

Uppdatering: Kv4 2022

ANGLER GAMING PLC

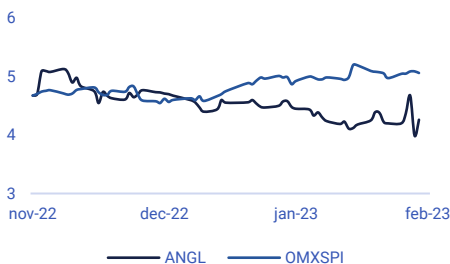
Angler Gaming driver via dotterbolag verksamhet inom iGaming-industrin. Bolaget har en egenutvecklad och skalbar plattform som skapar försättningar för en snabb och lönsam tillväxt.

VD: Thomas Kalita
SO: Olga Finkel
www.anglergaming.com

Lista: Spotlight Next
Senaste aktiekurs: 4,3 SEK
Marknadsvärde: 320 MSEK

Bloomberg: ANGL.SS
Refinitiv Eikon: ANG.ST

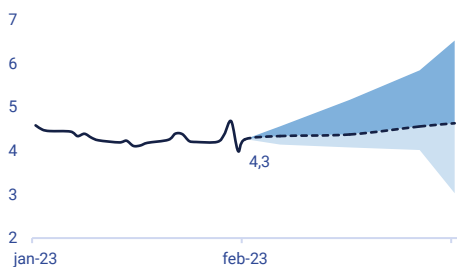
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-33	-3	15	4

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	3,0	4,6	6,5
Upp-/nedsida (%)	-29	9	53

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Christopher Solbakke
Equity Analyst

Fler B2B-partners i pipen kan skapa lyft

Angler Gaming levererade en kv4 2022-rapport under vår förväntan med fallande intäkter och lönsamhet. Dock visar de första 45 dagarna av innevarande kvartal på tillväxt. Ytterligare B2B-partners finns i startgroparna samtidigt som kostnadsbildningen ligger kvar i fokus. Vi sänker motiverat värde per aktie till 4,6 kronor (6,1) i ett basscenario.

Ett kvartal under vår förväntan

Angler Gaming levererade en ljummen rapport för det fjärde kvartalet 2022 med negativ tillväxt vad gäller både intäkter och lönsamhet, under vår förväntan. Intäkterna hölls tillbaka då bolaget fortsätter att avbryta olönsamma affiliate-samarbeten. Ändock backade bruttomarginalen sekventiellt till 23,0 procent från 24,9 procent. Värt att notera är också att bolaget skrev ned osäkra fordringar med cirka 2,5 miljoner euro som en extraordinär kostnadspost.

Stark start på kv1 2023 med fler B2B-partners på ingång

Trots ett ljummet fjärde kvartal 2022 har det första kvartalet 2023 startat väl. Den genomsnittliga nettospelsvinsten per dag ökade med nio procent jämfört med det fjärde kvartalet 2022. Jämfört med första kvartalet 2022 ökade den genomsnittliga nettospelsvinsten per dag med tre procent. Detta med en bra start för den nya B2B-partnern som stod för fem procent av nettospelsvinsten under januari.

Parallellt fortsätter bolaget sin JV-satsning för att etablera verksamhet inom affiliate marketing i Sydamerika. Dock skall noteras att det tar tid att klättra i sökmotorernas träfflistor för att driva den organiska trafiken. Därför tror vi att det är det utökade fokuset på B2B-verksamhet som är drivaren i det kortare perspektivet med ytterligare två nya B2B-partners avser gå live under det första halvåret 2023.

Återhämtning i intäkter och marginal i korten

Mot bakgrund av utfallet för det fjärde kvartalet 2022 har vi justerat ned våra intäkt- och lönsamhetsprognoser. Vi räknar med en positiv tillväxt under 2023 om 3,6 procent som tilltar de efterföljande åren. Under perioden 2023-2025 räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt om 9,5 procent per år. Över hela prognosperioden, 2023-2032 är motsvarande siffra 7,5 procent. Vi räknar med en stigande bruttomarginal allteftersom bolaget ökar avkastningen på marknadsföringen. Det i samspel ett kostnadsfokus gör att vi räknar med att EBIT-marginalen lyfter till 6,0 procent under 2023 och till 20,8 procent 2032. Bolagets genomsnittliga EBIT-marginal under åren 2017-2021 var 27,8 procent.

Sänkt motiverat värde

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde på 4,6 kronor per aktie (6,1) för de kommande 6-12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel 2023 på 0,9x och en EB/EBIT-multipel 2023 på 15,2x. Medianvärdet för referensgruppens EV/EBIT-multipel 2023 om 15,7x. Samtidigt är finansieringsrisken upp. Vi räknar med att bolaget förnyar befintligt lån ytterligare ett år. Bolagets VD, Thomas Kalita har också efter rapporten köpt aktier för 4,2 miljoner kronor.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Intäkter	43,4	43,4	31,4	32,5	36,6	41,2
Bruttoresultat	19,0	15,5	7,2	8,3	10,7	14,0
EBITDA	14,1	9,3	0,8	2,0	3,6	6,7
EBIT	14,1	9,3	0,8	1,9	3,6	6,7
EBT	11,8	7,3	-3,8	1,9	3,6	6,7
Just. vinst per aktie (EUR)	0,15	0,10	-0,04	0,02	0,05	0,09
Tillväxt, nettooms.	52%	0%	-28%	4%	13%	13%
Bruttomarginal	44%	36%	23%	26%	29%	34%
EBITDA-marginal	33%	21%	2,6%	6,0%	10%	16%
EBIT-marginal	33%	21%	3%	6%	10%	16%
EV/Sales	3,5x	1,7x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA	10,6x	8,0x	37,1x	14,8x	8,1x	4,3x
EV/EBIT	10,6x	8,0x	37,6x	14,9x	8,1x	4,3x
P/E (just.)	13,1x	10,7x	NM	16,0x	8,5x	4,6x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser, värdering och risker

iGaming-bolaget Angler Gaming var för några år sedan ett av sektorns starkast växande bolag. Samtidigt har även lönsamheten varit framträdande, väl över mer välkända sektorkollegor som Kindred och Betsson. Bolaget har dock fått vidkännas fallande intäkter och lönsamhet sedan det andra kvartalet 2021. För att få skutan på rätt köl har ett antal initiativ genomförts. Vi beräknar ett motiverat värde om 4,6 kronor per aktie (6,1). Siffror som visar att bolaget utvecklas i rätt riktning minskar osäkerhet och skapar uppsida i vår värdering.

Att hitta tillbaka till tillväxtpåret

Angler Gaming knoppades av från Betsson 2012 för att i egen regi agera operatör på den globala marknaden. Bolagets verksamhet drivs på den egenutvecklade spelplattformen med tillhörande infrastruktur. Denna har också varit nyckeln till bolagets fina historiska utveckling.

- **Påvisad förmåga med hack i kurvan:** Med en egenutvecklad spelplattform, en effektiv marknadsföring och organisation har Angler Gaming under perioden 2016–2021 visat upp en imponerande genomsnittlig tillväxt om 48,4 procent per år. Det till en genomsnittlig justerad rörelsemarginal om 28,2 procent. Detta påvisar bolagets förmåga att leverera hög tillväxt till god marginal. Dock, från det andra kvartalet 2021 har viktiga KPI:er, som intäkter och lönsamheten börjat falla tillbaka. Detta förklaras av sämre avkastning på marknadsföringen och av växtvärk inom den egna organisationen.
- **Åtgärden för att få skutan på rätt köl:** För att vända den fallande trenden har bolaget genomfört ett antal åtgärder. Däribland har organisationen stärkts upp, bland annat har koncern-VD Thomas Kalita tagit en operativ roll med avsikten att sätta ett tydligt fokus på försäljning och effektiv drift av huvudverksamheten. Vad det gäller försäljning kommer B2B-verksamheten, där bolaget licensierar ut plattformen till externa operatörer (white label) få ett tydligare fokus. Vad gäller kostnadseffektivitet i huvudverksamheten har bland annat ofördelaktiga affiliate-samarbeten avslutats.
- **Tecken på att en turnaround kan finnas i korten:** (i) Den genomsnittliga netto-spelsvinsten per dag var upp med nio procent jämfört med föregående kvartal (kv4) under innevarande kvartals första 45 dagar. Med tre procent på årsbasis. (ii) Två nya B2B-partners väntas gå live med sina hemsidor under de kommande månaderna. Över tid räknar vi med att bolagets sportbok och affiliate-satsning under Fiebre kommer att bidra med nya intäkter och ett positivt resultat. Finansieringssituationen har dock stramats åt. Vi räknar med att bolaget förnyar befintligt kortfristig lån för att betalas av under 2024.
- **Värdering:** Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie om 4,6 kronor (6,1) för de kommande 6–12 månaderna. Det motsvarar en EV/EBIT-multipel 2023 om 15,2x. Vår referensgrupp av företag handlas till EV/EBIT 2023 om 15,7x. I dag handlas Angler Gaming-aktien till 14,9x vår EBIT-prognos 2023. Att bolaget fått ordning på verksamheten kan stärkas av siffror från bolaget, då i form av tillväxt med en förbättrad bruttomarginal. I ett sådan scenario reduceras osäkerheten, vilket skulle skapa ytterligare uppsida i vårt motiverade värde för aktien.

Antaganden och prognoser

Stark position på marknaden skapar goda tillväxtutsikter

Vi räknar med en CAGR, 2022–2025 om starka 9,5 procent. Över hela prognosperioden, 2023–2032 räknar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 7,5 procent. Den tilltagande tillväxten motiveras i huvudsak av bolagets satsning inom B2B.

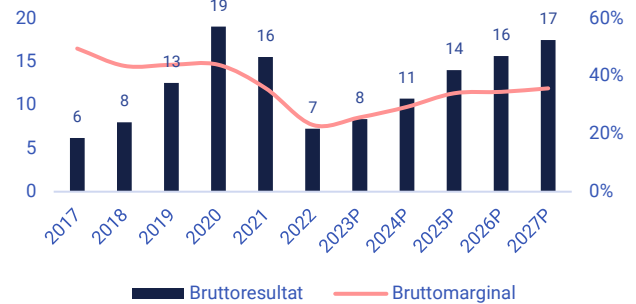
Över hela prognosperioden, 2023–2032 räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 7,5 procent.

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med råvaror och förnödenheter och intäktsdelning. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Förbättrad bruttomarginal med högre avkastning

En effektivare marknadsföring med affiliates kommer i stort avspeglas i bruttomarginalen. Under 2023 räknar vi med en bruttomarginal på 25,7 procent och till 34,0 procent till 2025. Fram till 2032 räknar vi med att bruttomarginalen stiger till 36,2 procent. Under 2017-2021 var den genomsnittliga bruttomarginalen 43,3 procent.

Stigande bruttomarginal ger stärkt rörelseresultat

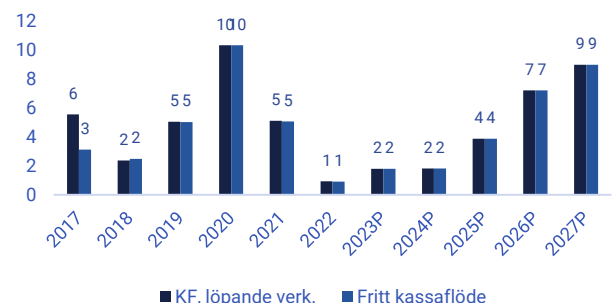
Med högre intäkter och bättre bruttomarginal räknar vi nu med ett positivt EBIT-resultat 2023 om 2,0 miljoner euro, motsvarande en EBIT-marginal på 6,0 procent. Med en förbättrad bruttomarginal och bra skalbarhet i verksamheten stiger EBIT-marginalen till cirka 20,8 procent till år 2032.

EBIT (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Finansieringsrisken har kommit upp med utestående kortfristigt lån som skall betalas under 2023. I vårt scenario förlängs lånet och betalas tillbaka under 2024. I ett scenario då verksamheten inte utvecklas i linje med våra antaganden kan ny extern finansiering behövas.

Motiverat värde inom ett intervall

Pressad aktie med bra potential

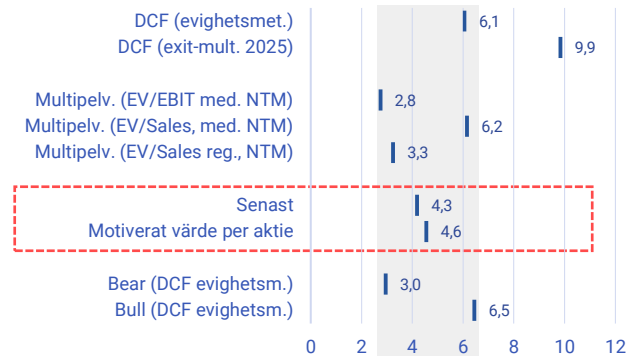
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie till 4,6 kronor (6,1) för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario. Nedrevideringen förklaras i huvudsak av nedjusterade prognoser.

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

EUR/SEK		10,9
Multipelv. (EV/Sales, med. 2023)	SEK	6,2
Multipelv. (EV/Sales reg.)	SEK	3,3
Multipelv. (EV/EBIT med. 2023)	SEK	2,8
DCF-värdering	SEK	6,1
Motiverat värde per aktie	SEK	4,6
Möjlig upp-/nedsida		9%
Aktier, full finansiering och utspädning	M	75
Aktievärde	MSEK	347
Kassa (senast rapp. kv)	MSEK	13,1
Skuld (senast repp. kv)	MSEK	10,9
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	0,0
EV	MSEK	323

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EV/Sales	0,9x	0,7x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x
EV/EBITDA	15,1x	3,2x	36,3x	15,1x	15,1x	15,1x	15,1x
EV/EBIT	15,2x	3,2x	36,8x	15,2x	15,2x	15,2x	15,2x
P/E	17,3x	NM	17,3x	9,3x	9,3x	9,3x	9,3x

Källa: Carlsquare prognoser

DCF värdering

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering			
PV(UFCF)	MEUR	27,0	Disk.ränta
PV(TV)	MEUR	15,3	Riskfri ränta
EV	MEUR	42,3	Marknadsriskprem.
Nettokassa (+), senast kv.	MEUR	0,2	6,7%
Värde, associerade bolag	MEUR	0,0	Skattejust. ränta
Värde, minoritetsintressen	MEUR	-0,5	2,9%
Aktievärde	MEUR	42,1	Belåning
PV (aktiefinansiering)	MEUR	0,0	0,0%
Aktievärde efter finansiering	MEUR	42,1	WACC
Utestående aktier	Milj.	75,0	14,2%
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	0,0	Bolagsspecifik prem.
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	75,0	4,3%
Värde per aktie före finansiering och utspädning	EUR	0,6	Avkastningskrav, EK
Aktievärde efter finansiering och utspädning	EUR	0,6	14,2%
Valuta	§SEKEUR	10,9	Disk.ränta
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	6,1	18,5%
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	6,1	Antaganden
Upp-/nedsida		44,0%	CAGR, 2022–2032
			3,7%
			EBITDA-marginal, 2032
			20,8%
			EBIT-marginal, 2032
			20,8%
			Skattesats
			5,0%
			Värderingsmultiplar
			EV/Sales, NTM
			1,3x
			EV/EBITDA, NTM
			21,6x
			EV/Sales, 2023P
			1,3x
			EV/EBITDA, 2023P
			21,6x
			P/S, NTM
			1,3x
			EV/EBIT, NTM
			21,7x
			P/S, 2023P
			1,3x
			EV/EBIT, 2023P
			21,7x
			EV/Gross prof., NTM
			5,1x
			P/E, NTM
			23,0x
			EV/Gross prof., 2023P
			5,1x
			P/E, 2023P
			23,0x

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Multipelvärdering medianvärde EV/Sales NTM, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2022-2025P	EBITDA-m. x̄, 2022-2025P	EV/Sales, NTM
The Trade Desk, Inc.	US	20 534	28%	13%	13,2x
DoubleVerify Holdings, Inc.	US	3 388	29%	25%	7,7x
Magnite, Inc.	US	1 322	19%	9%	3,8x
PubMatic, Inc.	US	630	16%	13%	2,1x
YOC AG	DE	46	NA	11%	NA
Bidstack Group Plc	GB	41	165%	NA	3,6x
Median		1 322	23%	13%	3,7x
Genomsnitt		5 184	23%	14%	5,3x
Rabatt					0,0%
Använd multipel					3,7x
Just. nettoomsättning, NTM	MSEK				21,4
EV	MSEK				79,6
Nettokassa (+), senast kv	MSEK				1,3
Värde, associerade bolag	MSEK				0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK				0,3
PV (kassa från nyemissioner)	MSEK				11,2
Aktievärde efter finansiering	MSEK				92
Antal utestående aktier	milj.				32
Nya aktier från aktiefinansiering	milj.				5,5
Utestående aktier efter full finansiering	milj.				37
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				2,5
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				2,5
Valuta	SEK/SEK				1,0
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				2,5
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				2,5

*Justerad nettoomsättning avser redovisad nettoomsättning reducerat med 50 procent, motsvarande rådande andel för intäktsdelning. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Multipelvärdering medianvärde EV/Sales och EV/EBIT, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2022-2025E	μEBIT-marg., 2022-2025E	EV/Sales, NTM	EV//EBIT, NTM
Flutter Entertainment plc	IE	27 229	16%	13%	3,6x	38,0x
Entain Plc	GB	9 258	7%	16%	2,4x	18,8x
Kindred Group plc	MT	2 143	12%	14%	1,5x	12,5x
Betsson AB	SE	1 172	11%	18%	1,3x	7,3x
Median		5 701	11%	15%	1,9x	14,3x
Genomsnitt		9 951	11%	15%	2,1x	15,4x
Rabatt					30,0%	30,0%
Använd multipel					1,3x	10,0x
Nettoomsättning, NTM	MEUR				33	
EBIT, NTM	MEUR					2,0
EV	MEUR				43	20
Nettokassa(+), senast kv	MEUR				0,2	0,2
Värde, associerade bolag	MEUR				0,0	0,0
Värde, minoritetsintressen	MEUR				-0,5	-0,5
PV(kassa från nyemissioner)	MEUR				0,0	0,0
Aktievärde efter finansiering	MEUR				43	19
Antal utestående aktier	milj.				75	75
Nya aktier från aktiefinansiering	milj.				0,0	0,0
Utestående aktier efter full finansiering	milj.				75	75
Värde per aktie före finansiering och utspädning	EUR				0,6	0,3
Aktievärde efter finansiering och utspädning	EUR				0,6	0,3
Valuta	\$\$SEK/SEK				10,9	10,9
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				6,3	2,9
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				6,2	2,8

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

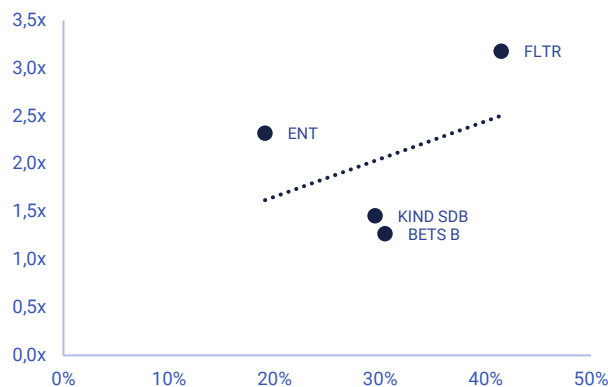
Multipelvärdering, regression

Regression, EV/Sales och tillväxt + rörelsemarg., NTM

Regression	
Lutning	3,9
Skärningspunkt	0,9
Rsq	17%
Tillväxt 2023	4%
EBIT-marginal, 2023	6%
Implicit multipel	1,2x
Rabatt	30%
Använd multipel	0,7x
Intäkter, 2023P	EURm 33
EV	EURm 23
Nettoskuld (-), senast kv.	EURm 0,2
PV (kassa från nyemissioner)	EURm 0,0
Aktievärde efter finansiering	EURm 23
Utestående aktier efter full finansiering	M 75
Värde per aktie före finansiering och utspädning	EUR 0,3
Aktievärde efter finansiering och utspädning	EUR 0,3
Valutakurs	\$/SEK 10,9
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK 3,4
Värde per aktie efter finans. och utspädning	SEK/aktie 3,4

Diskonteringsränta på Y-axeln och tillväxt i evighet på X-axeln.
 Källa: Carlsquare prognoser

Regression



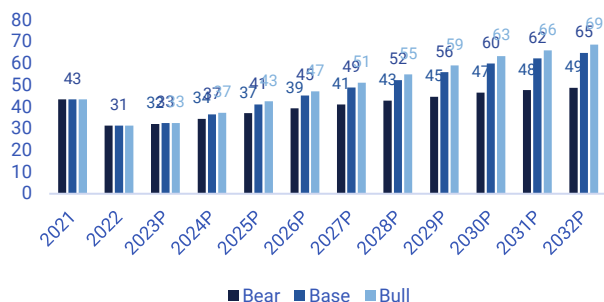
Diskonteringsränta på Y-axeln och exitmultipel på X-axeln.
 (XX%) = rabatt som tillämpas på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT.
 Källa: Carlsquare prognoser

Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I ett mer optimistiskt Bull-scenario modellerar vi en riskjusterad CAGR, 2022–2032, på 8,2 procent (bas 7,5 procent) och en EBIT-marginal 2032 på 21,0 procent (bas 20,8 procent). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 6,5 kronor.

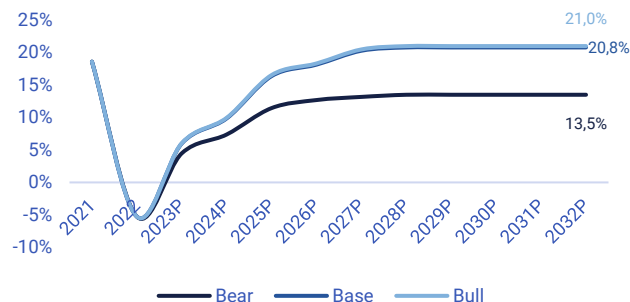
I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi en CAGR, 2022–2032, på 4,5 procent och en EBIT-marginal 2032 på 13,5 procent. I Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 3,0 kronor.

Nettoomsättning (MSEK)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

EBITDA-marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Fyra licenser men dess gångbarhet kan förändras

Angler Gaming verkar i flera länder och världsdelar (Europa inklusive delar av Östeuropa, Asien samt Sydamerika). Exakt vilka länder och marknader som bolaget är aktiva på är för oss okänt. Detta adderar osäkerhet och svårighet att bedöma risker kring kommande regleringar i länder i dessa regioner. Dock gör vi bedömningen att bolagets marknader i huvudsak är så kallade grå marknader – alltså marknader där spel online inte är olagligt men heller inte reglerat. Reglering av spel online i de länder där Angler Gaming är verksam kan medföra att bolagets licenser blir ogiltiga, vilket skulle kunna förändra bolagets utsikter väsentligt. Kostnader för compliance och skatter är ytterligare aspekter som regleringar skulle kunna påverka.

Beroende av andra delar i värdekedjan

Även om Angler Gaming bedriver sin operatörsverksamhet på den egenutvecklade plattformen finns ett beroende av leverantörer. Det kan exempelvis handla om externa spelleverantörer och leverantörer av betalningslösningar. Kan bolaget av en eller annan anledning inte förse spelare med produkter från externa leverantörer sänks värdet av bolagets erbjudande. Bolagets direkta kostnader styrs också av externa leverantörer.

Bolagets förmåga att attrahera spelare är vidare beroende av externa parter i form av affiliate-nätverk. Vi bedömer att bolagets starka historiska utveckling i stor utsträckning är hänförlig till ett effektivt nyttjande av affiliate-nätverk. Ett försämrat samarbete med aktörer inom affiliate marketing kan hämma utvecklingen, både vad gäller tillväxt och lönsamhet.

Turnaround och personberoende

Vi modellerar med att bolaget kan återfå verksamheten på en bana av tillväxt och lönsamhet. Siffror är det enda som kan bevisa detta och än så länge är osäkerheten stor kring hur pass väl initiativen bidragit till en så kalla turnaround.

Spelbranschen omfattas av ett speciellt kunnande kring att ta fram spel liksom att attrahera spelare via olika samarbetspartners och kanaler i olika länder. Denna erfarenhet och kompetens samt kontaktnät omfattas av ett begränsat antal personer. Det innebär att skulle ett antal nyckelpersoner, som till exempel VD, lämna Angler Gaming skulle det kunna bli en utmaning att rekrytera ersättare till dessa.

Finansiella kostnader och kapitalbehov

Angler Gaming har historiskt inte haft några stora investeringsbehov. Efter att ha genererat starka kassaflöden under perioden från 2017 till och med det första kvartalet 2021, har verksamheten sedan dess utvecklats sämre med negativa resultat. Det negativa kassaflödet har inneburit att bolaget tvingades ta upp ett kortsiktigt lån om en miljon kronor i juni 2022 som ska återbetalas under 2023. Lånet löper med tre procent ränta, vilket är väsentligt lägre än tio procent ränta (eller mer) som liknande spelbolag uppskattningsvis skulle få betala för ett bryggglån. Kan bolaget inte vända till ett positivt kassaflöde innan dess kan de tvingas ta upp nya lån till

högre räntor. Ett annat alternativ är att genomföra en nyemission som kan medföra utspädning.

ESG-aspekter har gjort att investerare har sålt spelaktier

Ur ett investerarperspektiv uppfyller inte spelsektorn flertalet fonders och institutionella investerares hållbarhetskrav enligt ESG (energi, socialt ansvar och företagsstyrning). Dessa säljflöden bedöms dock av oss till lejonparten vara avklarade.

Nyckeltal och räkenskaper

Nyckeltal (SEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
SEK	10,0	10,3	10,9	10,9	10,9	10,9
Pris per aktie	22,0	11,3	4,4	4,3	4,3	4,3
Marknadsvärde	1 650	847	330	320	320	320
EV	1 637	814	328	328	328	328
P/S	3,8x	1,9x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
P/E	14,3x	11,3x	-11,4x	16,0x	8,5x	4,6x
P/KF löpande verks.	15,9	16,1	32,3	16,3	16,1	7,5
EV/Sales	3,8x	1,8x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
EV/Bruttones.	8,6x	5,1x	4,1x	3,6x	2,8x	2,1x
EV/EBITDA	11,6x	9,8x	-18,3x	15,3x	8,3x	4,4x
EV/EBIT	11,6x	9,8x	-8,6x	24,7x	6,7x	2,8x
CSQ motiverat värde per aktie	22,0	11,3	4,6	4,6	4,6	4,6
CSQ marknadsvärde	1 649,7	847,3	347,1	347,1	347,1	347,1
CSQ EV	1 637,2	813,8	344,9	325,4	309,6	287,6
P/S, CSQ implicit	3,8x	1,9x	1,0x	1,0x	0,9x	0,8x
P/E, CSQ implicit	14,3x	11,3x	-34,5x	17,2x	9,1x	4,8x
P/KF löpande verks., CSQ implicit	15,9x	16,1x	-9,5x	17,7x	17,5x	8,2x
EV/Sales, CSQ implicit	3,8x	1,8x	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x
EV/Bruttones., CSQ implicit	8,6x	5,1x	3,8x	2,8x	2,0x	1,7x
EV/EBITDA, CSQ implicit	11,6x	9,8x	-19,2x	15,2x	7,8x	3,9x
EV/EBIT, CSQ implicit	11,6x	9,8x	-9,1x	24,5x	6,3x	2,5x
Utestående aktier (SaP)	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Utestående aktier, full utspäd. (Genoms.)	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
EPS (SEK)	1,541	0,996	-0,385	0,267	0,499	0,935
DPS (SEK)	0,070	0,120	0,085	0,000	0,005	0,025
BV per aktie (SEK)	2,2	2,0	0,7	1,0	1,4	2,1
tBV per aktie (SEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV per aktie (SEK)	21,8	10,9	4,4	4,4	4,4	4,4
EK per aktie	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Direktavkastning	3,2%	10,9%	21,1%	0,0%	1,3%	6,4%
FCF yield	6,3%	6,2%	-11,2%	6,1%	6,2%	13,3%
FCF yield (obelånat)	7,2%	8,1%	8,0%	6,1%	6,0%	12,7%

SaP = Slutet av perioden. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), kvartalsbasis

	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P	Kv4, 23P
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	7,8	6,9	8,5	8,1	7,3	6,9	9,2	9,1
Bruttoresultat	2,2	1,0	2,1	1,9	1,7	1,6	2,6	2,5
EBITDA	0,4	-0,6	0,7	0,3	0,1	0,0	1,0	0,9
EBIT	0,4	-0,6	0,7	0,3	0,1	0,0	1,0	0,9
EBT	0,0	-1,2	0,3	-2,9	0,1	-0,1	1,0	0,9
Vinst efter skatt	0,0	-1,2	0,3	-2,5	0,1	-0,1	0,9	0,9
Just. Vinst efter skatt	0,0	-1,2	0,3	-0,4	0,1	-0,1	0,9	0,9
Just. vinst per aktie	0,000	-0,016	0,004	-0,006	0,001	-0,001	0,013	0,012
Tillväxt	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P	Kv4, 23P
Nettoomsättning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Totala intäkter	-42%	-32%	-16%	-16%	-7%	0%	8%	13%
Bruttoresultat	-57%	-69%	-41%	-45%	-24%	52%	21%	35%
EBITDA	-89%	-132%	-65%	-81%	-78%	94%	33%	235%
EBIT	-89%	-133%	-65%	-81%	-79%	93%	33%	239%
EBT	-100%	-166%	-86%	-136%	358%	95%	241%	301%
Vinst efter skatt	-100%	-167%	-86%	-135%	335%	95%	226%	305%
Marginaler	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P	Kv4, 23P
Bruttomarginal	28%	15%	25%	23%	23%	23%	28%	28%
EBITDA-marginal	5%	-9%	9%	3%	1%	-1%	11%	10%
EBIT-marginal	5%	-9%	9%	3%	1%	-1%	11%	10%
EBT-marginal	0%	-17%	3%	-36%	1%	-1%	11%	10%
Vinstmarginal	0%	-17%	3%	-31%	1%	-1%	10%	10%
Just. Vinstmarginal	0%	-17%	3%	-5%	1%	-1%	10%	10%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), årsbasis

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa intäkter	43,4	43,4	31,4	32,5	36,6	41,2
KSV	-24,4	-27,9	-24,1	-24,2	-25,9	-27,2
Bruttoresultat	19,0	15,5	7,2	8,3	10,7	14,0
Andra rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-4,9	-6,2	-6,4	-6,4	-7,1	-7,2
EBITDA	14,1	9,3	0,8	2,0	3,6	6,7
Av- och nedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	14,1	9,3	0,8	1,9	3,6	6,7
Finansnetto	-2,3	-0,7	-2,1	-0,1	0,0	0,0
EBT	11,8	7,3	-3,8	1,9	3,6	6,7
Skatt	-0,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	-0,2
Resultat efter skatt	11,5	7,3	-3,4	1,8	3,5	6,6
Just. res. Efter skatt	11,5	8,3	-1,3	1,7	3,3	6,2
Just. vinst per aktie	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Aktier, EoP	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Aktier, AVG.	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Tillväxt	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Summa intäkter	52%	0%	-28%	4%	13%	13%
Bruttoresultat	52%	-18%	-53%	15%	28%	31%
EBITDA	99%	-34%	-91%	141%	84%	87%
EBIT	100%	-34%	-91%	143%	85%	87%
EBT	78%	-38%	-152%	150%	88%	89%
Resultat efter skatt	78%	-37%	-146%	155%	88%	89%
Just. res. efter skatt	78%	-28%	-116%	233%	88%	89%
Just. vinst per aktie	78%	-28%	-116%	233%	88%	89%
Marginaler	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Bruttomarginal	44%	36%	23%	26%	29%	34%
EBITDA-marginal	33%	21%	3%	6%	10%	16%
EBIT-marginal	33%	21%	3%	6%	10%	16%
EBT-marginal	27%	17%	-12%	6%	10%	16%
Vinstmarginal	27%	17%	-11%	6%	9%	16%
Just. vinstmarginal	27%	20%	-3%	6%	9%	16%

SaP = Slutet av perioden. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2020
Summa immateriella tillg.	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Summa materiella tillg.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa övriga anläggningstillg.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillg.	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar	9,7	12,2	7,7	8,3	9,0	10,5	9,7
Övriga omsättningstillg.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassa och bank	9,6	5,7	1,2	3,0	3,4	5,4	9,6
Summa omsättningstillgångar	19,3	17,9	8,9	11,3	12,5	15,9	19,3
Summa tillgångar	20,5	19,1	10,1	12,5	13,7	17,1	20,5
Summa eget kapital	16,4	14,8	4,9	6,8	9,9	14,5	16,4
LF skulder till kreditinst.	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
Summa långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
KF skulder till kreditinst.	0,0	0,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	3,6	3,9	4,3	4,8	3,8	2,6	3,6
Övriga kortfristiga skulder	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Summa kortfristiga skulder	4,1	4,4	5,2	5,8	3,8	2,6	4,1
Summa skulder	4,1	4,4	5,2	5,8	3,8	2,6	4,1
Summa eget kapital och skulder	20,5	19,1	10,1	12,5	13,7	17,1	20,5
Likviditet	2 020	2 021	2 022	2023P	2024P	2025P	2 020
Balanslikviditet	4,7x	4,1x	1,7x	2,0x	3,3x	6,1x	4,7x
Kassalikviditet	2,3x	1,3x	0,2x	0,5x	0,9x	2,1x	2,3x
Belåning	2 020	2 021	2 022	2023P	2024P	2025P	2 020
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	-10	-6	0	-2	-3	-5	-10
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Soliditet	80%	77%	48%	54%	72%	85%	80%
Effektivitet	2 020	2 021	2 022	2023P	2024P	2025P	2 020
ROA	82%	39%	-11%	16%	26%	42%	82%
ROE	101%	49%	-16%	32%	41%	52%	101%
ROIC	97%	145%	63%	-14%	20%	35%	97%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2020
KF, löpande verksam. före delta RK	11,8	7,2	-5,0	1,9	3,5	6,6	11,8
Delta RK	-1,5	-2,1	1,7	-0,1	-1,7	-2,7	-1,5
KF, löpande verksamhet	10,3	5,1	-3,3	1,8	1,8	3,9	10,3
KF, investeringsverksamhet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt KF	10,3	5,1	-3,4	1,8	1,8	3,9	10,3
KF, finansieringsverksamhet	-5,2	-9,0	-5,4	0,0	-1,4	-1,9	-5,2
Periodens kassaflöde	5,1	-3,9	-8,7	1,8	0,4	2,0	5,1
Kassa, BaP	4,5	9,6	5,7	1,2	3,0	3,4	4,5
Kassa, SaP	9,6	5,7	1,2	3,0	3,4	5,4	9,6
Nyckeltal	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2020
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	24%	12%	-11%	6%	5%	9%	24%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	73%	55%	-412%	91%	50%	58%	73%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson, Bertil Nilsson och Christopher Solbakke äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.