



ERIK PENSER BANK

Penser Access | IT-tjänster | Sverige | 21 augusti 2023

Acroud

Högt antal NDCs stödjer framtida tillväxt

Starkt inflöde av NDCs

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 10,3m, vilket motsvarar en tillväxt om 43% y/y, varav -26,5% var organisk. Bolaget växte 11% q/q, vilket är ett resultat av de medieköp som skett under året och som genererat ett högt inflöde av NDCs. Antalet NDCs uppgick till ca 117 000 vilket är en ökning med 234% y/y. Vi bedömer att antalet NDCs är den viktigaste parametern för att återgå till organisk tillväxt. Justerad EBITDA i kvartalet uppgick till EUR 1,6m, vilket motsvarar en marginal om 16%. Den svaga utvecklingen i bolagets gamla kärnaffär gör att man tar en nedskrivning om EUR 20m av goodwill. Nedskrivningen är kopplad till förvärv genomföra 2016.

Intressant exponering mot växande form av underhållning

Acroud ger genom affiliation en exponering mot en av de snabbast växande formerna av digital underhållning, i-gaming. Acroud är i dagsläget lågt värderat givet bolagets framtida kassaflöden. Utvecklas bolaget i linje med våra prognoser, och mot sina finansiella mål, anser vi att en uppvärdering är möjlig. De rapporterade siffrorna bekräftar att verksamheten rör sig i rätt riktning. En tydlig kurstrigger är ägandet av mjukvaran Voonix, som vi bedömer skulle kunna säljas eller särnoteras på en attraktiv värdering om några år.

Städar upp i balansräkningen

Baserat på den låga organiska tillväxten i kvartalet sänker vi våra helårsestimat med 2% på innevarande år och 5% nästföljande år. Givet att intäkterna sjunker sänker vi våra EBITDA-estimat under prognosperioden med i snitt 15%. I våra estimat tar vi höjd för fortsatta medieinvesteringar som leder till en hög NDC tillväxt. Baserat på de emissioner som skett och att antalet aktier stiger sjunker EPS med 36%. Som en följd av detta sänker vi vårt motiverade värde till 2,3-2,4 kr mot tidigare 2,4-2,5 kr. Vi ser dock att risken i bolagen sjunker då earn-outs och nettoskuld är betydligt lägre, vilket torde leda till rabattkontraktion mot peers i närtid.

Estimatändring			Prognos (m€)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	2,3 - 2,4 SEK	
Totala intäkter	-2,1%	-5,2%	-5,0%	32	40	43	46	Aktiekurs	2,04 SEK	
EBITDA, just.	-15,6%	-15,6%	-13,8%	Tillväxt	24%	25%	7%	7%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	nm	-38,6%	-35,4%	EBITDA, just.	8	9	11	13		
				EBIT, just.	-13	-14	8	11		
				EPS, just.	-0,1	-0,1	0,0	0,0		
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	33%		
				EK/aktie	0,2	0,1	0,1	0,1		
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	20,0%	23,2%		
				ROE, just.	Neg.	Neg.	39,5%	35,9%		
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	29,7%	30,2%		
				EV/Sales	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x		
				EV/EBITDA	4,8x	5,2x	4,3x	3,6x		
				EV/EBIT	-	-	5,8x	4,6x		
				P/E, just.	-	-	5,4x	4,1x		
				P/EK	0,9x	2,4x	1,8x	1,2x		
				FCF yield	15%	8%	27%	33%		
				Nettoskuld/EBITDA	2,0x	1,3x	0,5x	-0,1x		

Kommande händelser	
Q3 - rapport	09 november 2023

Bolagsfakta (m€)	
Antal aktier	173m
Börsvärde	29
Nettoskuld	17
EV	43
Free float	27%
Daglig handelsvolym, snitt	230k
Bloomberg Ticker	ACROUD SS EQUITY

Analytiker	
Rikard Engberg	rikard.engberg@penser.se

Kursutveckling 12 mån	

Intressekonflikter		
	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Acroud är en teknikkoncern som är aktiv inom affiliate marketing för igaming-industrin. Igaming-industrin är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning globalt och vi bedömer att marknaden kommer växa med 8-12% kommande år. Acroud är positionerat på marknader som kommer ha en betydligt snabbare tillväxt än industrin då man har en stark närvaro på den latinamerikanska marknaden. Vi bedömer att de tillgångar bolaget har på övriga marknader kommer att leverera en fortsatt stark tillväxt i linje med marknaden. Vi bedömer även att bolagets ägande av mjukvaran Voonix, ett BI-verktyg för affiliate-marknadsföring, inte reflekteras i dagens kursnivåer, vilket gör att vi ser ett motiverat värde om 2,3-2,4 kr.

Bolagsprofil

Affiliation en viktig del av ekosystemet

Acroud är aktiva inom affiliation-marknadsföring inom den snabbast växande formen av digital underhållning, igaming. Affiliation är en form av marknadsföring där trafik och potentiella kunder slussas från en hemsida ägd av Acroud till en speleoperator. Beroende på marknad och rådande avtal med operatörerna delar Acroud intäkterna. Vi bedömer att det finns ett stort incitament för operatörer att investera i affiliation då dessa investeringar blir mer spårbara än investeringar i mer traditionell marknadsföring. Vi bedömer således att affiliation kan växa något snabbare än den globala marknaden för igaming.

Intressanta tillgångar i företagsgruppen

Historiskt har Acroud fokuserat på traditionella affiliate-tillgångar där fokus är att optimera hemsidor så de rankas högt på Google. Denna typ av verksamhet har historiskt visat höga marginaler, men en begränsad möjlighet till tillväxt då det tar tid att organiskt bygga upp en bra ranking enligt Google. Vidare är denna typ av hemsidor svaga för förändringar av Googles algoritmer, vilket leder till en risk i denna verksamhet. Acroud har genom förvärv kompletterat sina tillgångar inom traditionell affiliation med att förvärva Matching Vision, ett ledande Affiliate nätverk, som möjliggör en snabbare tillväxt, Voonix, det ledande BI-verktyget inom affiliation och The Gambling Cabin, ett ledande spel community på den svenska marknaden. Genom att kombinera höglönsamma intäkter från traditionell SEO-baserad affiliation med nätverk, mjukvaruintäkter och communities bedömer vi att Acroud kan växa snabbare än marknaden.

Rabatt emot sektorn

De börsnoterade affiliatebolagen tillhör de lägst värderade bolagen på Stockholmsbörsen. Acroud värderas betydligt lägre än övriga bolag i sektorn. Vi bedömer att denna rabatt över tid kommer att minska givet att bolaget exekverar och når sina skuldsättningsmål. Bolaget har under 2022 påbörjat en operationell turnaround och vi bedömer att denna kan fortsätta kommande år. Vidare anser vi att Voonix, bolagets mjukvarubolag, på 3-4 års sikt kan stå på egna ben och bygga en kundbas utanför igaming. Skulle detta ske ser vi en betydande uppsida från dagens kursnivåer. Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde på 2,3-2,4 kr på Acroud.

Kvartalet i korthet

I-Gaming Affiliation

Intäkterna från segmentet I-gaming Affiliation uppgick till EUR 6,8m, vilket motsvarar en tillväxt om 113% y/y och 13% q/q. Intäktsökningen drivs dels av tillskottet av nya NDC via förvärvet av Acroud Media och delvis av att antalet NDC växer med en faktor om 5x y/y och 31% q/q. Den höga tillväxten i NDC som dessutom är på rev. Share-avtal gör att vi bedömer att den organiska tillväxten kommer att återkomma framöver.

Justerad EBITDA för segmentet uppgick till EUR 1,2m, vilket motsvarar en marginal om 18%.

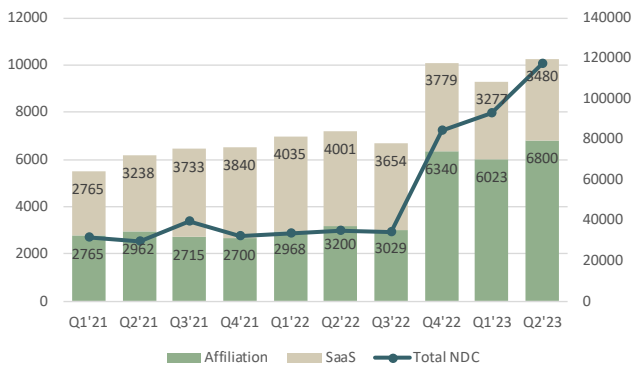
SaaS

Nätverksintäkterna uppgick till EUR 3,2m, vilket motsvarar en tillväxt om -13% y/y. Vi bedömer dock att segmentet kommer återgå till en organisk tillväxt då antalet NDC uppgick till 16 544 st, vilket motsvarar en tillväxt om 5% q/q och 15% y/y.

Abonnemangsintäkterna uppgick till EUR 0,3m, vilket motsvarar en tillväxt om -10% y/y. Antalet RGU (Revenue generating units) uppgick till 428 st, vilket är en ökning med 12 st q/q och 6 st y/y.

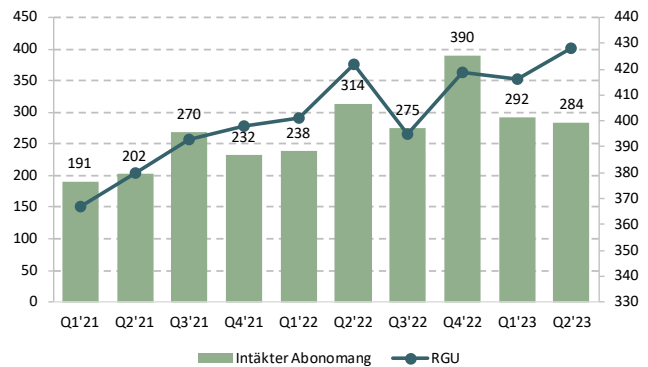
EBITDA för segmentet uppgick till EUR 0,4m, vilket motsvarar en marginal om 13%.

Starkt inflöde av NDC bådär för återgång till organisk tillväxt... (EUR '000)



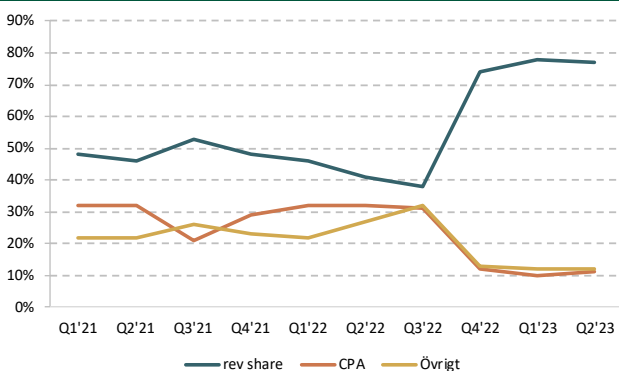
Källa: Bolaget, EPB

...samtidigt som abonnemangsintäkterna är stabila (EUR '000)



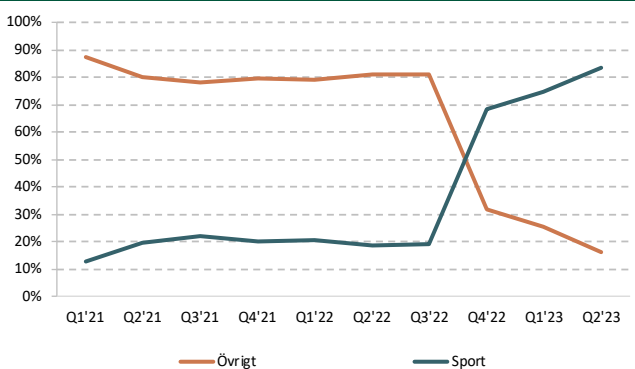
Källa: Bolaget, EPB

Nytt förvärv ger ökat fokus på rev share...



Källa: Bolaget, EPB

...och sport vilket sänker volatilitet i intäkter



Källa: Bolaget, EPB

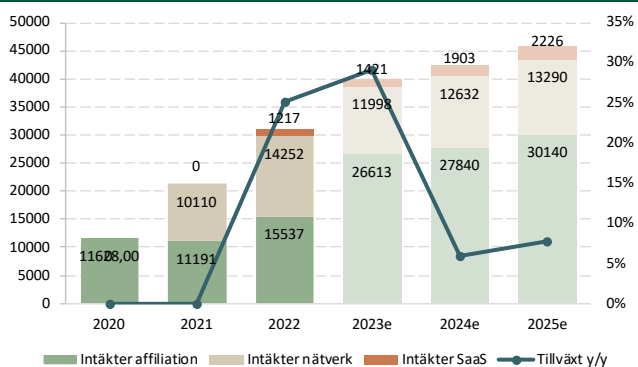
Händelser efter kvartalets utgång

Efter kvartalets utgång har Acroud genomfört ett antal åtgärder för att städa upp sin balansräkning. Dessa åtgärder sänker framför allt risken i bolaget då man löser ett stort antal utestående earn-outs samt minskar den finansiella skulden. Dessa åtgärder innefattade en riktad nyemission om 71,6 mkr. Likviden användes för att reducera utestående earn-outs från EUR 26m till 6,5m. Vidare reduceras utestående obligation med 25 mkr, vilket sänker räntekostnaderna framöver. Vi bedömer att transaktionen sänker risken i Acrouds balansräkning väsentligt, vilket återspeglas i att vi inte sänker vårt motiverade värde lika mycket som estimaten.

Estimatförändringar

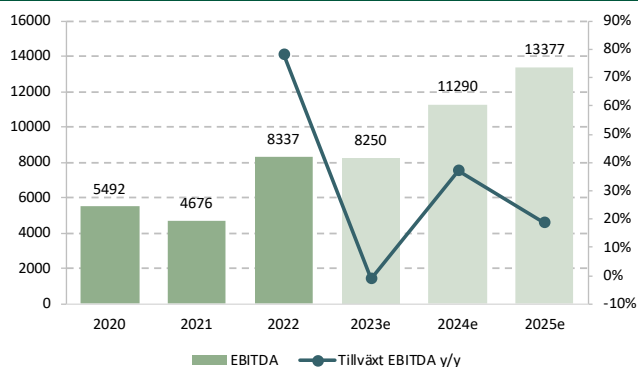
Baserat på en svag tillväxt i kvartalet sänker vi våra 2% på innevarande år, vi bedömer att det starka inflödet av NDC kommer att göra att bolaget återgår till organisk tillväxt. En majoritet av alla NDC kunder i H1'23 har varit s.k. Rev-share eller intäktsdelningsavtal. Dessa tenderar till att generera intäkter under flera års tid. Givet att bolaget tar fortsatta investeringar i medieverksamheten, sänker vi våra EBITDA-estimat med i snitt 15%. Vi bedömer att de investeringar som tas i dagsläget tillsammans med det starka kundinflödet kommer leda till en god marginalutveckling under 2024-2025.

Vi bedömer att den organiska tillväxten kommer tillbaka...
(EUR '000)



Källa: Bolaget, EPB

...vilket bör leda till en marginalexpansion (EUR '000)



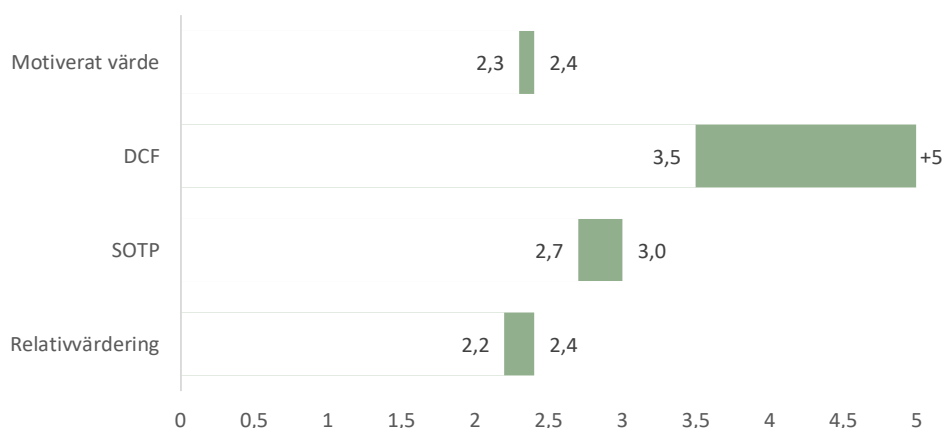
Källa: Bolaget, EPB

Värdering

Vi ser ett motiverat värde om 2,3-2,4 kr per aktie. Vi bedömer att de främsta drivkrafterna för att nå vårt motiverade värde är en fortsatt god integration av befintliga bolag samt ett starkt momentum i abonnemangsaffären. Vi bedömer att risken i estimat och aktien kommer att minska framgent. Resonemanget bygger på att bolaget rör sig bort från traditionell SEO-baserad affiliation och mot community based affiliation, nätverksintäkter och abonnemangsintäkter. Vi ser följande katalysatorer för kursen i Acroud

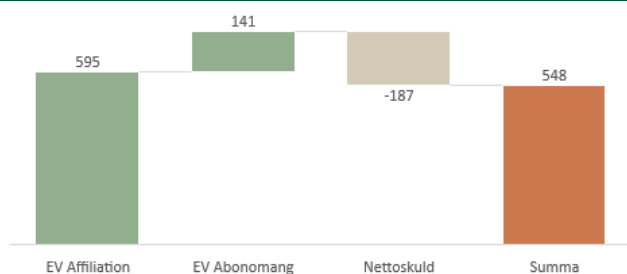
- **Uppnår sitt skuldsättningsmål:** Vi bedömer att Acroud måste visa ett antal kvartal med ett starkt kassaflöde för att en uppvärdering ska inledas. Vi bedömer att när bolaget har uppnått nettokassa bör detta återspeglas i värderingen.
- **Fortsatt stark abonnemangsintäktstillväxt:** Vi bedömer att marknaden undskattar de abonnemangsintäkter som Acroud bör kunna växa i. SaaS-bolag har p.g.a. de stabila intäkterna en väsentligt högre värdering än Affiliate-bolag.
- **Period av stabilitet:** Acroud har under de senaste kvartalen och åren genomgått en storskalig transformation. Vi bedömer att marknaden är fortsatt osäker på dynamiken i bolaget. Vi bedömer att det kommer att ta ytterligare några kvartal för marknaden att bättre förstå Acroud innan en uppvärdering sker.

Värde per aktie



Källa: EPB

SOTP (mkr) modellen indikerar uppsida...



Källa: EPB

...trots konservativa värderingsantaganden

X- EV/EBITDA Affiliation, Y, EV/EBITDA abonomangsintäkter

	3	3,25	3,5	3,75	4
18	2,11	2,32	2,52	2,73	2,93
20	2,17	2,38	2,58	2,79	2,99
22	2,23	2,44	2,64	2,85	3,05
24	2,30	2,50	2,71	2,91	3,12
26	2,36	2,56	2,77	2,97	3,18

Källa: EPB

En generellt lågt värderad sektor...

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Catena Media	1 668	2 648	2,26x	2,14x	1,98x	5,0x	5,0x	4,5x	6,6x	7,1x	6,2x	nm	5,7x	6,2x
Better Collective	11 913	13 636	4,33x	3,82x	3,35x	13,1x	11,6x	9,4x	15,8x	14,0x	10,8x	19,6x	17,3x	13,0x
Raketech Group Holding	754	873	1,20x	0,80x	0,60x	4,5x	2,9x	1,9x	6,1x	3,8x	2,4x	44,5x	5,9x	3,7x
Acroud	278	473	1,44x	0,90x	0,82x	5,5x	3,4x	2,8x	8,7x	4,8x	3,5x	(1,4x)	4,9x	2,9x
Mean			2,28x	1,97x	1,75x	9,1x	7,1x	5,9x	12,4x	9,4x	7,3x	23,2x	11,4x	9,0x
Median			1,88x	1,60x	1,46x	8,3x	6,3x	5,7x	9,4x	7,9x	7,0x	17,7x	9,9x	9,3x
VS Acroud			-23%	-44%	-44%	-34%	-46%	-51%	-7%	-39%	-50%	-108%	-51%	-68%

Margins				EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Catena Media				-	43,1%	44,1%	-	30,3%	32,2%	-	28,4%	22,9%
Better Collective				33,0%	33,0%	35,6%	27,4%	27,3%	30,9%	19,2%	18,1%	22,8%
Raketech Group Holding				39,2%	36,3%	39,9%	24,3%	23,6%	27,5%	17,4%	18,3%	21,7%
Acroud				25,3%	25,3%	24,8%	15,9%	18,4%	18,0%	-61,5%	10,7%	10,5%
Mean				25,9%	37,5%	39,9%	16,9%	27,1%	30,2%	9,5%	21,6%	22,5%
Median				33,0%	36,3%	39,9%	24,3%	27,3%	30,9%	17,4%	18,3%	22,8%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Catena Media	-	1,5%	8,3%	-21,8%	-19,7%	10,6%	-27,6%	-11,0%	15,2%	-804,0%	nm	-12,9%
Better Collective	49,3%	20,3%	14,0%	54,2%	25,8%	23,1%	49,0%	26,4%	29,1%	157,5%	22,0%	43,9%
Raketech Group Holding	42,3%	24,9%	9,0%	7,9%	19,7%	19,7%	9,8%	27,7%	26,6%	5,1%	47,8%	29,4%
Acroud	31,1%	27,0%	1,6%	52,6%	22,6%	-0,2%	59,7%	-159,0%	-0,3%	-1714,1%	-123,9%	-0,4%
Mean	45,8%	15,6%	10,4%	13,5%	8,6%	17,8%	10,4%	14,4%	23,6%	-213,8%	34,9%	20,1%
Median	45,8%	20,3%	9,0%	7,9%	19,7%	19,7%	9,8%	26,4%	26,6%	5,1%	34,9%	29,4%

DCF - känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			17,0%	19,5%	22,0%	24,5%	27,0%
	14,0%	7,0	7,2	7,3	7,5	7,6		14,0%	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
	14,5%	6,8	6,9	7,0	7,2	7,3		14,5%	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
WACC	15,0%	6,5	6,6	6,8	6,9	7,0	WACC	15,0%	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
	15,5%	6,3	6,4	6,5	6,6	6,7		15,5%	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
	16,0%	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5		16,0%	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3

DCF - värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	75 323	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	20 369	Riskpremium	6,0%	Långsiktig EBIT-marginal	20,0%
Företagsvärde (EV)	95 692	Extra riskpremium	8,5%	Avskrivningar, % av omsättning	5,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	16 496	Beta	1,0	Capex, % av omsättning	10,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital	17,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	10,0%
Eget kapital	79 196	Räntekostnad (före skatt)	8,0%	Skattesats	10,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	129 659	Skattesats	10%		
Eget kapital per aktie	6,94	Belåningsgrad	20%		
		WACC	15,0%		

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	12	25	31	40	42	46
Övriga rörelseintäkter	2	1	1	0	1	0
Totala intäkter	13	26	32	40	43	46
Bruttoresultat	13	26	32	40	43	46
Övriga rörelsekostnader	-8	-21	-24	-32	-32	-33
EBITDA	5	5	8	8	11	13
Jämförelsestörande poster	-	-	-	-1	-	-
EBITDA, justerad	5	5	8	9	11	13
EBITA, justerad	5	5	8	9	11	13
Amortering	-1	-2	-21	-24	-3	-3
EBIT	4	3	-13	-15	8	11
EBIT, justerad	4	3	-13	-14	8	11
Finansnetto	-3	-2	-5	-2	-2	-2
Resultat före skatt	2	1	-18	-18	6	8
Resultat före skatt, justerad	2	1	-18	-17	6	8
Total skatt	0	0	-1	-1	-1	-1
Nettoresultat	1	1	-18	-19	5	7
Nettoresultat, justerad	1	1	-18	-18	5	7
Intäktstillväxt	-	98%	24%	25%	7%	7%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	Neg.	Neg.	20,0%	23,2%
EPS, justerad	0,01	0,01	-0,13	-0,10	0,03	0,04
EPS-tillväxt, justerad	-	-50%	N.m.	N.m.	N.m.	33%

Källa: Acroud, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	4	3	-13	-15	8	11
Övriga kassaflödesposter	1	1	19	23	2	2
Förändringar i rörelsekapital	0	0	-1	-4	-1	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	6	3	6	4	10	11
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	0	-1	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-2	-2	-1	-2	-2
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-4	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-3	-6	-2	-1	-2	-2
Fritt kassaflöde	3	-3	3	2	8	10
Förvärv och avyttringar	0	1	2	0	0	0
Nyemission / återköp	7	0	12	6	0	0
Förändring av skulder	-7	-2	-12	-4	0	0
Övriga poster	-2	-2	-4	-3	-2	-2
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-2	-3	-3	0	-2	-2
Kassaflöde	1	-6	1	2	6	8
Nettoskuld	14	17	17	11	6	-1

Källa: Acroud, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	43	51	41	20	17	14
Övriga immateriella tillgångar	7	18	29	28	30	32
Övriga anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	51	69	71	49	48	47
Kundfordringar	1	2	3	3	3	4
Övriga omsättningstillgångar	1	3	3	8	8	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	2	2	4	9	16
Summa omsättningstillgångar	10	7	9	15	21	29
SUMMA TILLGÅNGAR	61	76	80	64	69	76
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	36	42	24	11	17	24
Summa eget kapital	36	42	24	11	17	24
Långfristiga räntebärande skulder	22	0	19	14	14	14
Övriga långfristiga skulder	1	11	26	25	25	25
Summa långfristiga skulder	22	11	45	39	39	39
Kortfristiga räntebärande skulder	0	19	0	0	0	0
Leverantörsskulder	0	1	0	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	2	3	10	12	12	12
Summa kortfristiga skulder	2	23	10	13	13	13
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	61	76	80	64	69	76

Källa: Acroud, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	98%	24%	25%	7%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-15%	78%	12%	21%	18%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-36%	N.m.	N.m.	N.m.	25%
EPS-tillväxt, justerad	-	-50%	N.m.	N.m.	N.m.	33%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	47,2%	18,9%	26,9%	20,6%	26,6%	29,3%
EBITDA-marginal, justerad	47,2%	18,9%	26,9%	23,2%	26,6%	29,3%
EBIT-marginal	37,3%	11,1%	Neg.	Neg.	20,0%	23,2%
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	Neg.	Neg.	20,0%	23,2%
Vinst-marginal, justerad	10,8%	2,9%	Neg.	Neg.	12,9%	15,9%

Källa: Acroud, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	2%	Neg.	Neg.	40%	36%
ROCE, justerad	Neg.	5%	Neg.	Neg.	30%	30%
ROIC, justerad	Neg.	5%	Neg.	Neg.	38%	47%

Källa: Acroud, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	11%	7%	10%	8%	8%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	30%	>100%	43%	41%	41%	40%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1%	4%	-13%	-4%	-2%	0%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,4x	0,7x	1,6x	1,4x	1,2x

Källa: Acroud, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	14	17	17	11	6	-1
Soliditet	60%	55%	30%	17%	24%	31%
Nettoskulsättningsgrad	0,4x	0,4x	0,7x	1,0x	0,3x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,5x	3,7x	2,0x	1,3x	0,5x	-0,1x

Källa: Acroud, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,01	0,01	-0,13	-0,11	0,03	0,04
EPS, justerad	0,01	0,01	-0,13	-0,10	0,03	0,04
FCF per aktie	0,03	-0,02	0,03	0,01	0,05	0,06
Eget kapital per aktie	0,32	0,34	0,18	0,07	0,10	0,14
Antal aktier vid årets slut, m	114	122	133	155	173	173
Antal aktier efter utspädning, snitt	114	130	136	173	173	173

Källa: Acroud, EPB

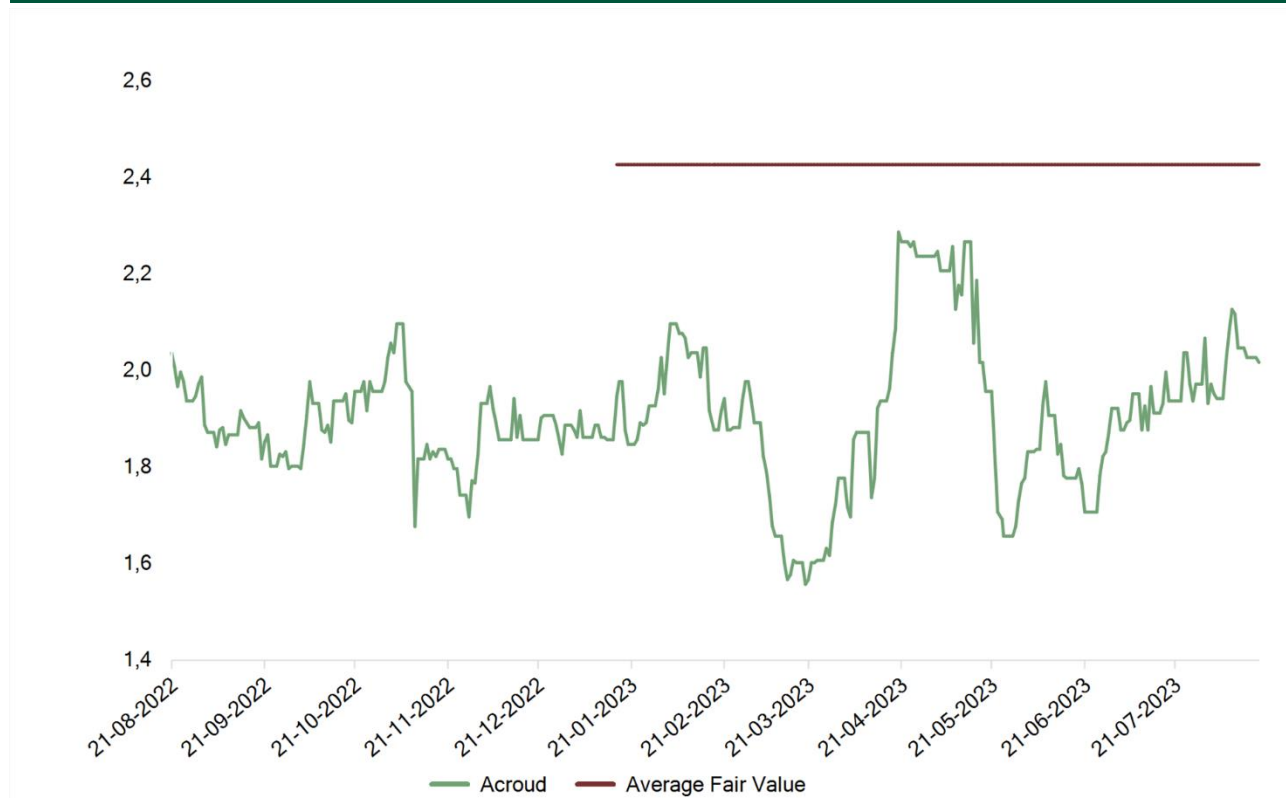
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	27,3x	47,3x	Neg.	Neg.	5,4x	4,1x
P/EK	0,9x	0,8x	0,9x	2,4x	1,8x	1,2x
P/FCF	11,3x	Neg.	6,8x	12,2x	3,8x	3,0x
FCF-yield	9%	Neg.	15%	8%	27%	33%
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	3,6x	2,0x	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	8,7x	11,0x	4,8x	5,2x	4,3x	3,6x
EV/EBIT, justerad	11,1x	18,7x	Neg.	Neg.	5,8x	4,6x
EV	48	51	40	49	49	49
Aktiekurs	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2

Källa: Acroud, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Acroud (ACROUD 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 frånsäger 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 på <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