



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 29 Juli 2022

EverySPORT Media Group

Ökad osäkerhet på marknaden

Fortsatt motvind för padeln

Försäljningen minskade y/y till 47 mkr (58) och EBITDA minskade till 1,2 mkr (16,4). Trots en vikande annonsmarknad ökade omsättningen inom Media 6% tack vare en god utveckling av prenumerationstjänster. Elite Prospects visar på fortsatt stark potential. Padeln fortsatte att ha en tuff utveckling och minskade omsättningen med 45%.

Åtgärder för att förbättra situationen

ESMG fortsätter att optimera sin portfölj av padelanläggningar för att få upp lönsamheten i en marknad som konsolideras. En olönsam anläggning har stängts tillfälligt och ett sparpaket initierades som ska ge 15 mkr per år fr.o.m. Q1 2023. Bolaget jobbar också med att få ut mer per användare av Elite Prospects. Vi anser att bolaget agerar kraftfullt för att komma ur den tuffa marknaden med god lönsamhet.

Justerar estimat och multiplar

Vi har justerat våra antaganden för Every Padel något efter utvecklingen i kvartalet. Vi har även justerat ner multiplarna i vår SOTP-värdering något samt höjt vår WACC i DCF-värderingen för att återspegla marknadens osäkra läge. Detta gör att vi landar på ett motiverat värde på 30-32 kr (48-51) vilket ger en uppsida om ca 150% från dagens nivåer.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	30.0 - 32.0	
EPS, justerad 22e	-4.1	-1	-319.0%	Omsättning, mkr	186	212	248	276	Aktiekurs	SEK13.1
EPS, justerad 23e	0	0.9	-98.2%	Tillväxt	126%	14%	17%	11%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	0.7	1.3	-45.8%	EBITDA, mkr	33	23.7	46	51		
				EBIT, mkr	2	(20)	6	11		
				EPS, justerad	(0.8)	(4.1)	0.0	0.7		
				EK/aktie	11.8	7.7	7.7	8.4		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	1.2%	(9.6)%	2.3%	3.8%		
				ROE (%)	10.8%	(53.9)%	0.2%	8.3%		
				ROCE	9.5%	(7.3)%	2.2%	4.1%		
				EV/Sales	0.4x	0.4x	0.3x	0.3x		
				EV/EBITDA	2.4x	3.3x	1.7x	1.6x		
				EV/EBIT	35.7x	(3.9)x	13.9x	7.5x		
				P/E, justerad	(16.8)x	(3.2)x	787.8x	18.7x		
				P/EK	1.1x	1.7x	1.7x	1.6x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	6.3%	(0.5)%	30.7%	35.6%		
				Nettosk./EBITDA	(0.0)g	1.1g	0.5g	0.3g		

Kommande händelser	
Delårsrapport Q3 2022	2022-10-27
Bokslutskommuniké 2022	2023-02-17

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	6m
Börsvärde	80
Nettoskuld	(1)
EV	79
Daglig handelsvolym, snitt	1(k)
Reuters/Bloomberg	EVERY:SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

henrik.holmer@penser.se



Sammanfattning

Ökad osäkerhet på marknaden

Investment Case

EverySPORT Media Group (ESMG) är ett svenskt mediehus med fokus på sport. Bolaget skiljer sig från de traditionella svenska mediehusen då man är helt digitala och har byggt upp ett antal starka varumärken och tillgångar inom nischmedia fokuserad på sport. Utöver att vara ett digitalt mediehus äger ESGM en världsledande hockeydatabas, Elite Prospects, som fungerar som ett socialt nätverk för ishockeyspelare. Därtill är man en ledande operatör av padelhallar. Vi bedömer att marknaden inte ser den minskade volatiliteten i mediadelen från prenumerationstjänster samt underskattar potentialen i att vara en stor aktör inom padel. Vi ser ett motiverat värde om 30-32 kr.

Bolagsprofil

ESMG äger och opererar ett antal nischade sportsidor. Dessa fokuserar på specifika sporter eller fans till specifika lag. Hemsidorna följer en makrotrend inom medielandskapet där nya digitala mediehus fyller ett utrymme som traditionella medier likt tidningar och TV lämnat av kostnadsskäl. Ett exempel på detta är att ESGM äger Sveriges största innebandysite, en sport som får lite utrymme i traditionell media. Genom att kontrollera en flexibel plattform kan ESGM hitta nya nischer att etablera sig inom. 2021 startade man t.ex. Sveriges första dedikerade nyhetssida för den snabbt växande sporten padel. Bolaget äger även en världsledande databas (Elite Prospects) för hockeyspelare som fungerar som ett socialt nätverk inom sporten.

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

Genom att äga Elite Prospects samt ha en hög andel prenumeranter på sina hemsidor har bolaget lyckats bygga upp en relativt hög återkommande intäktbas vilket vi anser inte reflekteras i värderingen för bolaget.

Förvärvet av Klöver Padel ger en exponering mot världens snabbast växande sport padel. En konsolidering av den svenska marknaden samt en geografisk expansion ger god potential för starka kassaflöden. Vi ser också synergier med bolagets digitala tillgångar genom bl.a. korsmarknadsföring.

Värdering

Vi har valt två olika metoder för att värdera ESGM: en diskonterad kassaflödesanalys och en sum of the parts-värdering. Båda dessa indikerar en betydande uppsida jämfört med dagens kursnivåer. Vi bedömer att aktien kan nå vårt motiverade värde om 30-32 kr givet de fyra förutsättningarna nedan.

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



Sammanfattning

Ökad osäkerhet på marknaden

- **Fortsatt hög tillväxt i Elite Prospects.** Vi ser Elite Prospects som en viktig värdedrivare kommande år givet den starka tillväxten och den höga bruttomarginalen för tjänsten.
- **Fortsatt tillväxt och hög beläggningsgrad inom padelsporten:** Vi bedömer att Every Padel kommer att vara en kassako, förutsatt att nuvarande popularitet för padel håller i sig. Vidare uppfattar vi att Every Padel kommer att vara en relativ vinnare i den konsolidering som sker i Sverige samt expandera till nya geografier.

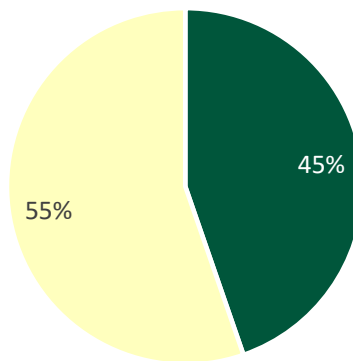
Motiverat värde

Vi ser ett motiverat värde om 30-32 kr. Se rational ovan. Vi bedömer risken vara medelhög givet den höga graden av återkommande intäkter samtidigt som marknadsläget blivit något mer osäkert.

Aktieägare

Största Aktieägare	Andel
Menmo2 AB	20,7%
Nordic Growth Capital AB	15,7%
Klövern AB	10,5%
Hannes Andersson	6,4%
Övriga	46,7%
Chairman	Paul Fischbein
CEO	Hannes Andersson
CFO	Alexander Rödström
IR	Hannes Andersson

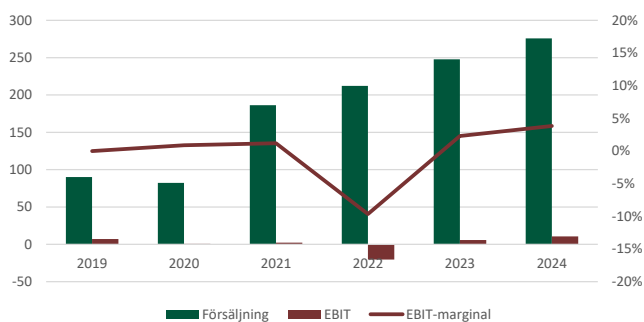
Holdings



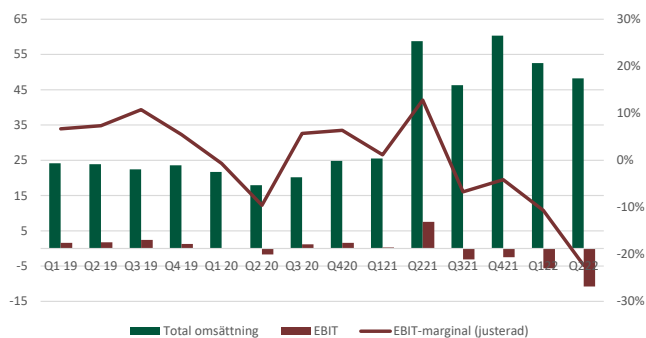
■ B2B ■ B2C

Källa.ESMG

Försäljning och EBIT, helår



Försäljning och EBIT, kvartalsvis



EPB

Estimatförändringar

	Estimat Förändringar %		
	2022	2023	2024
Försäljning	-10%	-8%	-7%
EBITDA	-45%	-16%	-13%
EBIT	nm	-60%	-41%
EPS	nm	-98%	-46%
Estimat Förändringar mkr			
Försäljning	-24	-22	-20
EBITDA	-20	-8	-7
EBIT	-21	-8	-7

EPB

EPB

Motiverat värde och aktiekurs



EPB, Factset

Kvartalskommentar

Omsättningen för Q2 blev 47,3 mkr (58,1), en minskning med 19% y/y. EBITDA minskade y/y till 1,2 mkr (16,4). Trots en vikande annonsmarknad ökade omsättningen inom Every Media med 6% y/y till 32,3 mkr, tack vare en god utveckling av prenumerationstjänster. Antalet betalande prenumeranter fortsätter att öka och är nu drygt 25.000, vilket är positivt då detta är återkommande intäkter. Av dessa är nästan 14.000 månatliga prenumeranter av Elite Prospects, som ökade med 46% y/y. Elite Prospects är en tillgång med stor potential som har 1,2 miljoner besökare per vecka och växer stadigt. Det finns goda förutsättningar att få ut mer betalt per användare genom att utveckla tjänsten och prissättningen. Framför allt finns stor potential i Nordamerika där det finns 1,5 milj licensierade hockeyspelare som kan få ett stort mervärde genom att använda Elite Prospects.

Every Padel fortsatte att ha en tuff utveckling och omsättningen minskade med 45% y/y till 15 mkr (27,5). Lönsamhetsproblemen i anläggningen Stigamo i Jönköping, med 20 banor, fortsatte och det beslutades att stänga den tillfälligt från och med 1 juli 2022. Detta är en del av den portföljoptimering som kommunicerades i samband med förra kvartalsrapporten. Utöver detta initieras ett sparpaket på 15 mkr per år med full effekt från och med Q1 2023.

Den svenska marknaden för padel har sett en överetablering på utbudssidan, medan efterfrågan fortsatt är mycket stark och antal aktiva spelare ökar fortsatt. En naturlig följd av överetableringen är att vi sett en ökad konsolidering och nedläggning av flera anläggningar, då det krävs stordriftsfördelar för att nå god lönsamhet. Every Padel är en av de större inom padel i Sverige och har en relativ fördel gentemot mindre aktörer. Vi ser det som positivt att bolaget jobbar med att optimera sin portfölj av anläggningar och uppfattar att det finns mycket att göra för att få upp lönsamheten. Detta tillsammans med sparpaketet gör att vi tror på en återhämtning i lönsamhet nästa år.

Estimatförändringar

Efter kvartalet gör vi justeringar i våra estimat för att bättre spegla situationen inom Every Padel. Vi har tagit ner antal banor men räknar med en något förbättrad intjäning per bana framöver för att spegla den optimering som bolaget genomför. Vi tar ner våra antaganden på totalen för försäljningstillväxten inom Every Padel och vill se en vändning till det bättre innan vi vågar ta upp den igen. Vår tes är att Every Padel har en relativ fördel mot mindre aktörer i den konsolidering som sker men väljer att vara försiktiga under rådande osäkerhet. Våra estimat för Every Media är oförändrade då den ökade andelen återkommande intäkterna kompenserar för den svagare annonsmarknaden. Sammantaget ger detta en nedjustering på 8% på försäljningen de närmaste tre åren.

Värderingsrational

För att reflektera den ökade volatiliteten på marknaden samt en multipelkontraktion bland våra peers sänker vi vårt motiverade värde från 48-51 kr till 30-32 kr.

Vi har valt att göra en s.k. sum of the parts-modell (SOTP) för att värdera ESMG. Vi anser detta vara den bästa metoden då bolagets olika affärsområden har olika volatilitet och potentiell lönsamhet. Vår SOTP utgår ifrån våra 2024-estimat och diskonteras sedan tillbaka till idag med en diskonteringsränta på 18%. Med anledning av det osäkra läget på marknaden har vi sänkt multiplarna med 30% jämfört med förra kvartalet.

För att värdera Elite Prospects och media B2C har vi tittat på ett antal bolag som erbjuder prenumerationstjänster till konsumenter som peers.

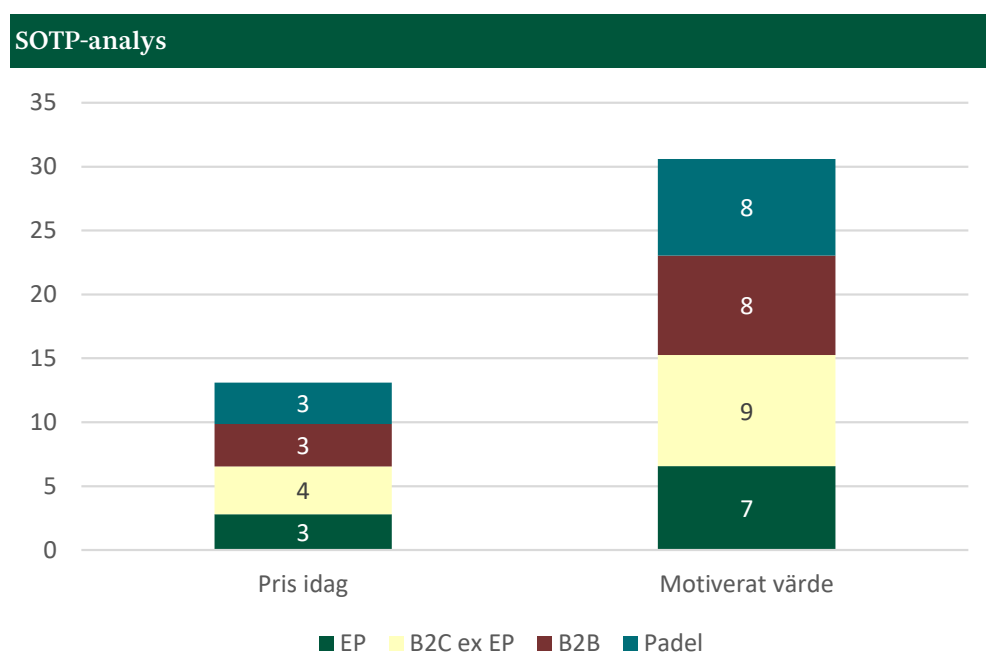
Elite Prospects: Givet den starka tillväxten i antalet prenumeranter anser vi att Elite Prospects ska värderas till 2,5x sales (tidigare 3,5x) vilket ger ett nuvärde om ca 7 kr per aktie.

B2C ex Elite Prospects: Vi bedömer att dessa intäkter och prenumeranter har en högre churn rate än Elite Prospects. Vi väljer således att värdera dessa till intäkter till 1x sales, vilket är en minskning från 1,5x. Det ger diskonterat till idag ca 9 kr per aktie.

B2B: Dessa intäkter har historiskt visat högst volatilitet vilket gör att vi värderar dessa med lägst multipel, 0,7x mot tidigare 1x Sales 2024 vilket motsvarar ca 8 kr per aktie i dagsläget.

Padel: Givet att detta affärsområde är nyast och visat kortast historik värderar vi detta på 0,7x EV/Sales 2024 (tidigare 1x), vilket ger ca 8 kr per aktie. För att höja värderingen krävs en längre historik samt data på hur lönsamt affärsområdet är. För 2020 uppgick Klövern Padelers rörelsemarginal till 14%. Kan dessa nivåer nås skulle det motivera en högre värdering.

Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 30-32 kr i denna SOTP-värdering. Som komplement till denna har vi en DCF-analys där vi höjer avkastningskravet från 10% till 12% för att återspegla marknadens osäkra läge. DCF-värderingen ger ett värde på 25 kr. Vi föredrar dock SOTP-metodiken då prognoser för avskrivningar kopplade till leasing och kapitalisering av leasingkontrakt stör kassaflödesprognosen efter vår prognosperiod. Givet det höga avkastningskrav vi har i vår SOTP-analys bedömer vi att vi har justerat för den kommersiella risken i de olika affärsområdena.



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
Viaplay Group	22 329	21 037	1,54x	1,29x	1,04x	37,2x	35,1x	15,6x	80,0x	78,1x	22,3x	30,0x	136,9x	32,3x
Sleep Cycle	750	566	2,96x	2,56x	2,05x	26,9x	10,0x	8,0x	31,7x	11,1x	8,8x	52,6x	21,1x	17,7x
Storytel	3 607	3 159	1,21x	0,97x	0,82x	-	(39,9x)	19,3x	-	(10,3x)	(27,3x)	-	-	-
Match Group, Inc.	212 168	240 080	7,56x	6,86x	5,87x	24,7x	19,5x	16,2x	27,1x	24,9x	20,1x	80,5x	29,3x	25,6x
Spotify Technology	232 203	208 708	1,69x	1,68x	1,45x	82,2x	(52,5x)	1118,4x	227,1x	(35,1x)	(81,4x)	279,3x	-	-
Walt Disney	1 946 289	2 432 059	3,10x	2,87x	2,56x	20,1x	16,0x	13,4x	34,9x	18,7x	15,6x	71,4x	26,6x	19,4x
Netflix	1 040 015	1 154 666	3,61x	3,53x	3,27x	17,7x	17,7x	15,6x	18,4x	20,1x	17,7x	20,2x	22,4x	20,9x
Mean			3,10x	2,82x	2,44x	32,8x	0,8x	172,4x	69,9x	15,4x	(3,5x)	89,0x	47,3x	23,2x
Median			2,96x	2,56x	2,05x	25,8x	16,0x	15,6x	33,3x	18,7x	15,6x	62,0x	26,6x	20,9x

Margins	Gross income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Viaplay Group	23,5%	19,6%	20,4%	4,1%	3,7%	6,6%	1,9%	1,7%	4,7%	5,7%	4,4%	3,4%
Sleep Cycle	33,2%	76,7%	77,0%	11,0%	25,6%	25,7%	9,3%	23,1%	23,1%	7,6%	18,6%	18,4%
Storytel	-	39,3%	40,0%	-	-2,4%	4,3%	-	-9,4%	-3,0%	-	-12,5%	-4,1%
Match Group, Inc.	68,6%	70,0%	70,3%	30,6%	35,3%	36,1%	27,9%	27,5%	29,1%	9,1%	20,9%	21,2%
Spotify Technology	26,5%	25,1%	26,5%	2,1%	-3,2%	0,1%	0,7%	-4,8%	-1,8%	0,7%	-2,5%	-1,1%
Walt Disney	28,3%	33,5%	35,8%	15,4%	17,9%	19,0%	8,9%	15,3%	16,4%	3,5%	4,9%	9,2%
Netflix	40,6%	40,0%	40,8%	62,4%	20,0%	20,9%	19,1%	17,5%	18,4%	16,4%	14,2%	14,2%
Mean	36,8%	43,5%	44,4%	20,9%	13,8%	16,1%	11,3%	10,1%	12,4%	7,2%	6,9%	8,7%
Median	30,7%	39,3%	40,0%	13,2%	17,9%	19,0%	9,1%	15,3%	16,4%	6,7%	4,9%	9,2%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Viaplay Group	13,2%	28,7%	24,7%	-72,6%	-36,4%	125,0%	-69,5%	-58,4%	250,8%	77,1%	120,3%	-3,0%
Sleep Cycle	-	20,8%	25,1%	-63,0%	126,0%	25,7%	-68,2%	117,0%	25,5%	-67,1%	412,5%	24,4%
Storytel	16,2%	44,9%	18,2%	49,7%	nm	nm	83,1%	nm	nm	88,8%	nm	nm
Match Group, Inc.	23,9%	15,0%	17,0%	11,3%	13,2%	19,8%	7,2%	10,9%	23,9%	-51,7%	157,8%	18,9%
Spotify Technology	23,6%	7,7%	15,9%	435,3%	nm	nm	-192,5%	nm	nm	-130,6%	nm	nm
Walt Disney	22,7%	19,5%	16,0%	8,3%	14,8%	17,7%	-7,5%	20,7%	27,5%	-7,7%	20,2%	27,9%
Netflix	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mean	19,9%	22,8%	19,5%	61,5%	29,4%	47,1%	-41,2%	22,6%	81,9%	-15,2%	177,7%	17,0%
Median	22,7%	20,1%	17,6%	9,8%	14,0%	22,7%	-37,9%	15,8%	26,5%	-29,7%	139,1%	21,7%

EPB, Factset

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output				WACC assumptions				Sensitivity analysis																																												
Sum of PV of FCF (explicit period)	19			Risk free nominal rate	2,5%	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">WACC</th> <th colspan="5">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th>1,0%</th> <th>1,5%</th> <th>2,0%</th> <th>2,5%</th> <th>3,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>11,0%</td> <td>27</td> <td>29</td> <td>31</td> <td>34</td> <td>36</td> </tr> <tr> <td>11,5%</td> <td>24</td> <td>26</td> <td>28</td> <td>30</td> <td>33</td> </tr> <tr> <td>12,0%</td> <td>22</td> <td>23</td> <td>25</td> <td>27</td> <td>29</td> </tr> <tr> <td>12,5%</td> <td>20</td> <td>21</td> <td>23</td> <td>24</td> <td>26</td> </tr> <tr> <td>13,0%</td> <td>18</td> <td>19</td> <td>20</td> <td>22</td> <td>24</td> </tr> </tbody> </table>						WACC	Long-term growth rate					1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	11,0%	27	29	31	34	36	11,5%	24	26	28	30	33	12,0%	22	23	25	27	29	12,5%	20	21	23	24	26	13,0%	18	19	20	22	24
WACC	Long-term growth rate																																																			
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%																																															
11,0%	27	29	31	34	36																																															
11,5%	24	26	28	30	33																																															
12,0%	22	23	25	27	29																																															
12,5%	20	21	23	24	26																																															
13,0%	18	19	20	22	24																																															
PV of terminal value (perpetuity formula)	133			Risk premium	5,5%	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">WACC</th> <th colspan="5">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th>7,0%</th> <th>9,5%</th> <th>12,0%</th> <th>14,5%</th> <th>17,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>11,0%</td> <td>16</td> <td>24</td> <td>31</td> <td>38</td> <td>46</td> </tr> <tr> <td>11,5%</td> <td>14</td> <td>21</td> <td>28</td> <td>35</td> <td>42</td> </tr> <tr> <td>12,0%</td> <td>13</td> <td>19</td> <td>25</td> <td>31</td> <td>38</td> </tr> <tr> <td>12,5%</td> <td>11</td> <td>17</td> <td>23</td> <td>28</td> <td>34</td> </tr> <tr> <td>13,0%</td> <td>10</td> <td>15</td> <td>20</td> <td>26</td> <td>31</td> </tr> </tbody> </table>						WACC	Long-term EBIT margin					7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%	11,0%	16	24	31	38	46	11,5%	14	21	28	35	42	12,0%	13	19	25	31	38	12,5%	11	17	23	28	34	13,0%	10	15	20	26	31
WACC	Long-term EBIT margin																																																			
	7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%																																															
11,0%	16	24	31	38	46																																															
11,5%	14	21	28	35	42																																															
12,0%	13	19	25	31	38																																															
12,5%	11	17	23	28	34																																															
13,0%	10	15	20	26	31																																															
Enterprise value	153			Extra risk premium	0,9																																															
Less: net debt	-1			Beta	12,4%																																															
Minority interests & other	0			Cost of equity	12,4%																																															
Equity value	153			Cost of debt (pre-tax)	5,0%																																															
No. of shares outstanding (millions)	6			Tax rate	22%																																															
Equity value per share (SEK)	25			Target debt/(debt + equity)	4%																																															
				WACC	12,0%																																															
Implied multipl.				Terminal value assumptions																																																
EV/Sales	0,8	0,7	0,6	Long term growth rate	2,0%																																															
EV/EBITDA	4,7	6,4	9,3	Long term EBIT margin	12,0%																																															
EV/EBIT	-33,6	-5,6	1197,9	Depreciation (% of sales)	5,0%																																															
EV/NOPLAT	-43,1	-7,2	1535,8	Capex (% of sales)	4,0%																																															
P/E	-	-	-	Working cap. (% of sales)	-2,6%																																															
ROIC/WACC	-	-	-	Tax rate	22%																																															
Current Share price	20,1																																																			

DCF (SEKm)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Terminal
Sales	90	82	186	212	248	276	304	330	355	376	396	415	432	446	458	467	
EBITDA	11	5	33	24	46	51	17	22	29	35	42	50	57	65	72	79	
- Depreciation	-4	-4	-31	-44	-40	-40	-7	-9	-10	-12	-14	-16	-18	-19	-21	-23	
= EBIT*	7	1	-5	-27	0	5	9	14	18	24	29	34	39	45	51	56	
- Tax on EBIT	-2	0	1	6	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-9	-10	-11	-12	
= NOPLAT	6	1	-4	-21	0	4	7	11	14	18	22	27	31	35	39	44	
+ Depreciation**	4	4	6	6	6	6	7	9	10	12	14	16	18	19	21	23	
= Gross cash flow	10	5	2	-15	6	10	14	19	25	30	36	42	48	55	61	67	
- Capex****	-3	-1	-6	-12	-12	-12	-13	-14	-15	-15	-16	-17	-17	-18	-18	-19	
= Increase (+decrease) in WC	-4	6	-8	-3	-2	-2	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	
* Free cash flow from operations	2	9	-12	-31	-8	-4	2	6	11	16	21	26	31	37	43	49	
PV of cash flow	-13	-29	-7	-7	-3	2	4	6	8	9	10	11	11	12	12	133	
% of Enterprise value	-9%	-19%	-4%	-2%	1%	2%	4%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	87%	
Accumulated % of Enterprise value	-9%	-28%	-32%	-32%	-34%	-33%	-31%	-27%	-22%	-16%	-10%	-3%	5%	13%	100%		

Key Figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Sales growth	-8,7%	126,3%	13,8%	16,7%	11,4%	10,1%	8,7%	7,4%	6,0%	5,4%	4,7%	4,0%	3,3%	2,7%	2,0%		
EBITDA margin	12,2%	6,1%	17,8%	11,3%	18,9%	18,3%	5,6%	6,6%	8,1%	9,4%	10,7%	11,9%	13,2%	14,5%	15,7%	17,0%	
EBITDA growth	-58%	602%	-28%	93%	10,7%	-67,3%	35,1%	28,4%	23,4%	19,6%	17,1%	15,1%	13,3%	11,7%	10,2%		
EBIT margin	1%	-2%	-13%	0%	1,9%	3,0%	4,1%	5,2%	6,3%	7,2%	8,2%	9,1%	10,1%	11,0%	12,0%		
Depreciation (% of sales)	4,8%	3,2%	2,8%	2,4%	2,2%	2,4%	2,6%	2,9%	3,1%	3,4%	3,7%	4,1%	4,4%	4,7%	5,0%		
Capex (% of sales)	3,6%	3,4%	5,7%	4,8%	4,3%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%		
Capex (% of depreciation)	86%	105%	200%	200%	200%	177%	159%	143%	130%	118%	108%	99%	92%	86%	80%		
Working capital (% of sales)	0%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%		
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%		

* Inkl. Finansieringskostnader
 ** Ex. Avskrivningar av nyttjandevärdetillgångar
 *** Ex. Kapitalisering av leasing

EPB

Resultaträkning

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	90	82	186	212	248	276
Övriga intäkter	4	2	4	3	0	0
Kostnad sålda varor	-9	-9	-31	-31	-38	-42
Bruttovinst	85	76	160	185	210	234
Personalkostnader	-41	-39	-72	-89	-89	-99
Övriga rörelsekostnader	-34	-32	-56	-72	-76	-84
EBITDA	11	5	33	24	46	51
Avskrivningar	-4	-4	-31	-44	-40	-40
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerad)	7	1	2	-20	6	11
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0
EBIT	7	1	2	-20	6	11
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-5	-7	-6	-5
Resultat före skatt	6	0	-2	-27	0	5
Skatter	0	1	-2	2	0	-1
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	6	1	-5	-25	0	4
Nettoresultat (justerat)	6	1	-5	-25	0	4

EPB

Balansräkning

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR						
Balanserade utgifter för utvecklingsarbete	5	5	5	5	5	5
Varumärken	0	0	2	2	2	2
Goodwill	28	28	82	82	82	82
Maskiner och inventarier	0	0	9	8	8	8
Förbättringsutgifter på annans fastighet	0	0	3	2	2	2
Nyttjanderättstillgångar	2	5	202	219	199	179
Andelar i intressebolag	0	0	0	0	0	0
Uppskjuten skattefordran	2	5	4	4	4	4
Andra långsiktiga fordringar	0	0	1	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	39	43	306	322	302	282
Varulager	0	0	1	1	2	2
Kundfordringar	7	8	17	20	22	24
Aktuella skattefordringar	0	0	0	0	0	0
Övriga fordringar	2	1	5	4	4	4
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	4	5	15	17	17	17
Summa omsättningstillgångar	13	14	37	42	45	47
Likvida medel	3	10	10	-13	-13	-3
SUMMA TILLGÅNGAR	54	67	353	351	333	326
Eget kapital	22	23	72	47	47	51
Uppskjuten skatteskuld	0	1	1	1	1	1
Övriga skulder till kreditinstitut	2	5	5	10	10	10
Övriga långfristiga skulder	5	5	4	3	3	3
Långfristig leasingsskuld	1	4	168	187	169	157
Summa långfristiga skulder	8	14	178	201	183	171
Kortfristiga skulder	1	1	4	2	2	2
Checkräkningskredit			0	0	0	0
Övriga skulder till kreditinstitut	0	1	4	2	2	2
Leverantörsskulder	3	4	15	5	6	7
Aktuella skatteskulder	0	1	3	1	1	1
Övriga skulder	3	9	11	22	22	22
Kortfristig leasingsskuld	2	1	45	47	47	47
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	15	14	26	25	25	25
Summa kortfristiga skulder	23	31	104	103	103	104
Summa Eget kapital och Skulder	54	67	353	351	333	326

EPB

Kassaflödesanalys

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	6	1	-5	-25	0	4
Icke kassaflödespåverkande poster	4	2	29	44	40	40
Förändringar i rörelsekapital	-4	6	-8	-3	-2	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	7	9	16	15	38	42
Investeringar ink. Kapitalisering av leasing	-3	-1	-6	-12	-20	-20
Avyttringar	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	3	8	9	3	18	22
Utdelningar	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	4	9	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar (leasing)	-4	-4	-18	15	20	20
Kassaflöde	-1	7	0	18	38	42
Omräkningsdifferenser i likvida medel			0	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	8	6	217	263	245	223

EPB

Nyckeltal

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	n.m	-9%	126%	14%	17%	11%
EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16)	n.m	-58%	n.m	n.m	n.m	86%
EPS-tillväxt, justerad	n.m	-92%	718%	n.m	n.m	4108%
Bruttomarginal	n.m	92,3%	85,9%	87,1%	84,8%	84,8%
EBITDA-marginal (inkl. IFRS 16)	n.m.	5,7%	17,6%	11,2%	18,4%	18,3%
EBIT-marginal (justerad, inkl. IFRS 16)	n.m.	0,9%	1,2%	-9,6%	2,3%	3,8%
Skattesats	n.m.	834%	24%	21%	21%	21%
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad			-7%	-54%	0%	8%
ROCE, justerad (inkl. IFRS 16)	0%	0%	1%	-7%	2%	4%
	2019	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	12,5x	131,6x	-16,3x	-3,1x	763,8x	18,2x
P/EK	3,4x	3,4x	1,1x	1,7x	1,7x	1,5x
P/FCF (Justerad för leasing åtaganden)		9,8x	15,8x	-202,3x	3,3x	2,8x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales (ex IFRS 16)	0,9x	0,9x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x
EV/Sales (inkl IFRS 16)	0,9x	1,0x	1,5x	1,4x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA (ex IFRS 16)	6,9x	16,4x	2,3x	3,2x	1,7x	1,5x
EV/EBITDA (inkl. IFRS 16)	7,1x	17,5x	8,8x	13,1x	6,4x	5,5x
EV/EBIT, justerat (ex IFRS 16)	0,0x	104,0x	34,6x	-3,7x	13,5x	7,3x
EV/EBIT, justerat (inkl. IFRS 16)	0,0x	111,0x	130,6x	-15,2x	51,4x	26,5x
Aktiekurs, årets slut	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
EV, årets slut (ex IFRS 16)		77	77	77	77	77
EV, årets slut (inkl. IFRS 16)		82	290	311	293	281

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