



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Service | Sverige | 17 oktober 2022

Nordic LEVEL Group

Halvvägs till målet efter förvärvet av IP Security

Genomför sitt tredje större förvärv...

Nordic LEVEL Group (LEVEL) har meddelat att de avser att förvärva IP Security Scandinavia, en system-, tjänste- och produktleverantör inom säkerhetsbranschen. Bolaget har en stark ställning inom kritisk infrastruktur över hela Sverige samt sedan 2022 på den nordiska marknaden. De hade en omsättning på 46 mkr 2021 med en EBITDA-marginal på 12% vilket kan jämföras med vår prognos om 409 mkr i försäljning och 5 mkr i EBITDA för 2022e för koncernen. Affären väntas slutföras 1 december.

...och ligger nu på en årstakt på c. 500 mkr, vilket är halvvägs till målet

IP Security är det tredje större förvärvet som LEVEL genomför under 2022. Tillsammans med Corepart och SES har koncernen adderat ca 160 mkr i årstakt under 2022. Detta innebär att koncernen har nått runt 500 mkr i omsättning i årstakt eller hälften av den miljard de har som målsättning att nå 2026. Nordic LEVEL skapades för ett och ett halvt år sedan och vi ser det som positivt att de har levererat tillväxt så pass snabbt som de har.

Höjer estimat och motiverat värde

Vi höjer våra omsättningsestimater med runt 10% och med högre marginal är genomsnittet i koncernen höjer vi EBITDA med 11%. LEVEL betalar 15 mkr varav två tredjedelar i kontanter och resten i nyemitterade aktier (på 2,80 kr per aktie). Detta motsvarar EV/EBITDA på under 3x och EV/S på 0,3x, vilket vi ser som positivt. Om IP Security uppnår uppsatta mål tillkommer tilläggsköpeskillningar på totalt ytterligare 15 mkr. Som en följd av de högre estimaten höjer vi vårt motiverade värde till 3,2-3,4 (från 3,1-3,3). Om de fortsätter att närma sig miljarden på samma sätt ser vi uppsida till över 4 kr och om marginalen närmar sig målet på 10% (vi ligger på 8%) finns ytterligare uppsida.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	3,2 - 3,4 kr
Totala intäkter	409	0,9	511	9,9	Totala intäkter	227	409	511	562	Aktiekurs	1,8 kr
EBITDA, just.	5	3,9	30	11,3	Intäktstillväxt	127%	80%	25%	10%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	0,0	2,5	0,1	11,0	EBITDA, just.	-6	5	30	35	Kursutveckling 12 mån 	
					EBIT, just.	-14	-3	21	26		
Kommande händelser					EPS, just.	-0,3	0,0	0,1	0,2	Intressekonflikter	
Q3 - rapport	29 november 2022				EPS-tillväxt	64%	89%	451%	31%		
Q4 - rapport	17 februari 2023				EK/aktie	2,1x	2,1x	2,2x	2,4x	Yes	No
Bolagsfakta (mkr)					Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	93				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	4,1%	4,6%	Certified adviser	✓
Börsvärde	170				ROE, just.	Neg.	Neg.	6,8%	8,3%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	59				ROCE, just.	-2,7%	-0,3%	1,9%	2,3%		
EV	229				EV/Sales	0,9x	0,6x	0,4x	0,4x		
Free float	50%				EV/EBITDA	-31,2x	49,9x	7,3x	5,6x		
Daglig handelsvolym, snitt	43(k)				EV/EBIT	-14,8x	-88,5x	10,2x	7,6x		
Analytiker					P/E, just.	-9,9x	-44,4x	12,6x	9,7x		
Markus Almerud					P/EK	1,2x	0,9x	0,8x	0,8x		
markus.almerud@penser.se					FCF yield	-33%	-3%	12%	14%		
					Nettoskuld/EBITDA	-1,9x	12,9x	1,5x	0,7x		

Investment case

Förvärvet av LEVEL, vilket slutfördes i maj 2021, var transformativt. Det ökade omsättningen från ca 100 mkr till 300 mkr i ett slag och är en central byggsten i målsättningen att nå en miljard i omsättning till 2026. Då bolaget ser att efterfrågan på helhetslösningar ökar, är den ökande bredden en viktig konkurrensfördel. Förvärv är en central del i strategin – vi tror att bolaget kommer att behöva förvärva 300–400 mkr för att kunna uppnå sina målsättningar och vi tror att en stor del av förvärven kommer att ske i början av femårsperioden. Med en framtung förvärvsambition kommer förvärv att agera triggers för aktien.

Bolagsprofil

Nordic LEVEL Group (LEVEL, f.d. Confidence International) är en helhetsleverantör av säkerhetstjänster och utrustning med verksamhet huvudsakligen i Sverige. Confidence grundades 1989 men gick i maj 2021 ihop med Nordic LEVEL Services Group och ökade omsättningen från 100 mkr till 300 mkr (proforma vid förvärvstillfället). I tre affärsområden erbjuder den nya koncernen säkerhetsrådgivning, systemintegration samt bevaknings- och personskyddstjänster:

- Advisory: säkerhetsrådgivning såsom screening, utredningar och bakgrundskontroller samt analys och omvärldsbevakning
- Technology: systemintegration, produkt- och etableringsspecialister av marknadsledande tekniska säkerhetslösningar inom brand, lås, inpassering, kameraövervakning, perimeter- och inbrottskydd
- Operations: bevaknings- och personskyddstjänster samt parkeringsövervakning

I tre affärsområden erbjuder den nya koncernen säkerhetsrådgivning, systemintegration samt bevaknings- och personskyddstjänster. Bolaget har som mål att växa omsättningen till 1 mdkr till 2026 samt att nå en rörelsemarginal på 10%.

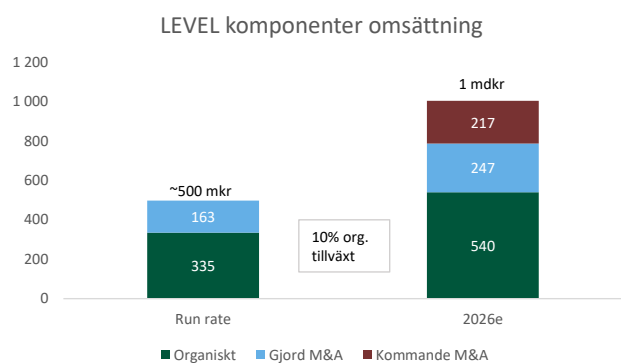
Värdering

Vi värderar LEVEL med SOTP eftersom det underlättar när vi bedömer värdet på framtida förvärv. Med en målsättning att växa omsättningen till 1 mdkr från en bas på 330 mkr (vid årskiftet 2021), varav 300–400 mkr kommer att vara förvärv, har bolaget byggt en central organisation för att kunna nå 1 mdkr i omsättning.

Vi har använt 12x EBITDA för Advisory för att reflektera den högre underliggande tillväxten, 10x EBITDA för Technology för att reflektera en relativt sett hög marknadstillväxt samt en marginal som ligger mellan Advisory och Operations samt 8x för Operations för att ta hänsyn till den lägre marknadstillväxten samt lönsamheten.

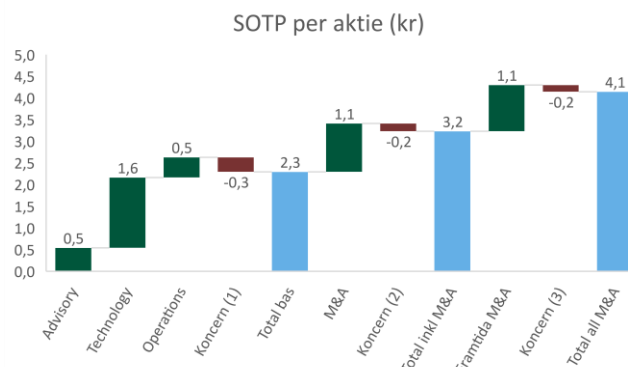
Då målsättningarna är satta på 2026 använder vi målmultiplar på 2026 års estimat vilka vi sedan nuvärdesberäknar. Vårt motiverade värde inkluderar inte förvärv men vi har räknat på och presenterar vilken effekt vi tror att förvärv kommer att ha på värdet. Eftersom en stor del av den centrala funktionen är anpassad för en omsättning på en miljard och därmed för att exekvera på förvärven så har vi nettat en del av de centrala kostnaderna mot förvärven. Förvärven är värderade till den genomsnittliga multipeln för den övriga verksamheten - ca 10x EBITDA. Vi ser ett motiverat värde på 3,2-3,4 kr med potentiell uppsida till över 4 kr om förvärvsstrategin lyckas fullt ut.

Diagram 1: Omsättningen i årstakt är nu på c. 500 mkr...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...och vår SOTP ligger på 3,2 kr



Källa: EPB

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
214	2,5%	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Riskpremium	Långsiktig EBIT-marginal
185	5,5%	8,0%
Företagsvärde (EV)	Småbolagspremium	Avskrivningar, % av omsättning
399	6,0%	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Capex, % av omsättning
68	0,0%	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	Avkastningskrav, eget kapital	Rörelsekapital, % av omsättning
0	14,0%	-2,2%
Eget kapital		Skattesats
330		22%
Antal utstående aktier, full utspädning		
93		
Eget kapital per aktie		
3,6		

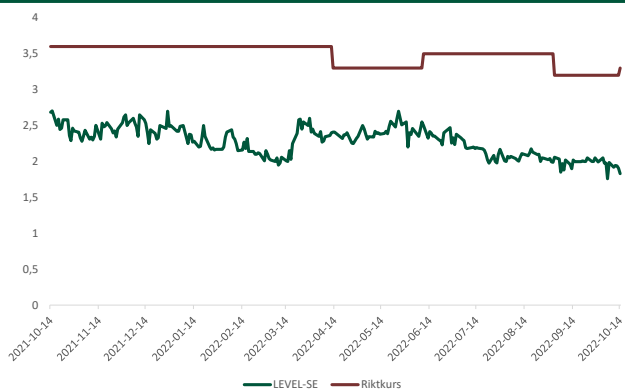
Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		4,0%	6,0%	8,0%	10,0%	12,0%
12,0%	4,4	4,6	4,8	5,1	5,4	12,0%	2,6	3,7	4,8	5,9	7,1
13,0%	3,8	3,9	4,1	4,3	4,5	13,0%	2,2	3,2	4,1	5,1	6,1
14,0%	3,3	3,4	3,6	3,7	3,9	14,0%	1,9	2,7	3,6	4,4	5,2
15,0%	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4	15,0%	1,6	2,4	3,1	3,8	4,6
16,0%	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	16,0%	1,4	2,1	2,7	3,4	4,0

Källa: EPB

Diagram 3: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: FactSet, EPB

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	123	124	103	92	100	227	409	511	562
Totala intäkter	123	124	103	92	100	227	409	511	562
Bruttovinst	123	124	103	92	100	227	409	511	562
Övriga rörelsekostnader	1	1	1	0	1	1	2	3	3
EBITDA, justerad	3	-7	-16	-12	-10	-6	5	30	35
Avskrivningar	-2	-2	-3	-4	-4	-7	-7	-8	-9
EBIT, justerad	1	-9	-19	-15	-14	-14	-3	21	26
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	-7	0	0	0
EBIT	1	-9	-19	-15	-14	-21	-3	21	26
Finansiella poster	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-4	-3
Resultat före skatt	0	-10	-20	-17	-16	-23	-5	18	23
Skatter	2	0	-3	0	0	0	1	-4	-5
Nettoresultat, justerad	1	-10	-23	-17	-16	-16	-4	14	18
Nettoresultat	1	-10	-23	-17	-16	-24	-4	14	18

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	1	-9	-19	-15	-14	-21	-3	21	26
Övriga kassaflödespåverkande poster	-1	0	6	5	-1	4	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	2	10	6	3	9	-42	-6	2	1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	3	4	-6	-6	-3	-55	-2	24	28
Investeringar	0	-1	-2	-3	0	0	-1	-1	-1
Övriga poster	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Fritt kassaflöde	1	3	-9	-9	-3	-54	-5	21	25
Utdelningar	0	-6	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	40	19	16	0	59	7	0	0
Förvärv	0	-3	-27	-2	0	20	-30	0	0
Förändringar av lån	0	-2	7	-13	2	3	33	-16	-19
Övriga poster	0	-4	-1	0	-4	-1	-4	-5	-6
Kassaflöde	1	27	-11	-8	-5	27	0	0	0
Nettoskuld	-17	-47	3	6	35	27	59	43	24

Källa: EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	1	13	32	32	33	121	202	202	202
Övriga immateriella tillgångar	2	2	2	2	0	48	48	48	48
Materiella anläggningstillgångar	5	4	5	4	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	0	2	3	3	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	8	21	75	73	41	184	265	265	265
Varulager	1	0	0	0	1	4	7	9	10
Kundfordringar	21	27	27	39	17	34	37	46	51
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	17	47	29	25	6	33	33	33	33
Summa omsättningstillgångar	44	80	69	74	38	106	111	130	140
SUMMA TILLGÅNGAR	52	101	144	148	79	290	376	395	405
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	8	32	28	31	5	140	194	207	225
Summa eget kapital	8	32	28	31	5	140	194	207	225
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	7	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	2	1	9	3	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	2	1	36	28	12	13	13	13	13
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	26	45	78	62	43
Leverantörsskulder	3	6	11	8	17	22	25	31	34
Övriga kortfristiga skulder	1	1	1	1	0	0	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	41	68	80	88	62	138	170	175	167
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	52	101	144	148	79	290	376	395	405

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	1%	N.m.	N.m.	9%	127%	80%	25%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	28%	16%	34%	172%	545%	18%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	18%	10%	2%	81%	918%	23%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	15%	N.m.	N.m.	75%	84%	451%	31%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	2,3%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,1%	5,8%	6,2%
EBITDA-marginal, justerad	2,3%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,1%	5,8%	6,2%
EBIT-marginal	0,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	4,6%
EBIT-marginal, justerad	0,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	4,6%
Vinst-marginal, justerad	1,2%	74,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,7%	3,2%

Källa: EPB

Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7%	8%
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%	2%
ROIC, justerad	-	75%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	10%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	1%	0%	-	-	1%	2%	2%	2%	2%
Kundfordringar / totala intäkter	17%	21%	27%	43%	17%	15%	9%	9%	9%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	35%	52%	67%	85%	57%	57%	42%	36%	32%
Rörelsekapital / totala intäkter	-12%	-28%	-39%	-42%	-4%	-9%	-3%	-3%	-3%
Kapitalomsättningshastighet	15,7x	3,9x	1,7x	1,5x	2,2x	1,1x	1,4x	1,8x	2,0x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-17	-47	3	6	35	27	59	43	24
Soliditet	15%	32%	19%	21%	7%	48%	52%	53%	56%
Nettoskuldsättningsgrad	-2,2x	-1,5x	0,1x	0,2x	6,9x	0,2x	0,3x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-6,1x	6,7x	-0,2x	-0,5x	-3,6x	-1,9x	12,9x	1,5x	0,7x

Källa: EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	0,03	-0,17	-0,14	-0,35	-1,02	-0,36	-0,04	0,14	0,19
EPS, justerad	0,03	-0,17	-0,14	-0,35	-1,02	-0,25	-0,04	0,14	0,19
FCF per aktie	0,02	0,04	-0,06	-0,18	-0,20	-0,83	-0,06	0,22	0,26
Eget kapital per aktie	0,13	0,54	0,17	0,63	0,33	2,14	2,09	2,19	2,38
Antal aktier vid årets slut, m	59,3	59,3	163	49,4	15,5	65,2	92,7	94,5	94,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	59,3	59,3	163	49,4	15,5	65,2	92,7	94,5	94,5

Källa: EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	1125,7x	-67,2x	-19,3x	-7,8x	-1,5x	-9,9x	-44,4x	12,6x	9,7x
P/EK	214,9x	20,9x	16,2x	4,3x	4,6x	1,2x	0,9x	0,8x	0,8x
P/FCF	1860,5x	260,2x	-49,1x	-15,3x	-7,7x	-3,0x	-32,3x	8,2x	7,0x
FCF-yield	0%	0%	-2%	-7%	-13%	-33%	-3%	12%	14%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	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%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	13,6x	5,0x	6,6x	0,5x	0,6x	0,9x	0,6x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	586,5x	-89,3x	-42,3x	-4,1x	-6,1x	-31,2x	49,9x	7,3x	5,6x
EV/EBIT, justerad	2295,8x	-68,3x	-36,6x	-3,1x	-4,3x	-14,8x	-88,5x	10,2x	7,6x
EV	1 664	626	682	48	59	200	229	216	197
Aktiekurs	28,4	11,3	2,8	2,7	1,5	2,5	1,8	1,8	1,8

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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