.6%	30.4%	29.5%		
		ROCE	53.2%	26.9%	33.9%	32.7%		
		EV/Sales	0.7x	0.9x	0.8x	0.8x		
		EV/EBITDA	4.0x	7.9x	5.3x	5.0x		
		EV/EBIT	3.5x	7.4x	5.3x	5.0x		
		P/E, justerad	5.9x	11.0x	7.2x	6.7x		
		P/EK	2.5x	2.4x	2.2x	2.0x	<b>Analytiker</b>	
		Direktavkastning	17.0%	6.4%	9.8%	10.5%	rikard.engberg@penser.se	
		FCF yield	4.0%	1.2%	6.4%	4.2%		
		Nettosk./EBITDA	(0.7)g	(1.2)g	(2.1)g	(2.2)g		



# Sammanfattning

## Fortsatt svaga siffror men trading update ger ljusglimt

### Investment Case

Angler Gaming är aktivt inom igaming-industrin, en konjunkturokänslig bransch med hög strukturell tillväxt. Vi bedömer att industrin kommer att växa med 8–12% per år de kommande åren drivet av ett skifte från landbaserat spel och en ökad mobil- och internetpenetration. Angler Gaming bedriver sin verksamhet på marknader till vilka många av de internationella aktörerna inte når vilket resulterar i höga marginaler och stabil tillväxt. Vi ser ett motiverat värde på 5,8–6,0 kr per aktie.

### Bolagsprofil

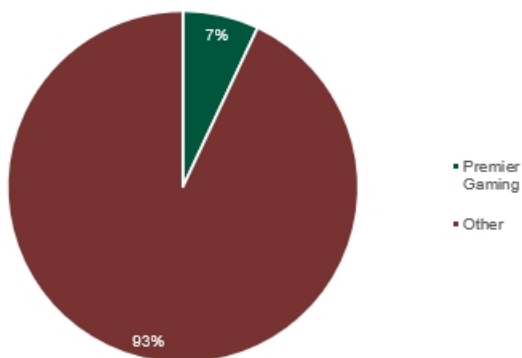
Den internationella igaming-marknaden uppgick 2017 till 47 miljarder USD och väntas växa med ca 12–15% årligen. Vi ser framförallt två drivkrafter bakom denna utveckling. Den första är att igaming som andel av totalt spelande fortfarande är relativt låg. I Sverige och UK som anses vara bland de mest mogna marknaderna uppgick penetrationen till ca 50–70%. I många av Angler Gamings marknader uppgår den till mindre än 10%. Vidare bedömer vi att den vertikala där Angler är aktiva, casinospel, har lägst onlinepenetration vilket talar för fortsatt tillväxt i övre delen av tillväxtspannet. Dessutom bedömer vi att onlinespelande har relativt låg korrelation med den allmänna konjunkturen. Under 2008–2009 växte spelöverskottet i UK och Irland medan ekonomin i stort krympte.

Angler Gaming visar starka operationella nyckeltal genom hela balans- och resultaträkningen. Ett nyckeltal som sticker ut är att man har branschens högsta EBIT per anställd. Vi tror detta är möjligt av två anledningar, den första är att man genom att äga sin egen plattform kan hålla nere kostnaderna. Många andra mindre bolag i sektorn använder sig av en tredjepartsplattform som betalas med en del av spelöverskottet. Den andra anledningen är att man genom ett litet och dedikerat team klarar av att vara snabbfotade med lansering av nya produkter samt i valet av marknader. I Q3'18 lanserade man det nya dotterbolaget PremierGaming som gått ifrån att stå för 0 till 13% av omsättningen. Tillväxten för PremierGaming har varit imponerande samtidigt som övrig verksamhet fortsätter att växa i linje med industrin till en hög lönsamhet. Ett exempel på bolagets förmåga att lansera varumärken på nya marknader och göra det effektivt är den svenska verksamheten som startades i Q4'18 och länge var en av de snabbast växande operatörerna i Sverige. Denna resa bedömer vi att man kan göra på fler reglerade eller oreglerade marknader i framtiden.

### Värdering

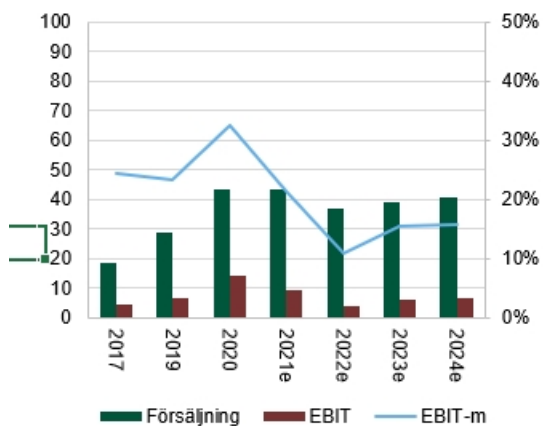
Vi har använt en DCF för att värdera Angler men väljer att applicera en rabatt jämfört detta värde med ca 20% då vi bedömer att en multiplexpansion inte kommer att äga rum innan vi ser en operationell vändning. Detta ger ett motiverat värde om 5,8-6,0 kr. Den höga direktavkastningen om ca 9% ger stöd åt kursen på dagens nivåer.

## Operativa segment



Källa: Angler

## Försäljning och EBIT y/y



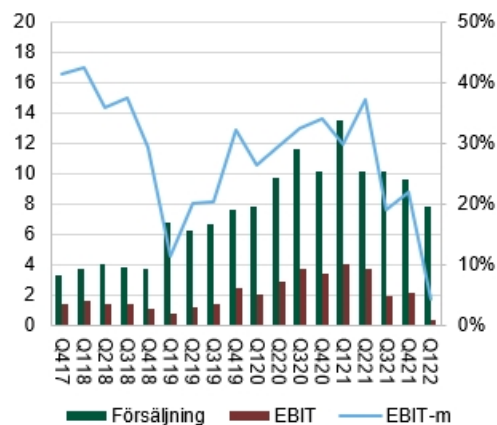
Källa: EPB

## Estimatförändringar

	2022	2023	2024
Försäljning	-11,9%	-9,5%	-9,2%
EBIT	-42,8%	-18,4%	-17,8%
EPS	-50,0%	-20,0%	-19,2%

Källa:EPB

## Försäljning och EBIT q/q



Källa: EPB

## Peers

Valuation	MCAP (USD)	EV (USD)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
LeoVegas	618	597	1,78x	1,31x	1,18x	12,5x	10,9x	9,2x	24,7x	15,3x	12,2x	407,8x	18,0x	14,3x
Betsson	890	886	1,69x	1,20x	1,10x	8,3x	6,4x	5,7x	9,3x	9,0x	7,7x	10,3x	10,1x	8,8x
Kindred Group	2 113	2 006	1,45x	1,45x	1,24x	6,7x	10,7x	6,9x	8,5x	17,0x	9,1x	7,9x	19,3x	11,3x
Angler Gaming	57	51	1,16x	1,11x	1,06x	5,4x	6,1x	6,0x	5,4x	6,1x	6,0x	7,7x	7,1x	7,1x
			<b>1,64x</b>	<b>1,32x</b>	<b>1,17x</b>	<b>9,2x</b>	<b>9,3x</b>	<b>7,3x</b>	<b>14,2x</b>	<b>13,8x</b>	<b>9,7x</b>	<b>142,0x</b>	<b>15,8x</b>	<b>11,5x</b>
			<b>1,69x</b>	<b>1,31x</b>	<b>1,18x</b>	<b>8,3x</b>	<b>10,7x</b>	<b>6,9x</b>	<b>9,3x</b>	<b>15,3x</b>	<b>9,1x</b>	<b>10,3x</b>	<b>18,0x</b>	<b>11,3x</b>

Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
LeoVegas	19,5%	67,1%	67,4%	14,2%	12,0%	12,9%	7,2%	8,5%	9,6%	0,5%	6,7%	7,8%
Betsson	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	54,1%	55,4%	55,9%	21,6%	13,6%	18,0%	17,1%	8,5%	13,6%	19,7%	7,0%	11,4%
Angler Gaming	21,4%	34,5%	33,7%	21,4%	18,3%	17,5%	21,4%	18,3%	17,5%	16,8%	16,1%	15,5%
	<b>31,6%</b>	<b>61,8%</b>	<b>61,3%</b>	<b>18,7%</b>	<b>14,8%</b>	<b>16,7%</b>	<b>14,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,2%</b>	<b>8,5%</b>	<b>10,5%</b>
	<b>21,3%</b>	<b>62,9%</b>	<b>60,7%</b>	<b>20,3%</b>	<b>13,6%</b>	<b>18,0%</b>	<b>17,1%</b>	<b>8,5%</b>	<b>13,6%</b>	<b>16,4%</b>	<b>7,0%</b>	<b>11,4%</b>

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
LeoVegas	-3,5%	10,4%	10,9%	-18,1%	19,9%	18,5%	-19,6%	47,5%	25,1%	-92,2%	145,7%	28,2%
Betsson	-20,0%	5,9%	9,3%	-22,1%	nm	nm	-22,5%	nm	nm	-15,7%	nm	nm
Kindred Group	-3,0%	-10,6%	16,9%	-26,1%	-54,0%	55,3%	-31,4%	-71,9%	86,5%	-0,3%	-73,2%	88,9%
Angler Gaming	-3,4%	0,7%	5,0%	-38,8%	-8,7%	0,6%	-38,8%	-8,7%	0,6%	-42,9%	-4,1%	1,4%
	<b>-8,8%</b>	<b>1,9%</b>	<b>12,4%</b>	<b>-22,1%</b>	<b>-17,1%</b>	<b>36,9%</b>	<b>-24,5%</b>	<b>-12,2%</b>	<b>55,8%</b>	<b>-36,1%</b>	<b>36,2%</b>	<b>58,5%</b>
	<b>-3,5%</b>	<b>5,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>-22,1%</b>	<b>-17,1%</b>	<b>36,9%</b>	<b>-22,5%</b>	<b>-12,2%</b>	<b>55,8%</b>	<b>-15,7%</b>	<b>36,2%</b>	<b>58,5%</b>

Källa: Factset

## Kvartalet i detalj

Omsättningen uppgick till EUR 7,8m vilket motsvarar en nedgång 42%. Nedgången går främst att förklara med att antal aktiva kunder sjunker med ca 20%. En ljuspunkt i rapporten är att antalet nya registrerade kunder stiger med 4% y/y.

EBIT uppgick till EUR 0,4m vilket motsvarar en nedgång om 89%. Den färmsta orsaken till detta är att bruttomarginalen sjunker till 28% vs 35% i Q4'21 och 38% i Q1'21. Anledningen till det kraftiga fallet är att bolaget har avbrutit ett antal olönsamma affilite kontrakt samt att Hold endast uppgick till 50,8%. Hold är förhållandet mellan nettospelintäkter och deponier. Historiskt har denna legat runt 52-55%.

## Trading update

Bolaget ger en tämligen stark trading update i samband med kvartalsrapporten:

- Dagliga spelintäkter under kvartalets 39 första dagar har varit 9% högre än i Q1. Siffran motsvarar en nedgång om ca 23% vs samma period 2021.
- Dagliga nya deponerande kunder är 10% högre än under hela Q1'21. Siffran är ca 18% lägre än under 2021.

Bolaget har skrivit två nya B2B-avtal efter kvartalets utgång. Dessa väntas bidra med intäkter under Q3'21 och framåt. Vi bedömer att dessa kan ge en uppsida till våra estimat.

## Estimatförändringar

Baserat på Q1 siffrorna och datan gällande nya spelare sänker vi våra försäljningsestimat med i snitt 10% under prognosperioden. Vi ser dock en ljusning i att intäkterna har börjat växa i q/q samt att man visade en tillväxt i antalet deponerande kunder i inledningen av Q2.

Vidare har vi varit betydligt mer försiktiga i våra estimat för återhämtning i bruttomarginal. Tidigare har vi bedömt att den kan nå historiska nivåer kring 40% under estimat perioden. Vi bedömer nu att denna kommer röra sig emot 36% kommande år. Den övriga kostnadsbasen har utvecklats enligt våra estimat.

## Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	12,5	18,4	26,5	43,5	43,4	37,0	38,9	40,5
COGS	-6,3	-10,4	-18,4	-28,3	-27,9	-25,2	-24,9	-25,5
<b>Bruttovinst</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>	<b>12,1</b>	<b>19,2</b>	<b>15,5</b>	<b>11,8</b>	<b>14,0</b>	<b>15,0</b>
Marknadsföring	-0,2	-1,7	-3,1	-1,9	-1,6	-5,7	-2,2	-2,5
Personalkostnader	-0,7	-0,9	-1,2	-1,6	-2,4	-2,9	-3,2	-3,5
Övriga kostnader	-0,6	-0,7	-1,0	-1,6	-2,3	-3,0	-2,6	-2,6
<b>EBITDA</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>6,7</b>	<b>14,1</b>	<b>9,3</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>
Avskrivningar	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwillnedskrivningar								
<b>EBIT</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,7</b>	<b>14,1</b>	<b>9,3</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>
Extrajordföra Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT (Just)</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,7</b>	<b>14,2</b>	<b>9,3</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>
Finansiella intäkter	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,1	0,0	-0,4	-2,3	-1,9	-0,8	-0,6	-0,6
<b>Resultat före skatt</b>	<b>6,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,3</b>	<b>11,9</b>	<b>7,3</b>	<b>3,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>
Skatter	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>6,4</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>11,6</b>	<b>7,3</b>	<b>3,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>
<b>Nettoresultat (Just)</b>	<b>6,4</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>11,6</b>	<b>7,3</b>	<b>3,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>

Källa: EPB

## Balansräkning

Balansräkning	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Tillgångar</b>								
Goodwill						0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>
Kundfordringar	2,2	4,9	6,4	9,7	12,2	12,8	6,5	7,2
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>2,2</b>	<b>4,9</b>	<b>6,4</b>	<b>9,7</b>	<b>12,2</b>	<b>12,8</b>	<b>6,5</b>	<b>7,2</b>
Kassa/bank	3,7	2,9	4,5	9,6	5,7	4,8	12,4	13,8
<b>Summa tillgångar</b>	<b>7,3</b>	<b>9,0</b>	<b>12,1</b>	<b>20,5</b>	<b>19,1</b>	<b>18,9</b>	<b>20,2</b>	<b>22,2</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>								
Eget Kapital	6,3	7,4	10,2	16,4	14,8	15,8	17,2	19,0
Minoritetsintressen								
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>6,3</b>	<b>7,4</b>	<b>10,2</b>	<b>16,4</b>	<b>14,8</b>	<b>15,8</b>	<b>17,2</b>	<b>19,0</b>
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,9	1,5	1,8	3,6	3,9	2,7	2,5	2,8
Skatteskulder	0,1	0,1	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>7,3</b>	<b>9,0</b>	<b>12,1</b>	<b>20,5</b>	<b>19,1</b>	<b>18,9</b>	<b>20,2</b>	<b>22,2</b>

Källa: EPB

## Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat Rapporterat	6,4	4,4	6,1	11,6	7,3	3,1	5,2	5,6
Icke kassaflödespåverkande poster	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital	6,5	4,5	6,3	11,7	7,1	3,1	5,3	5,6
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>5,6</b>	<b>2,4</b>	<b>5,0</b>	<b>10,3</b>	<b>5,1</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>6</b>
Investeringar	-2,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>5,0</b>	<b>10,3</b>	<b>5,1</b>	<b>1,6</b>	<b>8,3</b>	<b>5,5</b>
Utdelningar	0	-3	-3	-5,2	-9,0	-2,4	-2,4	-3,9
Förvärv	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övrig finansiell verksamhet	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>5,1</b>	<b>-3,9</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-9,6</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>

Källa: EPB

## Nyckeltal

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	74%	47%	55%	52%	-1%	-14%	5%	4%
Rörelseresultat, tillväxt	169%	32%	13%	100%	-43%	-46%	37%	6%
EPS, årsförändring	n.m.	n.m.	48%	78%	-36%	-53%	54%	7%
EBITA-marginal	39%	34%	25%	33%	19%	12%	15%	16%
Rörelsemarginal	38%	34%	25%	32%	19%	12%	15%	16%
Vinstmarginal, justerad	51%	24%	23%	27%	17%	9%	13%	14%
Skattesats	6%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	0%
<b>Lönsamhet</b>								
ROE	68%	59%	64%	70%	50%	22%	30%	30%
ROE, 3-årsnitt		63%	63%	64%	61%	47%	34%	27%
ROCE	73%	82%	68%	83%	53%	27%	34%	33%
ROCE, 5-årsnitt		78%	74%	78%	68%	55%	38%	31%
P/E, justerat			5,8	4,2	5,9	11,0	7,2	6,7
PIEK			3,7	2,3	2,5	2,4	2,2	2,0
PIKGF			7,4	3,8	7,4	23,9	4,5	6,8
Direktivastrinj			10%	24%	17%	6%	10%	10%
Utdelningsandel, justerad			60%	100%	100%	70%	70%	70%
EV/Sales			1,2	0,6	0,7	0,9	0,6	0,6
EV/EBITDA			4,9	2,0	3,4	8,0	4,2	0,3
EV/EBIT			4,9	2,0	3,4	8,1	4,2	3,7
EV, årets slut			33,0	27,9	31,8	32,7	25,1	23,7

Källa: EPB

## Kvartalsvisdata

Resultaträkning	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q121
Nettoomsättning	3.3	3.7	4.0	3.8	3.8	6.8	6.3	6.7	7.6	7.9	9.8	11.6	10.2	11.9	13.5	10.1	10.1	9.6	7.8
Kostnad sålda varor	-1.6	-1.8	-2.2	-2.0	-2.2	-3.9	-3.8	-3.8	-4.1	-4.4	-5.4	-6.5	-6.6	-6.8	-8.3	-6.9	-6.5	-6.2	-5.6
Bruttovinst	1.7	1.9	1.8	1.8	1.5	2.8	2.5	2.9	3.5	3.5	4.3	5.1	4.6	5.1	5.2	3.3	3.6	3.4	2.2
Marknadsföringskostnader	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-1.5	-0.8	-1.0	-0.5	-0.8	-0.6	-0.6	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.2	-0.6	-0.5
Personalkostnader	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.6
Övriga kostnader	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3	-0.6	-0.3	-0.4	-0.3	-0.5	-0.5	-0.7	-1.7	-0.7
Röreliseresultat (EBITDA)	1.3	1.5	1.4	1.4	1.1	0.7	1.2	1.4	2.4	2.1	2.9	3.8	3.4	4.0	3.8	1.9	2.1	0.3	0.4
Avskrivningar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Goodwillnedskrivningar																			
Resultat (EBIT)	1.4	1.6	1.4	1.4	1.1	0.8	1.3	1.4	2.5	2.1	2.9	3.8	3.5	4.0	3.8	1.9	2.1	0.3	0.4
Extraordinära Poster	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Justerat Resultat (EBIT)	1.4	1.6	1.4	1.4	1.1	0.8	1.3	1.4	2.5	2.1	2.9	3.8	3.4	4.0	3.8	1.9	2.1	0.3	0.4
Finansiella intäkter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.4	-0.4	-1.1	-0.5	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4
Finansiella kostnader	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Resultat före skatt	1.3	1.6	1.4	1.4	1.1	0.8	1.3	1.3	2.3	2.0	2.5	3.4	2.2	3.6	3.5	1.8	2.0	0.1	0.0
Skatter	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	1.3	1.6	1.4	1.4	1.1	0.7	1.2	1.2	2.3	1.9	2.5	3.3	2.2	3.5	3.4	1.9	2.0	0.0	0.0
Nettoresultat (just)	1.3	1.6	1.4	1.4	1.1	0.7	1.2	1.2	2.3	1.9	2.5	3.4	2.2	3.5	3.4	1.9	2.0	0.0	0.0

Tillväxt och marginaler	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q121
Omsättningstillväxt					13%	80%	56%	75%	102%	17%	55%	73%	33%	51%	39%	-13%	0%	-19%	-42%
EBIT, tillväxt					nrf	-51%	nrf	-4%	121%	169%	128%	174%	41%	94%	31%	-49%	-39%	-92%	-89%
Brutomarginal	51%	52%	44%	48%	41%	42%	40%	44%	46%	45%	44%	44%	45%	43%	39%	32%	36%	35%	28%
EBITDA-marginal	40%	41%	35%	37%	29%	11%	20%	20%	32%	26%	29%	39%	34%	41%	39%	20%	22%	3%	4%
EBIT-marginal	14%	16%	15%	15%	11%	9%	13%	14%	25%	21%	30%	39%	35%	41%	39%	20%	22%	3%	4%
Skattesats	1%	2%	5%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	2%	3%	-4%	1%	56%	4%

Källa: EPB

# DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA																																																																																																								
<b>Valuation output</b>			<b>WACC assumptions</b>					<b>Sensitivity analysis</b>																																																																																																
Sum of PV of FCF (explicit period)	43		Risk free nominal rate	0.4%		<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>1.0%</th> <th>1.5%</th> <th>2.0%</th> <th>2.5%</th> <th>3.0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th rowspan="5">WACC</th> <th>11.0%</th> <td>9.1</td> <td>9.1</td> <td>9.1</td> <td>9.2</td> <td>9.2</td> </tr> <tr> <th>11.5%</th> <td>8.8</td> <td>8.8</td> <td>8.8</td> <td>8.9</td> <td>8.9</td> </tr> <tr> <th>12.0%</th> <td>8.5</td> <td>8.6</td> <td><b>8.6</b></td> <td>8.6</td> <td>8.6</td> </tr> <tr> <th>12.5%</th> <td>8.3</td> <td>8.3</td> <td>8.3</td> <td>8.3</td> <td>8.3</td> </tr> <tr> <th>13.0%</th> <td>8.1</td> <td>8.1</td> <td>8.1</td> <td>8.1</td> <td>8.1</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>5.0%</th> <th>7.5%</th> <th>10.0%</th> <th>12.5%</th> <th>15.0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th rowspan="5">WACC</th> <th>11.0%</th> <td>7.5</td> <td>8.5</td> <td>9.6</td> <td>10.6</td> <td>11.7</td> </tr> <tr> <th>11.5%</th> <td>7.3</td> <td>8.3</td> <td>9.2</td> <td>10.2</td> <td>11.2</td> </tr> <tr> <th>12.0%</th> <td>7.1</td> <td>8.0</td> <td><b>8.9</b></td> <td>9.8</td> <td>10.7</td> </tr> <tr> <th>12.5%</th> <td>7.0</td> <td>7.8</td> <td>8.7</td> <td>9.5</td> <td>10.3</td> </tr> <tr> <th>13.0%</th> <td>6.9</td> <td>7.8</td> <td>8.4</td> <td>9.2</td> <td>10.0</td> </tr> </tbody> </table>											Long-term growth rate							1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	WACC	11.0%	9.1	9.1	9.1	9.2	9.2	11.5%	8.8	8.8	8.8	8.9	8.9	12.0%	8.5	8.6	<b>8.6</b>	8.6	8.6	12.5%	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	13.0%	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1			Long-term EBIT margin							5.0%	7.5%	10.0%	12.5%	15.0%	WACC	11.0%	7.5	8.5	9.6	10.6	11.7	11.5%	7.3	8.3	9.2	10.2	11.2	12.0%	7.1	8.0	<b>8.9</b>	9.8	10.7	12.5%	7.0	7.8	8.7	9.5	10.3	13.0%	6.9	7.8	8.4	9.2	10.0
		Long-term growth rate																																																																																																						
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%										3.0%																																																																																									
WACC	11.0%	9.1	9.1	9.1	9.2										9.2																																																																																									
	11.5%	8.8	8.8	8.8	8.9										8.9																																																																																									
	12.0%	8.5	8.6	<b>8.6</b>	8.6										8.6																																																																																									
	12.5%	8.3	8.3	8.3	8.3										8.3																																																																																									
	13.0%	8.1	8.1	8.1	8.1										8.1																																																																																									
		Long-term EBIT margin																																																																																																						
		5.0%	7.5%	10.0%	12.5%										15.0%																																																																																									
WACC	11.0%	7.5	8.5	9.6	10.6	11.7																																																																																																		
	11.5%	7.3	8.3	9.2	10.2	11.2																																																																																																		
	12.0%	7.1	8.0	<b>8.9</b>	9.8	10.7																																																																																																		
	12.5%	7.0	7.8	8.7	9.5	10.3																																																																																																		
	13.0%	6.9	7.8	8.4	9.2	10.0																																																																																																		
Enterprise value	50		Extra risk premium	5.0%																																																																																																				
Latest net debt	-5		Beta	1.2																																																																																																				
Minority interests & other	0		Cost of equity	14.8%																																																																																																				
Equity value	56		Cost of debt (pre-tax)	3.0%																																																																																																				
No. of shares outstanding (millions)	75		Tax rate	12%																																																																																																				
Equity value per share (SEK)	7.43		Target debt/(debt + equity)	0%																																																																																																				
			WACC	14.8%																																																																																																				
<b>Implicit multipl.</b>			<b>Terminal value assumptions</b>																																																																																																					
EV/Sales	2021	2022	2023	Long term growth rate	2.0%																																																																																																			
EV/EBITDA	5.4	12.4	8.4	Long term EBIT margin	9.0%																																																																																																			
EV/EBIT	5.4	12.4	8.4	Depreciation (% of sales)	2.0%																																																																																																			
EV/NOPLAT	5.5	12.8	8.7	Capex (% of sales)	2.0%																																																																																																			
PIE				Working cap. (% of sales)	86.1%																																																																																																			
FOICM/WACC				Tax rate	12%																																																																																																			
Current Share price			5.3																																																																																																					
<b>DCF (SEKm)</b>																																																																																																								
	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																																																																																							
Sales		29	43	43	37	39	41	43	44	46	48	49	51	52	54	55	56																																																																																							
EBITDA		7	14	9	4	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6																																																																																							
- Depreciation		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1																																																																																							
= EBIT		7	14	9	4	6	6	6	6	6	6	6	6	6	5	5	5																																																																																							
- Tax on EBIT		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0																																																																																							
= NOPLAT		6	14	9	4	6	7	7	7	7	7	7	7	7	6	6	6																																																																																							
- Depreciation		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1																																																																																							
= Gross cash flow		7	14	9	4	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7																																																																																							
- Capex		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1																																																																																							
- Increase (-decrease) in VC		21	12	-2	3	5	-2	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1																																																																																							
= Free cash flow from operations		28	25	7	7	11	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4																																																																																							
PV of cash flow				8	7	9	3	3	3	2	2	2	2	1	1	1	7																																																																																							
% of Enterprise value				15%	13%	16%	7%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	14%																																																																																							
Accumulated % of Enterprise value				15%	28%	46%	53%	59%	64%	69%	73%	78%	79%	82%	84%	86%	100%																																																																																							
<b>Key figures</b>																																																																																																								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034																																																																																								
Sales growth	52.4%	-0.2%	-14.8%	5.0%	4.8%	4.5%	4.2%	3.9%	3.7%	3.4%	3.1%	2.8%	2.6%	2.3%	2.0%																																																																																									
EBITDA margin	32%	21%	11%	15%	15.0%	14.8%	14.2%	13.8%	13.4%	13.0%	12.8%	12.2%	11.8%	11.4%	11.0%																																																																																									
EBITDA growth	110%	-34%	-56%	49%	2.0%	1.7%	1.3%	1.0%	0.6%	0.3%	-0.1%	-0.4%	-0.8%	-1.2%	-1.6%																																																																																									
EBIT margin	32%	21%	11%	15%	14.8%	14.2%	13.7%	13.1%	12.5%	11.9%	11.3%	10.7%	10.2%	9.6%	9.0%																																																																																									
Depreciation (% of sales)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%																																																																																									
Capex (% of sales)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%																																																																																									
Capex (% of depreciation)	0%	0%	0%	0%	95%	98%	98%	99%	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%																																																																																									
Working capital (% of sales)		62%	40%	105%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%																																																																																									
Tax rate	2.7%	2.6%	0.7%	3.3%	3.0%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%																																																																																									

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 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](http://www.penser.se)