



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Betting | Sverige | 17 Augusti 2022

Angler Gaming

Trading update ger hopp om lättnad

Utmanande kvartal..

Omsättningen i kvartalet uppgick EUR 6,9m vilket motsvarar en tillväxt om -32% y/y. Siffran var lägre än vårt estimat om 8,9m. EBIT uppgick till -0,626m vs våra estimat om 1,2m EUR. Den främsta anledningen till den kraftiga avvikelsen är att bruttomarginalen tyngs av olönsamma affiliate samarbeten. Bolaget inleder Q3 starkt med intäkter om EUR 2,9m och en EBIT marginal om 21%.

...men trading update en ljuspunkt

I kvartalet ser vi att nya deponerade kunder stiger med 8,8% q/q, aktiverade kunder stiger 12,5% q/q. I H2 kommer bolaget böja se intjäning ifrån 2 B2B-samarbeten. Detta kan förklara den starka EBIT marginalen i juli. Vi är dock försiktiga med att prisa in marginalexpansionen och tillväxt vilket gör att vi sänker våra försäljningsestimat med i snitt 9% per år och EBIT med i snitt EUR 1,6m per år. (Se sid 5).

Trots låg värdering ser vi begränsad kortsiktig potential i aktien

Trots att bolagets trading update indikerar att man har vänt den nedåtgående trenden i lönsamhet sänker vi vårt motiverade värde till 5,5-5,8 kr ifrån tidigare 5,8-6,0 kr. Vi bedömer att bolaget behöver bevisa en tydlig turnaround för att en omvärdering av aktien skall ske.

Kommande händelser		Prognos (EUR)				Värde och risk		
Q3'22	2022-11-10	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	5.5 - 5.8	
Bolagsfakta (EURm)		Omsättning, mkr	43	34	35	37	Aktiekurs	€0.4
Antal aktier	75m	Tillväxt	(1)%	(21)%	4%	5%	Riskenivå	Medium
Börsvärde	31	EBITDA, mkr	8.1	1.9	4.8	5.3	Kursutveckling 12 mån	
Nettoskuld	0	EBIT, mkr	9	2	5	5		
EV	32	EPS, justerad	0.1	0.0	0.1	0.1		
Free float	90%	EPS tillväxt	(36)%	(89)%	388%	11%		
Daglig handelsvolym, snitt	104(k)	EK/aktie	0.2	0.1	0.1	0.2		
Reuters/Bloomberg	ANG.ST/ANGL SS	Utdelning/aktie	0.1	0.0	0.0	0.0		
		EBIT-marginal	21.6%	6.5%	13.6%	14.1%		
		ROE (%)	49.7%	8.8%	38.2%	32.8%		
		ROCE	53.2%	23.4%	45.4%	38.7%		
		EV/Sales	0.7x	0.9x	0.9x	0.8x		
		EV/EBITDA	3.9x	16.3x	6.5x	6.0x		
		EV/EBIT	3.4x	14.2x	6.6x	6.0x		
		P/E, justerad	4.9x	39.6x	8.1x	7.3x		
		P/EK	2.1x	3.5x	3.1x	2.4x	Analytiker	
		Direktavkastning	20.2%	1.3%	6.2%	6.9%	rikard.engberg@penser.se	
		FCF yield	16.1%	8.4%	14.4%	16.1%		
		Nettosk./EBITDA	(0.7)g	(0.6)g	(0.8)g	(1.8)g		



Sammanfattning

Trading update ger hopp om lättnad

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 5,5–5,8 kr per aktie.

Bolagsprofil

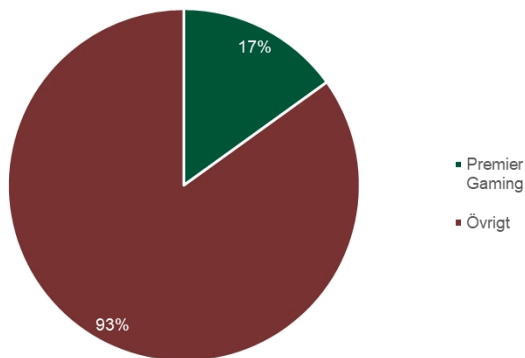
Den internationella igaming-marknaden uppgick 2017 till 47 miljarder USD och väntas växa med ca 12–15% årligen. Vi ser framförallt två drivkrafter bakom denna utveckling. Den första är att igaming som andel av totalt spelande fortfarande är relativt låg. I Sverige och UK som anses vara bland de mest 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

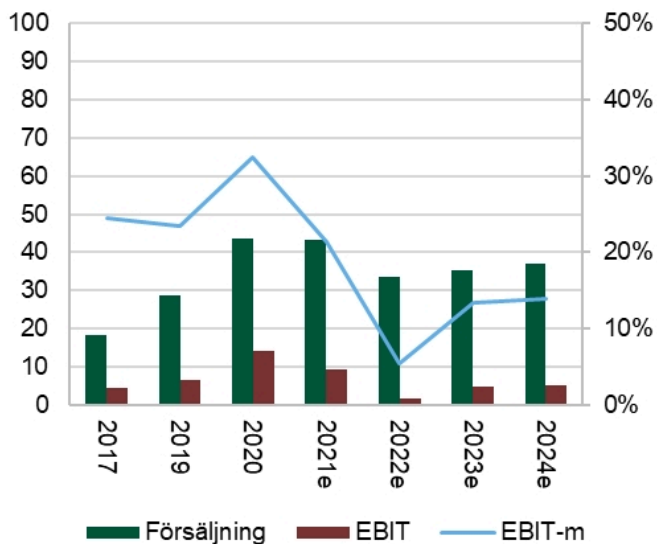
Vi har använt en DCF för att värdera Angler men väljer att applicera en rabatt jämfört detta värde med ca 20% då vi bedömer att en multiplexpansion inte kommer att äga rum innan vi ser en operationell vändning. Detta ger ett motiverat värde om 5,5 - 5,8 kr. Den höga direktavkastningen om ca 6% ger stöd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

Operativa segment



Källa: Bolaget

Försäljning och EBIT y/y

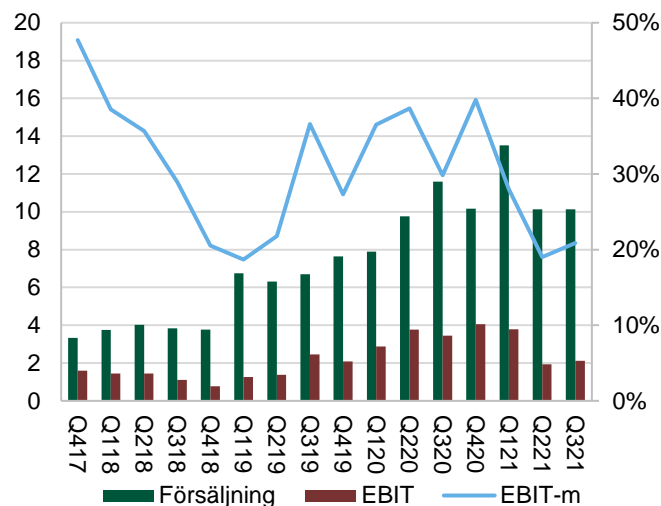


Estimatförändringar

	2022	2023	2024
Försäljning	-8,1%	-8,9%	-7,9%
EBIT	-48,9%	-19,7%	-17,5%
EPS	-76,7%	-25,8%	-23,0%
Försäljning	-3,0	-3,4	-3,2
EBIT	-2,1	-1,2	-1,1

Källa: EPB

Försäljning och EBIT q/q



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	599	584	1,79x	1,32x	1,20x	13,9x	11,0x	9,2x	27,7x	17,4x	13,1x	7325,3x	19,0x	14,5x
Betsson	937	932	1,36x	1,23x	1,12x	7,6x	6,4x	6,1x	8,8x	8,6x	7,8x	9,4x	9,8x	9,0x
Kindred Group	2 039	2 007	1,65x	1,54x	1,29x	10,6x	12,7x	7,2x	15,8x	21,9x	9,5x	12,1x	24,0x	12,0x
Angler Gaming	33	27	0,73x	0,72x	0,66x	4,7x	6,5x	4,4x	4,7x	6,4x	4,2x	8,4x	224,1x	8,0x
			1,60x	1,37x	1,20x	10,7x	10,1x	7,5x	17,4x	16,0x	10,1x	2449,0x	17,6x	11,8x
			1,65x	1,32x	1,20x	10,6x	11,0x	7,2x	15,8x	17,4x	9,5x	12,1x	19,0x	12,0x

Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
LeoVegas	21,7%	68,1%	67,5%	12,8%	12,0%	13,0%	6,5%	7,6%	9,1%	0,0%	7,0%	7,7%
Betsson	18,8%	63,5%	61,7%	17,9%	19,2%	18,2%	15,6%	14,3%	14,4%	14,5%	12,4%	12,4%
Kindred Group	51,9%	54,6%	56,9%	15,7%	12,2%	17,9%	10,4%	7,1%	13,6%	14,1%	5,5%	11,3%
Angler Gaming	15,6%	31,9%	34,4%	15,6%	11,1%	14,7%	15,6%	11,4%	15,6%	10,4%	7,8%	13,1%
	30,8%	62,1%	62,0%	15,5%	14,4%	16,4%	10,8%	9,7%	12,4%	9,5%	8,3%	10,5%
	21,7%	63,5%	61,7%	15,7%	12,2%	17,9%	10,4%	7,6%	13,6%	14,1%	7,0%	11,3%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
LeoVegas	2,1%	10,7%	10,3%	-1,6%	19,4%	19,7%	37,7%	31,0%	33,3%	-97,1%	158,1%	21,2%
Betsson	4,1%	11,9%	10,4%	-16,4%	nm	nm	-19,8%	nm	nm	-12,8%	nm	nm
Kindred Group	-20,4%	-13,6%	19,6%	-59,0%	-60,1%	76,5%	-69,1%	-77,5%	130,2%	-48,5%	-79,8%	147,1%
Angler Gaming	-21,1%	-15,6%	10,0%	-55,1%	-56,3%	46,3%	-55,2%	-55,3%	51,2%	-64,3%	-60,6%	84,5%
	-4,7%	3,0%	13,5%	-25,7%	-20,3%	48,1%	-17,0%	-23,3%	81,8%	-52,8%	39,2%	84,2%
	2,1%	10,7%	10,4%	-16,4%	-20,3%	48,1%	-19,8%	-23,3%	81,8%	-48,5%	39,2%	84,2%

Källa: Factset

Kvartalet i detalj

Omsättningen i kvartalet uppgick EUR 6,9m vilket motsvarar en tillväxt om -32% y/y. Siffran var lägre än vårt estimat om 8,9m. EBIT uppgick till -0,626m vs våra estimat om 1,2m EUR. Den främsta anledningen till den kraftiga avvikelserna är att bruttomarginalen tyngs av nedstängning av olönsamma affiliate samarbeten. Bruttomarginalen uppgick till 15%. Tidigare har bolaget legat mellan 35-40%.

Trots den svaga lönsamheten ser vi två ljusglimtar i rapporten och dessa är:

- Aktiva kunder uppgick till 76 785, en ökning med 16% y/y
- Nya registrerade kunder uppgick till 91 142, en ökning med 56% y/y

Vi bedömer att detta inflöde kan vara en förklaring till den relativt starka trading update som bolaget lämnade för juli månad.

Trading update

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

- Intäkterna i juli månad uppgick till EUR 2,9m. Det dagliga spelöverskottet under kvartalets 37 första dagar var i snitt 31% högre än i hela Q1'22 och ca 10% lägre än under samma period i Q3'21
- EBIT för juli månad uppgick till EUR 0,6m vilket motsvarar en marginal om 21%. Vi bedömer således att bolaget kommer röra sig tillbaka emot tidigare bruttomarginaler kring 30%

Estimatförändringar

Då trading update endast innefattar en del av kvartalet som är säsongsmässigt svagare så är vi försiktiga med att räkna hem för mycket tillväxt och lönsamhetsexpansion i närtid. Vi sänker således våra försäljningsestimater med i snitt 9%. Trots den starka EBIT-utvecklingen under inledningen av Q2 sänker vi våra EBIT-estimater med i snitt EUR 1,6m. Vi väljer således att vara fortsatt försiktiga i att räkna hem en turnaround för bolaget.

Estimatförändringar

	2022	2023	2024
Försäljning	-8,1%	-8,9%	-7,9%
EBIT	-48,9%	-19,7%	-17,5%
EPS	-76,7%	-25,8%	-23,0%
Försäljning	-3,0	-3,4	-3,2
EBIT	-2,1	-1,2	-1,1

Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettomsättning	12,5	18,4	28,5	43,5	43,4	34,0	35,4	37,3
COGS	-6,3	-10,4	-16,4	-24,3	-27,9	-24,4	-22,7	-23,5
Bruttovinst	6,2	8,0	12,1	19,2	15,5	9,6	12,7	13,8
Marknadsföring	-0,2	-1,7	-3,1	-1,9	-1,6	-5,7	-2,2	-2,6
Personalkostnader	-0,7	-0,9	-1,2	-1,6	-2,4	-2,8	-3,1	-3,4
Övriga kostnader	-0,6	-0,7	-1,0	-1,6	-2,3	-3,0	-2,6	-2,6
EBITDA	4,7	4,6	6,7	14,1	9,3	1,9	4,8	5,3
Avskrivningar	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwillnedskrivningar								
EBIT	4,5	4,5	6,7	14,1	9,3	1,9	4,8	5,3
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (Just)	4,5	4,5	6,7	14,2	9,3	1,9	4,8	5,3
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	-1,4	-0,8	-0,8
Resultat före skatt	6,5	4,5	6,3	11,9	7,3	0,6	4,0	4,5
Skatter	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoreultat Rapporterat	6,4	4,4	6,1	11,6	7,3	0,5	3,9	4,3
Nettoreultat (Just)	6,4	4,4	6,1	11,6	7,3	0,5	3,9	4,3

Källa: EPB

Balansräkning

Balansräkning	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Tillgångar								
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
Summa anläggningstillgångar	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kurreförråd	2,2	4,9	6,4	9,7	12,2	12,2	5,9	6,6
Summa omsättningstillgångar	2,2	4,9	6,4	9,7	12,2	12,2	5,9	6,6
Kassabank	3,7	2,9	4,5	9,6	5,7	1,1	8,0	9,2
Summa tillgångar	7,3	9,0	12,1	20,5	19,1	14,6	15,2	17,0
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	6,3	7,4	10,2	16,4	14,8	9,1	10,2	11,5
Minderpostressen								
Summa Eget Kapital	6,3	7,4	10,2	16,4	14,8	9,1	10,2	11,5
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
Summa Långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	5,1	4,6	5,1
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
Summa Långfristiga skulder	1,0	1,6	2,0	4,1	4,4	5,5	5,0	5,5
Summa Eget Kapital och skulder	7,3	9,0	12,1	20,5	19,1	14,6	15,2	17,0

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoreultat Rapporterat	6,4	4,4	6,1	11,6	7,3	0,5	3,9	4,3
Icke kassaflödespåverkande poster	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde före förändringar i rörelsekapital	6,5	4,5	6,3	11,7	7,3	0,5	3,9	4,3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	5,6	2,4	5,0	10,3	5,1	3	5	5
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
Fritt Kassaflöde	3,1	2,5	5,0	10,3	5,1	2,7	4,6	5,2
Utdelningar	0	-3	-3	-5,2	-9,0	-6,4	-6,4	-2,2
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
Övriga finansiell verksamhet	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	3,1	-0,9	1,7	5,1	-3,9	6,3	6,3	6,3
Nettoskuld (Just)	-3,7	-2,9	-4,5	-9,6	-5,7	-1	-4	-9

Källa: EPB

Nyckeltal

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	74%	47%	55%	52%	-1%	-21%	4%	5%
Rörelseresultat, tillväxt	169%	32%	13%	100%	-43%	-72%	116%	9%
EPS, årsförändring	n.m.	n.m.	48%	78%	-36%	-89%	388%	11%
EBITA-marginal	39%	34%	25%	33%	19%	7%	14%	14%
Rörelsemarginal	38%	34%	25%	32%	19%	7%	14%	14%
Vinstmarginal, justerad	51%	24%	23%	27%	17%	2%	11%	12%
Skattesats	6%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	0%
Lönsamhet								
ROE	68%	59%	64%	70%	50%	9%	38%	37%
ROE, 3-årsnitt		63%	63%	64%	61%	43%	32%	28%
ROCE	73%	82%	68%	83%	53%	23%	45%	44%
ROCE, 5-årsnitt		78%	74%	78%	68%	53%	41%	38%
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat			4,9	3,5	4,9	39,6	8,1	7,3
P/EK			3,1	1,9	2,1	3,5	3,1	2,7
P/FCF			6,2	3,1	6,2	11,7	3,6	7,4
Direktavkastning			12%	29%	20%	2%	9%	10%
Utdelningsandel, justerad			60%	100%	100%	70%	70%	70%
EV/Sales			0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA			4,0	1,6	2,8	15,7	4,9	4,2
EV/EBIT			4,0	1,6	2,8	15,8	4,9	4,2
EV, ärens slut			27,0	21,9	25,8	30,4	23,6	22,3

Källa: EPB

Kvartalsvisdata

0.882586

Resulträkning	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222
Nettomomsättning	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	6,9
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	-5,6	-6,8	-6,3	-6,9	-6,5	-6,2	-5,8	-5,9
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	1,0
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	-0,4
Personalkostnader	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-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	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,7	-1,7	-0,7	-0,7
Rörelseresultat (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	-0,6
Akquisitioner	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	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	-0,6
Finansordningsposter	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	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	-0,6
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	-0,6
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	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	-1,2
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	0,0
Minoritetsintessen	0	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	-1,2
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	-1,2

Tillväxt och marginaler	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222
Omställningstillväxt					13%	80%	56%	75%	102%	17%	35%	73%	33%	51%	39%	-13%	0%	-19%	-42%	-32%
EBIT, tillväxt					nrf	-51%	nrf	-4%	121%	169%	128%	174%	41%	94%	31%	-49%	-39%	-82%	-89%	nrf
Bruttomarginal	51%	52%	44%	48%	41%	42%	40%	44%	46%	45%	44%	44%	45%	43%	39%	32%	36%	35%	28%	15%
EBITDA-marginal	40%	41%	35%	37%	29%	11%	20%	20%	32%	28%	29%	39%	34%	41%	39%	20%	22%	3%	4%	nrf
EBIT-marginal	14%	16%	15%	15%	11%	8%	13%	14%	25%	21%	30%	39%	35%	41%	39%	20%	22%	3%	4%	nrf
Skattesats	1%	2%	5%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	2%	3%	-4%	1%	56%	4%	nrf

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			43
PV of terminal value (perpetuity formula)			8
Enterprise value			51
Latest net debt			0
Minority interests & other			0
Equity value			51
No. of shares outstanding (millions)			75
Equity value per share (SEK)			6.83
Implicit multipl.			
EV/Sales	2021	2022	2023
EV/EBITDA	1,2	1,5	1,4
EV/EBIT	5,5	26,5	10,6
EV/NOPLAT	5,6	26,6	11,0
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			4,22

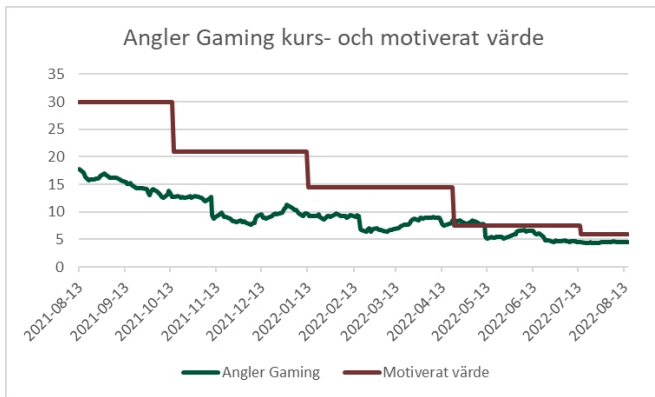
WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	3,1%
Beta	1,2
Cost of equity	12,8%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	12%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	12,5%
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	9,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	86,1%
Tax rate	12%

Sensitivity analysis					
Long-term growth rate					
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	11,5%	7,2	7,2	7,2	7,2
	12,0%	7,0	7,0	7,0	7,0
	12,5%	6,9	6,8	6,8	6,8
	13,0%	6,7	6,7	6,7	6,7
13,5%	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5
Long-term EBIT margin					
	4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
WACC	11,5%	5,7	6,4	7,2	7,9
	12,0%	5,6	6,3	7,0	7,7
	12,5%	5,5	6,2	6,8	7,5
	13,0%	5,5	6,1	6,7	7,3
13,5%	5,4	6,0	6,5	7,1	

	2022-08-18	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
DCF (SEKm)		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales		29	43	43	34	35	37	38	40	41	42	43	45	46	47	48	49
EBITDA		7	14	9	2	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
- Depreciation		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
= EBIT		7	14	9	2	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4
- Tax on EBIT		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= NOPLAT		6	14	9	2	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
+ Depreciation		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
= Gross cash flow		7	14	9	2	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
- Capex		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
- Increase (+decrease) in WC		21	12	7	1	4	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
= Free cash flow from operations		28	25	16	2	9	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
PV of cash flow				18	2	7	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1
% of Enterprise value				35%	4%	14%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	16%
Accumulated % of Enterprise value				35%	39%	54%	58%	63%	67%	70%	73%	76%	78%	80%	83%	84%	100%

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth		52,4%	-0,2%	-21,7%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%	2,8%	2,4%	2,2%	2,0%
EBITDA margin		32%	29%	8%	16%	13,4%	13,1%	12,9%	12,8%	12,4%	12,2%	11,9%	11,7%	11,5%	11,2%	11,0%
EBITDA growth		100%	-34%	-78%	14%	2,2%	2,0%	1,7%	1,5%	1,3%	1,0%	0,8%	0,6%	0,3%	0,1%	-0,1%
EBIT margin		32%	21%	6%	14%	12,2%	12,7%	12,3%	11,9%	11,5%	11,1%	10,7%	10,2%	9,8%	9,4%	9,0%
Depreciation (% of sales)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,5%	0,7%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%	1,6%	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%	1,0%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	2,0%
Capex (% of depreciation)		0%	0%	0%	0%	94%	97%	98%	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Working capital (% of sales)		62%	40%	105%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
Tax rate		2,7%	2,6%	0,7%	11,3%	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 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