



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Service | Sverige | 30 maj 2023

# Nordic LEVEL Group

## Borde se marginaltrenden vända kommande kvartal

### Fortsatt god tillväxt

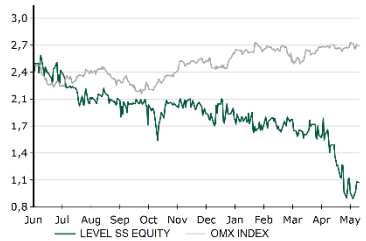
LEVEL växte 11% organiskt i Q1 trots att Operations visade negativ organisk tillväxt då de fortsatte fokusera på helhetslösningar med högre marginaler. Avtalet med SL upphörde sista mars, men LEVEL har tecknat en rad nya avtal under kvartalet och vi bedömer att de kommer kunna ersätta hela den förlorade volymen, även om den organiska tillväxten kan komma under viss press kommande kvartal. Vi bedömer att den underliggande tillväxten kommer fortsätta ligga på 8-10% organiskt kommande år.

### Marginalen fortsatt under press, men vi har goda förhoppningar om en snar vändning

EBITDA var fortsatt negativt under kvartalet, men vi bedömer att vi står inför en snar vändning i resultattrenden. Dels fortsätter bolaget implementera besparingsprogrammet som ska höja resultatet med 10-15 mkr och dels kommer det avslutade SL-avtalet samt de nya avtalen ge ett positivt resultatbidrag. Andelen koncerngemensamma projekt ökade kraftigt under kvartalet vilket är positivt.

### Lägre bas ger lägre EBITDA

Technology förbättrade EBITDA y/y, men kom in något lägre än vad vi hade hoppats på. Delvis är det fortsatta kostnader för att bygga upp cybersäkerhetsverksamheten som tynger. Med en lägre bas sänker vi EBITDA med 3-4 mkr per år 2023e-2025e. Dessutom sänker vi vår genomsnittliga målmultiplikator från c. 10x till c. 8x för att reflektera den högre risken i marknaden och sänker därmed vårt motiverade värde till 2,3-2,5 kr (3,0-3,2 kr). Företrädesemissionen, som annonserades efter kvartalets utgång och som är garanterad till c. 80% borde underlätta för LEVEL att följa sin långsiktiga förvärvsplan, vilket vi ser som positivt.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	2.3 - 2.5 kr												
Totala intäkter	-5,0%	-4,9%	-4,8%	Totala intäkter	410	470	518	570	Aktiekurs	1,1 kr												
EBITDA, just.	-20,8%	-4,7%	-4,6%	Tillväxt	80%	14%	10%	10%	Riskenivå	High												
EPS, just.	N.m	-3,8%	-4,1%	EBITDA, just.	-8	15	27	37	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-20	7	19	28														
Q2 - rapport	31 augusti 2023			EPS, just.	-0,2	0,0	0,1	0,2														
Q3 - rapport	22 november 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	72%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	1,2	1,3	1,4	1,6	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td>✓</td><td></td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td>✓</td><td></td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser	✓		Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant	✓																					
Certified adviser	✓																					
Transaktioner 12m		✓																				
Antal aktier	111m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	123			EBIT-marginal	Neg.	1,6%	3,6%	4,9%														
Nettoskuld	80			ROE, just.	Neg.	1,1%	7,3%	11,4%														
EV	203			ROCE, just.	Neg.	3,2%	8,0%	12,2%														
Free float	50%			EV/Sales	0,7x	0,4x	0,4x	0,4x														
Daglig handelsvolym, snitt	151k			EV/EBITDA	-	13,3x	7,5x	5,5x														
Bloomberg Ticker	LEVEL SS EQUITY			EV/EBIT	-	27,5x	10,9x	7,2x														
Analytiker				P/E, just.	-	82,1x	11,2x	6,5x														
Markus Almerud				P/EK	1,5x	0,8x	0,8x	0,7x														
markus.almerud@penser.se				FCF yield	-	3%	16%	23%														
				Nettoskuld/EBITDA	-4,6x	3,9x	1,7x	0,6x														

## 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 ca 100 mkr till ca 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 inbrottsskydd
- Operations: bevaknings- och personskyddstjänster samt parkeringsövervakning

I tre affärsområden erbjuder den nya koncernen säkerhetsrådgivning, systemintegration samt bevaknings- och personskyddstjänster. Bolaget har som mål att öka 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 öka omsättningen till 1 mdkr från en bas på 376 mkr (vid årsskiftet 2022), 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 10x EBITDA för Advisory för att reflektera den högre underliggande tillväxten, 8x EBITDA för Technology för att reflektera en relativt hög marknadstillväxt samt en marginal som ligger mellan Advisory och Operations samt 7x 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 8x EBITDA. Vi ser ett motiverat värde på 2,3-2,5 kr (från 3,0-3,2 kr) med potentiell uppsida till 3,4 kr om förvärvsstrategin lyckas fullt ut.

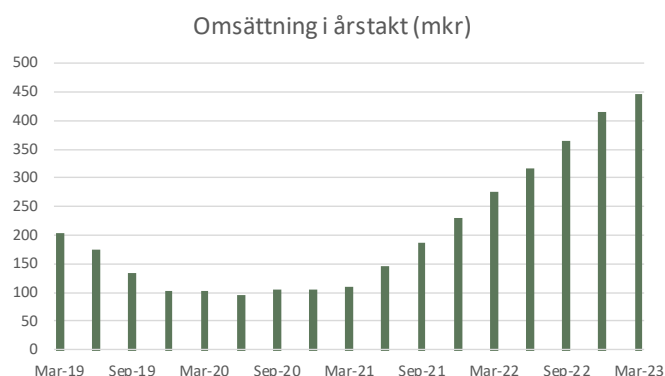
## Kvartalet i korthet

Omsättningen har fortsatt att växa (Diagram 1) vilket är positivt. LEVELs tillgängliga marknad växer med ca 8% per år med den snabbaste tillväxten inom säkerhetsrådgivning och cybersäkerhet, som växer med över 10% per år. Den organiska tillväxten fortsatte vara hög med organisk tillväxt på 11% i Q1, trots negativ organisk tillväxt i Operations efter att de ändrat strategi med ökat fokus på helhetslösningar med ökad lönsamhet (vilket bland annat lett till att bevakningsavtalet med SL avslutats).

Åtgärdsprogrammet, som ska förbättra EBITDA med 10-15 mkr 2023 jämfört med 2022, är under implementering och vi ser den sekventiella resultatnedgången (Diagram 2) som tillfällig. Dessutom upphör SL-avtalet 30 mars, vilket kommer att hjälpa resultatnivån från Q2. Vi bedömer att vi kommer återgå till den positiva marginaltenden under året och estimerar positivt resultat för helåret (Diagram 3).

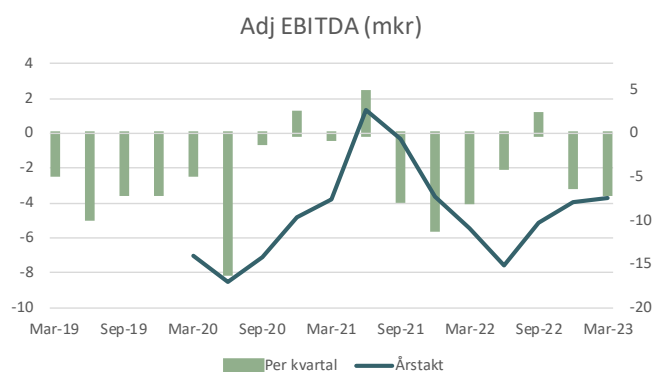
Under kvartalet har LEVEL även annonserat en företrädesemission som är garanterad till 80% och som kommer tillföra 76 mkr efter emissionslikvid vid fullteckning. Emissionen kommer underlätta för bolaget att följa sin långsiktiga förvärvsplan. Vi bedömer att en betydande del av miljarden i omsättning som LEVEL har som målsättning kommer komma från förvärv.

Diagram 1: Omsättningen fortsätter växa...



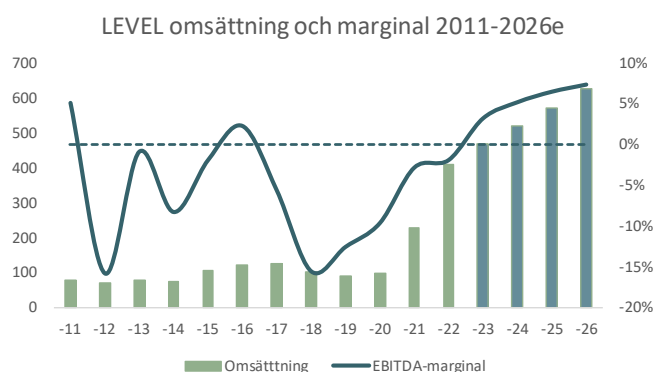
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...och även om resultatet vände nedåt ser vi det som tillfälligt



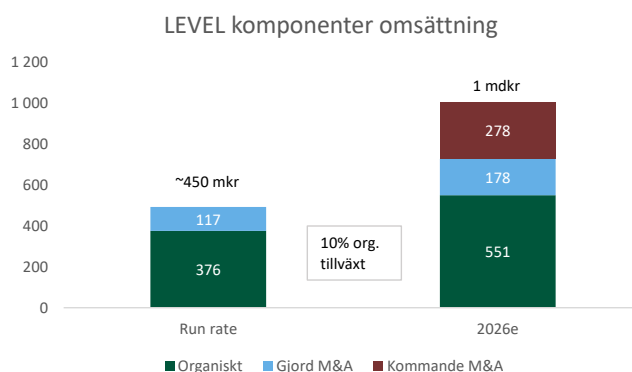
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 3: Vi estimerar positiv marginal 2023e



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: 450 mkr i omsättning i årstakt



Källa: Bolaget, EPB

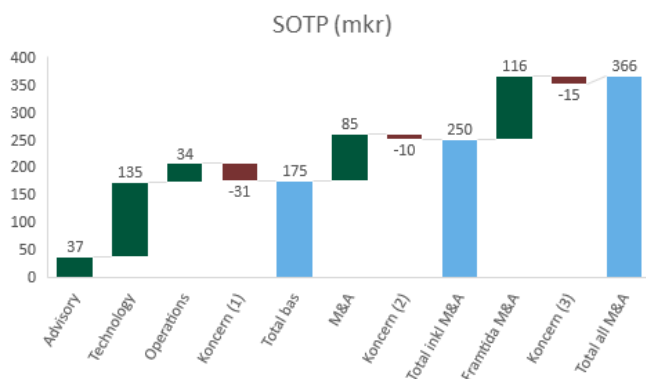
## Värdering

Vi värderar LEVEL med SOTP eftersom det underlättar när vi bedömer värdet på framtida förvärv. Med en målsättning att öka omsättningen till 1 mdkr från en bas på 376 mkr (vid årsskiftet 2022), varav 300–400 mkr kommer att vara förvärv, har bolaget byggt en central organisation för att kunna nå 1 mdkr i omsättning.

För att reflektera en allmänt ökad risk i aktiemarknaden har vi justerat våra målmultiplar nedåt. Vi använder 10x EBITDA (ner från 12x) för Advisory för att reflektera den högre underliggande tillväxten, 8X (10x) EBITDA för Technology för att reflektera en relativt sett hög marknadstillväxt samt en marginal som ligger mellan Advisory och Operations samt 7x för Operations för att ta hänsyn till den lägre marknadstillväxten samt lönsamheten.

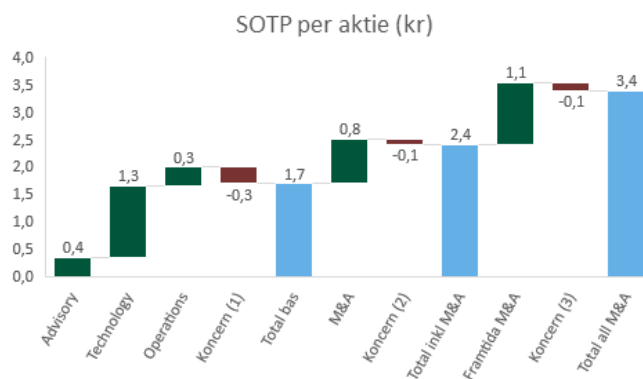
Då målsättningarna är satta på 2026 använder vi målmultiplar på 2026 års estimat, vilka vi sedan nuvärdesberäknar. Vårt motiverade värde inkluderar inte förvärv, men vi har räknat på och presenterar vilken effekt vi tror att förvärv kommer att ha på värdet. Eftersom en stor del av den centrala funktionen 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 multiplern för den övriga verksamheten - ca 8x EBITDA. Vi ser ett motiverat värde på 2,3-2,5 kr (från 3,0-3,2 kr) med potentiell uppsida till 3,4 kr om förvärvsstrategin lyckas fullt ut.

Diagram 5: Vi ser ett värde på cirka 250 mkr i vår SOTP...



Källa: EPB

Diagram 6: ...vilket motsvarar 2,4 kr per aktie



Källa: EPB

Tabell 1: DCF – slutsatser och antaganden

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	140	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	144	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	8,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>284</b>	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	80	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>Avkastningskrav, eget kapital</b>	<b>14,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	-8,5%
<b>Eget kapital</b>	<b>204</b>			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	111				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>1,8</b>				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighet

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

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>124</b>	<b>103</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>227</b>	<b>410</b>	<b>470</b>	<b>518</b>	<b>570</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>124</b>	<b>103</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>227</b>	<b>410</b>	<b>470</b>	<b>518</b>	<b>570</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>124</b>	<b>103</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>227</b>	<b>410</b>	<b>470</b>	<b>518</b>	<b>570</b>
Övriga rörelsekostnader	-131	-119	-104	-110	-234	-418	-455	-490	-532
<b>EBITDA</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>37</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	-7	-10	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>37</b>
Avskrivningar	-2	-3	-4	-4	-7	-13	-8	-9	-9
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-9</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-20</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>28</b>
<b>EBIT</b>	<b>-9</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-21</b>	<b>-72</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>28</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-9</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-20</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>28</b>
Finansnetto	-1	-1	-2	-2	-2	-4	-5	-4	-4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-10</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-23</b>	<b>-76</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>24</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-10</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-24</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>24</b>
Total skatt	0	-3	0	0	0	-1	0	-3	-5
<b>Nettoresultat</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-24</b>	<b>-77</b>	<b>2</b>	<b>11</b>	<b>19</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-25</b>	<b>2</b>	<b>11</b>	<b>19</b>
Intäktsstillväxt	-	-17%	-11%	9%	>100%	80%	14%	10%	10%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6%	3,6%	4,9%
EPS, justerad	-0,17	-0,14	-0,35	-1,02	-0,25	-0,24	0,01	0,10	0,17
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	72%

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-9	-19	-15	-14	-21	-72	7	19	28
Övriga kassaflödesposter	3	7	7	2	8	52	2	1	0
Förändringar i rörelsekapital	10	6	3	9	-42	-21	-2	3	4
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>4</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	<b>-55</b>	<b>-41</b>	<b>8</b>	<b>23</b>	<b>32</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-2	-3	0	0	-3	-1	-1	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	-1	0	0	0	0	-2	-2	-2
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	0	0	1	1	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>3</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-3</b>	<b>-54</b>	<b>-43</b>	<b>4</b>	<b>20</b>	<b>28</b>
Förvärv och avyttringar	-3	-27	-2	0	20	-16	0	0	0
Nyemission / återköp	40	19	16	0	59	7	20	0	0
Förändring av skulder	-2	7	-13	2	3	51	-20	43	-23
Utdelningar	-6	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga poster	-4	-1	0	-4	-1	-2	-5	-63	-6
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>24</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>81</b>	<b>41</b>	<b>-4</b>	<b>-20</b>	<b>-28</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>27</b>	<b>-11</b>	<b>-8</b>	<b>-5</b>	<b>27</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-47</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>80</b>	<b>60</b>	<b>46</b>	<b>23</b>

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	13	32	32	33	121	159	159	159	159
Övriga immateriella tillgångar	2	2	2	0	48	71	71	71	71
Materiella anläggningstillgångar	4	5	4	0	1	5	5	5	5
Övriga anläggningstillgångar	2	36	35	8	14	13	13	13	13
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>21</b>	<b>75</b>	<b>73</b>	<b>41</b>	<b>184</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>
Varulager	0	0	0	1	4	8	9	10	11
Kundfordringar	27	27	39	17	34	75	66	72	80
Övriga omsättningstillgångar	6	12	10	13	35	65	66	72	79
Likvida medel och kortfristiga placeringar	47	29	25	6	33	30	30	30	30
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>80</b>	<b>69</b>	<b>74</b>	<b>38</b>	<b>106</b>	<b>178</b>	<b>171</b>	<b>185</b>	<b>200</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>101</b>	<b>144</b>	<b>148</b>	<b>79</b>	<b>290</b>	<b>426</b>	<b>418</b>	<b>432</b>	<b>447</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	32	28	31	5	140	124	146	157	176
<b>Summa eget kapital</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>5</b>	<b>140</b>	<b>124</b>	<b>146</b>	<b>157</b>	<b>176</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	7	0	17	17	17	17
Långfristiga leasingsskulder	0	27	25	5	8	6	6	6	6
Övriga långfristiga skulder	1	9	3	0	4	12	12	12	12
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>36</b>	<b>28</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	26	45	81	62	47	24
Leverantörsskulder	6	11	8	17	22	47	38	41	46
Kortfristiga leasingsskulder	0	5	6	3	6	6	6	6	6
Övriga kortfristiga skulder	62	64	75	16	65	132	132	145	160
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>68</b>	<b>80</b>	<b>88</b>	<b>62</b>	<b>138</b>	<b>266</b>	<b>237</b>	<b>240</b>	<b>236</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>101</b>	<b>144</b>	<b>148</b>	<b>79</b>	<b>290</b>	<b>426</b>	<b>418</b>	<b>432</b>	<b>447</b>

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-17%	-11%	9%	>100%	80%	14%	10%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	77%	37%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	51%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	72%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,3%	5,3%	6,5%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,3%	5,3%	6,5%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6%	3,6%	4,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6%	3,6%	4,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,3%	2,1%	3,3%

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	7%	11%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%	8%	12%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%	9%	14%

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	0%	-	-	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	27%	43%	17%	15%	18%	14%	14%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	52%	67%	85%	57%	57%	62%	52%	49%	44%
Rörelsekapital / totala intäkter	-28%	-34%	-36%	-1%	-6%	-7%	-6%	-6%	-6%
Kapitalomsättningshastighet	3,9x	1,7x	1,5x	2,2x	1,1x	1,7x	2,0x	2,2x	2,5x

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-47	3	6	35	27	80	60	46	23
Soliditet	32%	19%	21%	7%	48%	29%	35%	36%	39%
Nettoskultsättningsgrad	-1,5x	0,1x	0,2x	6,9x	0,2x	0,6x	0,4x	0,3x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	6,7x	-0,2x	-0,5x	-3,6x	-1,9x	-4,6x	3,9x	1,7x	0,6x

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,17	-0,14	-0,35	-1,02	-0,36	-0,74	0,01	0,10	0,17
EPS, justerad	-0,17	-0,14	-0,35	-1,02	-0,25	-0,24	0,01	0,10	0,17
FCF per aktie	0,04	-0,06	-0,18	-0,20	-0,83	-0,42	0,04	0,18	0,26
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,54	0,17	0,63	0,33	2,14	1,20	1,32	1,42	1,59
Antal aktier vid årets slut, m	59,3	163	49,4	15,5	65,2	104	111	111	111
Antal aktier efter utspädning, snitt	59,3	163	49,4	15,5	65,2	104	111	111	111

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	82,1x	11,2x	6,5x
P/EK	20,9x	16,2x	4,3x	4,6x	1,2x	1,5x	0,8x	0,8x	0,7x
P/FCF	260,2x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	28,7x	6,3x	4,3x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%	16%	23%
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	5,0x	6,6x	0,5x	0,6x	0,9x	0,7x	0,4x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,3x	7,5x	5,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,5x	10,9x	7,2x
EV	626	682	48	59	200	277	203	204	204
Aktiekurs	11,3	2,8	2,7	1,5	2,5	1,8	1,1	1,1	1,1

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Nordic LEVEL Group (LEVEL SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## Disclosure

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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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 fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)