

Analysuppdatering

FUTURE GAMING

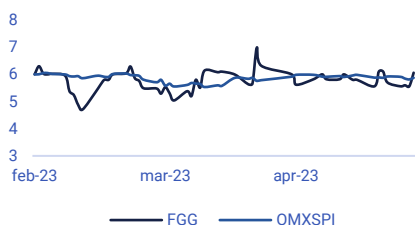
VD: Alexander Pettersson
 SO: Stefan Wilhelmsson
 www.futuregaminggroup.com

Ticker: FGG

Lista: Spotlight SE

Aktiekurs, senast: 5,60 SEK
 Marknadsvärde: 194 MSEK

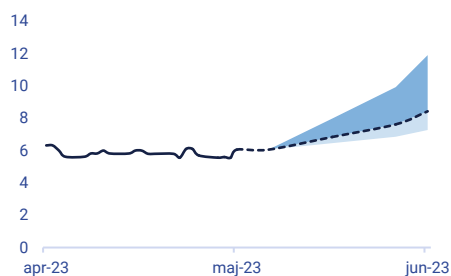
AKTIEKURSUUTVECKLING, 3-MND



	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-15,2	17,9	1,0

Källa: CapitalIQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	Bear	Bas	Bull
Värde, DCF	7,3	8,4	11,9
Upp-/nedsida (%)	30%	51%	113%

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Christopher Solbakke
 Equity Analyst

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Pilarna pekar uppåt för Future Gaming

Efter den finansiella omstruktureringen och det omvända förvärvet av Fable Media ApS under 2021 löste Future Gaming sin finansiellt pressade situation samtidigt som bolaget signifikant ökade sin omsättning och lönsamhet. Detta gav en fin tillväxt i 2022 som har fortsatt in i 2023. Bolaget fortsätter att visa en stark omsättningstillväxt och bibehåller en god lönsamhet. Carlsquare Equity Research höjer rikt kursen från 6,4 SEK per aktie till 8,6 SEK per aktie inom de kommande 6 – 12 månaderna.

Affiliatemarknadsföring åt speloperatörer

Future Gaming Group International AB ("Future Gaming" eller "FGG") är ett bolag som utvecklar och investerar i tjänster inom affiliatemarknadsföring, dvs skaffar nya kunder åt speloperatörer mot en ersättning. Denna ersättning är fast per kund och/eller rörlig per aktivitet som de nya slutkunderna genererar. Affiliate-bolagen har en roll att utöva för speloperatörerna då deras marknadsföringskostnader ofta uppgår till 20–40 procent av bolagens intäkter. Historiskt har Future Gaming agerat via ett antal bolag där Phase One (förvärvades 2017) och Fable Media (förvärvades 2021) dominerar idag. I koncernen ingår även det estniska bolaget Viistek Media OÜ samt Unlimited Media Ltd på Malta (under avveckling).

Future Gamings dotterbolag Phase One och Fable Media placerar annonser på andra portaler. Flertalet konkurrerande företag sätter i stället upp webbsidor som driver trafik till spelwebbplatser. I båda fallen får bolagen betalt för hur väl de lyckas. Andra vanliga sätt att driva trafik är att blogga om och recensera spelwebbplatser ur kundens perspektiv. För affiliate-bolag gäller det att fokusera på de mest effektiva sätten att marknadsföra sin uppdragsgivare, vilket inkluderar val av media men även av en målgrupp med en hög sannolikhet att börja spela hos operatören.

Tillväxt, lönsamhet och förbättring av den finansiella positionen

Från kv1 2022 till kv1 2023 har Future Gamings intäkter ökat med drygt 95 procent, från 10,5 till 20,5 miljoner kronor. Justerat för förvärvseffekter uppgick tillväxten till drygt 27 procent, även det en stark siffra under utmanande makroekonomiska förhållanden. Vid förvärvstillfället uppvisade Fable Media en EBITDA-marginal om drygt 58 procent, vilket är långt över genomsnittet för jämförbara bolag. Under kv1 2023 bevisade bolaget att den höga EBITDA-marginalen håller i sig, och att samgåendet med Fable Media fortsätter att ge önskade effekter på både omsättning och lönsamhet. Under kv1 2023 har bolaget även lyckats köpa tillbaka utestående obligationer till ett nominellt belopp, inklusive kapitaliserad ränta, om knappt 17 miljoner kronor. Detta har påverkat finansnettot positivt under kv1 2023 och kommer även påverka positivt i kv2 2023. Återköpen av obligationer stärker bolagets finansiella position.

Motiverat värde i ett basscenario

Carlsquare ser Future Gaming som ett spännande case där potentialen till en fortsatt tillväxt med höga marginaler finns efter två starka kvartal. Vi räknar med en stark tillväxt (CAGR) om 8,8 procent under perioden 2023 – 2032 med stabila EBITDA-marginaler på omkring 50 – 55 procent. Från och med kv2 2025 förväntas Future Gamings kassaflöde väsentligt förbättras i och med att tilläggsköpeskillingen till ägarna av Fable Media då är betald.

Genom att kombinera en kassaflödes- och jämförande värdering kommer vi fram till ett motiverat värde om 8,6 kronor per aktie i Future Gaming i vårt Bas-scenario. Detta motiverade värde (riktkurs) varierar från 7,3 kronor i ett Bear-scenario till 11,9 kronor i Bull-scenariot.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	22,5	20,2	61,5	75,3	84,1	90,0
Bruttoresultat	16,4	13,5	44,7	57,2	65,2	68,8
EBITDA	6,9	2,0	31,7	42,0	49,0	51,5
EBIT	0,7	0,8	26,2	36,4	43,1	45,4
Resultat före skatt	-14,0	-8,4	27,5	41,0	42,8	40,4
Vinst per aktie	-0,01	-0,01	1,87	0,97	0,99	0,91
Tillväxt, nettooms.	-12,3%	-10,4%	204,5%	22,4%	11,7%	7,0%
EBITDA-marginal	30,4%	10,0%	51,5%	55,7%	58,3%	57%
EV/Sales	4,8x	5,8x	4,4x	5,5x	4,9x	4,6x
EV/EBITDA	15,9x	58,7x	8,6x	9,8x	8,4x	8,0x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case

Future Gaming Group International AB bedriver affiliatemarknadsföring inom iGaming med speloperatörer som uppdragsgivare. För att undvika default på sitt obligationslån gjordes i december 2021 ett omvänt förvärv av det danska bolaget Fable Media som är verksam inom samma område. Vid förvärvet hade Fable Media väsentligt högre intäkter och lönsamhet än FG. Förvärvet gav under 2022 en positiv effekt på dotterbolaget Phase One samt FG:s verksamhet i sin helhet i form av en signifikant ökad omsättning och lönsamhet. Under kv1 2023 har utvecklingen och den höga lönsamheten på EBITDA och EBIT-nivåer bibehållits. Vi kommer fram till ett värderingsintervall mellan 7,3 och 11,9 kronor per aktie i Bear- respektive Bull-scenarion. Vår riskjusterade värdering i Base case hamnar på drygt 8,6 kronor per aktie.

Fortsatt jämn och stabil tillväxt samt hög lönsamhet

Till följd av den finansiella rekonstruktionen och förvärvet av Fable Media under 2021 har Future Gaming lyckats vända en otillräcklig lönsamhet och en finansiellt svår position, till en lönsamhet som är högre än branschgenomsnittet på EBITDA-nivå och en stark förbättring av den finansiella situationen. Bolaget kan nu fokusera på att bygga vidare på den starka grund man lagt under 2022 för att skapa ytterligare tillväxt. I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde om 8,6 kronor per aktie.

Förvärvet av Fable Media fortsätter skapa tillväxt och lönsamhet

- **En stark fundamental grund lagd för att skapa en hållbar lönsamhet.** Efter förvärvet av Fable Media har Future Gaming lyckats öka koncernens omsättning och marginaler, men även uppnått synergier som besparingar i administrativa kostnader. Trenden från 2022 har fortsatt in i 2023 och Future Gaming har lyckats stabilisera sin omsättning och lönsamhet.
- **Successiv förbättring av den finansiella positionen.** Efter att ha hamnat i default mot villkoren för obligationslånet som utfärdades under 2017 lyckades Future Gaming omstrukturera sin pressade finansiella position genom dels en konvertering av obligationslånet kombinerat med förvärvet av Fable Media. Till följd av dessa åtgärder har Future Gaming under kv4 2022 och kv1 2023 lyckats köpa tillbaka obligationer och därmed minska sin skuldbörda. Återköp av obligationslånet förväntas fortsätta fram emot förfalldatum i december 2025 vilket kommer att stärka koncernens finansiella position ytterligare.
- **Attraktiv intäktsmodell på en växande marknad.** Till skillnad från många av sina konkurrenter baserar dotterbolagen Phase One och Fable Media sina intäktsmodeller på att driva trafik till kunders spelsajter via betald media i stället för via egna hemsidor. Denna intäktsmodell minskar den operativa risken då man inte blir beroende av Googles algoritmer för sökmotors-optimering för att synas. Bolagets främsta marknad uppskattas växa med omkring 10 procent per år. Future Gamings intäktsmodell förväntas visa sig effektiv i en marknad med en tilltagande konkurrens.
- **Snabb tillväxt och stabil lönsamhet.** Under helåret 2022 uppvisade Future Gaming en stark tillväxt av såväl omsättning som lönsamhet jämfört med året innan. Till stor del var denna tillväxt driven av samgåendet med Fable Media. Men tillväxten justerad för förvärvseffekter var även den mycket stark vilket indikerar en stark organisk tillväxt. Vi förväntar oss en jämn, stabil tillväxt i takt med marknaden (cirka 10 procent) under de kommande tre till fem åren samt att tillväxttakten därefter stabiliserar sig i en takt av cirka 5 – 7 procent per år. Totalt prognosticerar vi en CAGR (årlig tillväxt) om cirka 8,6 procent under prognosperioden 2023 – 2032.

Uppjusterade prognoser för lönsamheten ligger till grund för en högre riktkurs.

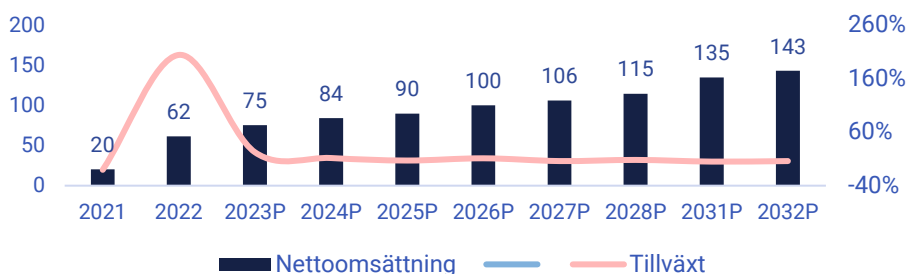
Antaganden och prognoser

Jämn och stabil omsättningstillväxt

Vi har i våra prognoser för perioden 2023–2032 utgått från resultaträkningen för helåret 2022 samt från kvartalsrapporten för kv1 2023. Tillväxten i affiliate- och spelsektorn har legat omkring 10 procent per år och förväntas öka i samma takt framöver.

För Future Gaming förväntar vi oss kvartalsvisa fluktuationer i samband med genomförandet av större idrottsarrangemang som fotbolls-VM eller dylikt. Historiskt har större idrottsevenemang gett en temporär förhöjd omsättning för FGG, som senast under fotbolls-VM under november/december 2022. Vi prognosticerar med en tillväxt om cirka 20 procent under 2023, 12 procent under 2024, och 7,5 respektive 11 procent under 2025 och 2026. Totalt under prognosperioden, 2023 – 2032, uppskattar vi en CAGR om cirka 8,6 procent. Våra prognoser avseende omsättning och omsättningstillväxt är således oförändrade jämfört med tidigare.

Omsättning (MSEK) och tillväxt (%), 2021 – 2032P



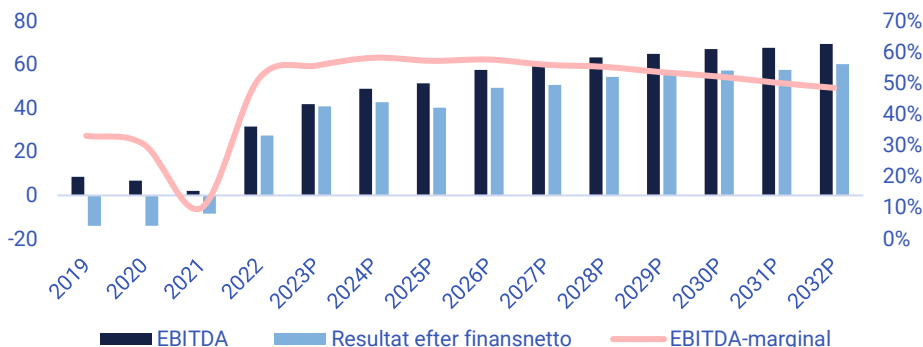
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Lönsamhet

Som synes räknar vi med en utplanande EBITDA-marginal. Anledningen till det är att Future Gaming under 2022 låg på omkring 52 procent EBITDA-marginal, medan konkurrenter i segmentet för affiliatemarknadsföring mot speloperatörer i genomsnitt ligger på 35–45 procent EBITDA-marginaler. Dock finns det faktorer i Future Gamings affärsmodell som talar för varaktiga höga marginaler som kostnadseffektivitet och möjligheter att öka intäkterna utan större behov av att öka exempelvis personalstyrkan, samt intäktsdelning som löper över lång tid. Våra initiala prognoser för bolagets EBITDA-marginaler år 2032 låg på cirka 43 procent. Vi har nu uppjusterat denna siffra till drygt 48 procent. För hela prognosperioden räknar vi nu med en genomsnittlig EBITDA-marginal om 54 procent, vilket ligger till grund för den uppjusterade rikt kursen.

Bolaget bevisade under kv1 2023 att man lyckas bibehålla över genomsnittligt hög lönsamhet sett till EBITDA och EBIT

EBITDA (MSEK), Nettoresultat (MSEK), EBITDA-marginal (%), 2019 – 2032P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Motiverat värde om 8,6 kronor per aktie

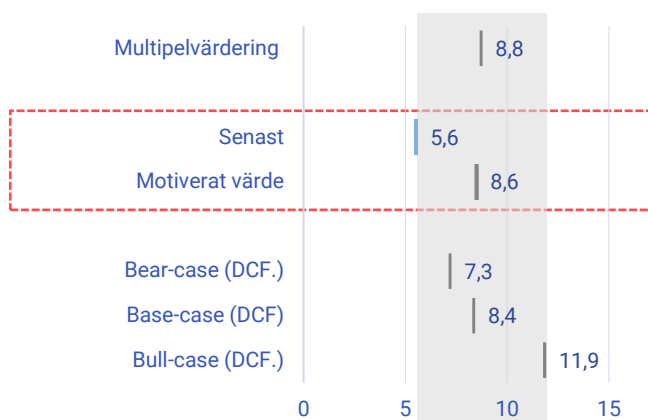
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie till 8,6 kronor för de kommande 6 – 12 månaderna i ett basscenario. Det motsvarar en potential om cirka 54 procent jämfört med aktiekursen per fredag 12 maj 2023. Värderingen bygger på de förbättringar, både verksamhetsmässiga och finansiella, som påvisades under 2022 och kv1 2023 till följd av förvärvet av Fable Media samt att bolaget behåller den höga lönsamheten.

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

Multipelvärdering (EV/EBIT, EV/EBITDA, 2023)	8,8
DCF-värdering	8,4
Motiverat värde per aktie	8,6
Möjlig kurspotential	53,7%
Aktier, full finansiering och utspädning	43 391
Aktievärde	373 587
Kassa (kv1 2023)	11 118
Skuld (kv1 2023)	-94 273
Nuvärde aktiefinansiering	43 717
EV (Obelånat företagsvärde)	413 025

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita multiplar, basscenario

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
EV/Sales	5,5x	4,9x	4,6x	4,1x	3,9x	3,6x	3,4x	3,2x	3,1x	2,9x
EV/EBITDA	9,8x	8,4x	8,0x	7,2x	7,0x	6,5x	6,4x	6,1x	6,1x	5,9x
EV/EBIT	11,4x	9,6x	9,1x	8,1x	7,9x	7,3x	7,2x	7,0x	6,9x	6,8x
P/E	8,8x	8,7x	9,5x	9,6x	9,6x	9,6x	9,6x	9,5x	9,4x	9,4x

Källa Carlsquare prognoser

Vår värdering i basscenariot motsvarar en CAGR 2023 – 2032 om 8,8 procent och en EBITDA-marginal 2032 om 48,3 procent. Värderingen i basscenariot motsvarar EV/EBITDA och EV/EBIT-multiplar om 9,8x och 11,4x för 2023. Detta kan jämföras med referensgruppen på åtta bolag verksamma inom affiliate-marknaden som handlas till genomsnittligt EV/EBITDA och EV/EBIT 2023 om 11,2x och 14,2x.

Kassaflödesvärdering (DCF)

I vår kassaflödesvärdering beräknar vi nuvärdet av våra prognosticerade kassaflöden för Future Gaming diskonterade med en vägd kalkylränta om 13,5 procent.

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Disk.ränta		Antaganden	
PV(UFCF)	246 856	Riskfri ränta	2,4%	CAGR, 2023 - 2032	9%
PV(TV)	158 394	Marknadsriskprem.	7,8%	EBITDA-marginal, 2032	48%
EV	405 250	Storleksprem.	3,9%	EBIT-marginal, 2032	42%
Nettoskuld	-83 155	Beta	1,2x	Skattesats	21%
Aktievärde	322 095	Avkastningskrav, EK	16,4%		
PV(aktiefinansiering)	43 717				-
Aktievärde efter finansiering	365 812	Skattejust. ränta	2,0%		
Utestående aktier	33 971	Belåning	31,0%		
Nya aktier från aktiefinansiering	9 420	WACC	11,9%	Implicita multiplar	
Utestående aktier efter full finansiering	43 391			EV/Sales 2023	5,3x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	9,5	Bolagsspecifik prem.	1,6%	EV/EBITDA 2023	9,6x
Aktievärde efter finansiering och utspädning	8,4	Disk.ränta	13,5%	EV/EBIT, 2023	11,0x

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdning

Multipelvärdningen är genomförd med två vägda multiplar, EV/EBITDA och EV/EBIT, med 50 procent vikt för vardera multipel. Vi har tillämpat en rabatt om 20 procent, motsvarande den bolagsspecifika riskpremien som är applicerat på diskonteringsräntan i DCF-värderingen.

Vi kommer med denna metod fram till ett motiverat värde om 8,8 kronor per aktie i Future Gaming.

Multipelvärdning medianvärde EV/EBITDA, EV/EBIT, basscenario

	Börsvärde, MSEK	EV/EBITDA	EV/EBIT
Acroud AB (publ)	297	6,5x	9,5x
Better Collective A/S	11 385	14,9x	17,7x
Catena Media plc	2 051	4,7x	6,3x
Gaming Innovation Group Inc.	3 434	24,3x	29,9x
Kambi Group plc	6 510	13,7x	16,0x
Raketech Group Holding PLC	818	4,1x	6,5x
XLMedia PLC	390	2,8x	2,9x
Gambling.com Group Limited	3 752	18,3x	25,0x
Median	2 742	10,1x	12,7x
Genomsnitt	3 579	11,2	14,2
Rabatt	10%		
Förväntad EBITDA 2023	41 986		
Förväntad EBIT, 2023	36 381		
Enterprise value	420 801		
Nettoskuld	-83 155		
Kassa från nyemissioner	43 717		
Aktievärde efter finansiering	381 363		
Current shares outstanding (m)	33 971		
Nya aktier från aktiefinansiering	9 420		
Utestående aktier efter full finansiering	43 391		
Aktievärde efter finansiering och utspädning	8,8		

Källa: Bolagsinformation, Carlsquare (sammanställning).

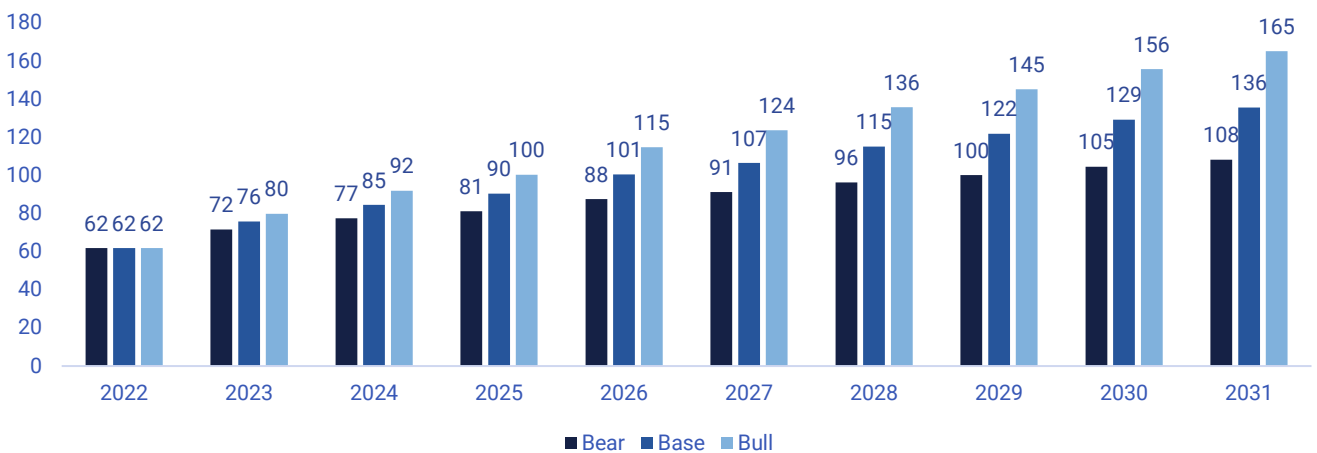
Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi nyttjat vår DCF-modell (evighetskapitalisering) med alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet för varje scenario.

I det optimistiska Bull-scenariot modellerar vi med en CAGR 2023 – 2032 om cirka 11 procent (bas-scenario 8,8 procent) och en EBITDA-marginal 2032 om 53,2 procent (bas 48,3 procent). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 11,9 kronor.

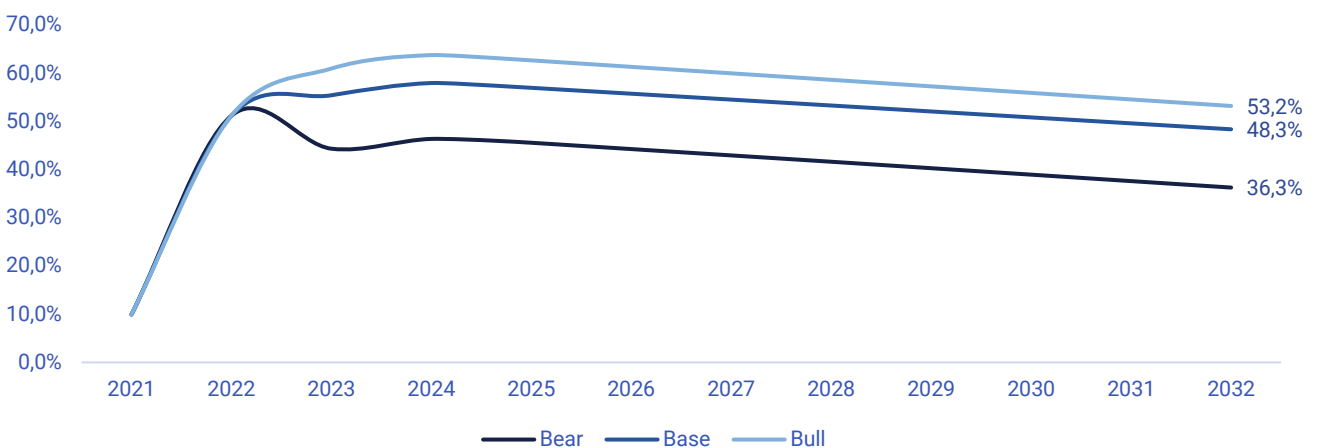
I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi en CAGR 2023 – 2032 om cirka 6 procent och en EBITDA-marginal 2032 om 36,3 procent. I Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell på 7,3 kronor.

Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

EBITDA-marginal (%) tre olika scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Future Gaming är verksamma som ett affiliate-bolag med de stora speloperatörsföretagen som sina främsta kunder. Branschen är ganska innovativ och har haft en stark tillväxt om 10–15 procent per år (och i vissa fall högre) för speloperatörer och affiliatebolag. Det sistnämnda segmentet är samtidigt fragmenterat och kraftigt konkurrensutsatt.

Nationella regler styr verksamheten och kan även ändras

Future Gaming verkar liksom många andra spelföretag i många länder och även ibland i flera världsdelar. Licensen i respektive land är avgörande för att kunna driva verksamheten legalt, men berör främst bolagets kunder (speloperatörer).

De senaste åren har stora förändringar skett i regelverket för spelsektorn i länder i Europa men även i USA på delstatsnivå. Ganska många av dessa länder och delstater har öppnats upp för spel. Det har skett till priset att en lokal nationell skatt har införts på spelandet via nationella domäner. Regelverket kring spelandet är omfattande och ändras frekvent av de statliga myndigheter som ska övervaka allt från skattenivåer till beivrande av spelmissbruk och penningtvätt etcetera. Sådana förändrade regler för spelsektorn i de länder där Future Gaming är verksamma skulle väsentligt kunna förändra förutsättningen för bolagets kunder, speloperatörerna, att bedriva en lönsam verksamhet i sådana länder.

Beroende av Google för sökordsoptimeringen

En faktor som påverkar konkurrenter till Future Gaming är de som använder sin hemsida för att generera trafik och därmed driva nya spelkunder till sina uppdragsgivare (speloperatörerna). Till följd av Googles starka marknadsposition som globalt web-sökningsprogram och att affiliate-bolag i sin marknadsföring behöver ha en stark koppling till vissa bransch-starka sökord på internet, är beroendet av hur Googles algoritmer på området fungerar väsentligt. I det inkluderas att bolagets utvecklingsavdelning måste hålla sig uppdaterad om Google skulle ändra sina sökords-algoritm-kriterier. Det skulle i sin tur kunna innebära att några konkurrenter inom Affiliate skulle kunna gå över till Future Gamings metod att skaffa nya kunder, via annonser på andras hemsidor och där öka konkurrensen och pressa ned lönsamheten i detta segment.

Beroendet av en enskild stor kund

Med förvärvet av Fable Media får Future Gaming ett tillskott av ett mycket lönsamt bolag. Fable Media har dock byggts upp av ett mindre team. En stor del av framgången är därför rimligen kopplad till dessa personer. Vidare har både Future Gaming och Fable Media en uppdragsgivare (speloperatör) som står för en betydande del av de totala intäkterna från affiliate-verksamheten. Skulle denna kund bestämma sig för att ersätta Future Gaming med andra leverantörer skulle det kunna drabbas koncernens resultat negativt.

Beroendet av nyckelpersoner

Future Gamings resurser avseende personal är begränsade. Bolag som är verksamma inom lead generation är ofta beroende av ett litet antal nyckelpersoner med branschspecifik kompetens och kontaktnät för att lyckas. Per februari 2023 är det cirka tio anställda i Future Gaming-koncernen. Således kan bolaget påverkas negativt i det fall man inte skulle lyckas behålla eller rekrytera ny personal.

Konkurrens

Det råder en omfattande konkurrens inom spelsektorn, där många företag skapas. Speciellt är så fallet inom operatörssegmentet, dvs Future Gamings potentiella kunder. Inom operatörssegmentet jobbar Future Gaming och Fable Media med stora välkända bolag och varumärken. För sådana stabila leverantörer ligger risken snarare i att dessa kortar ned sina listor av leverantörer i besparingssyfte.

Affiliate-segmentet är starkt fragmenterat med många olika aktörer. För att vara framgångsrik i affiliate-sektorn bedömer vi det som viktigt att hela tiden uppdatera sin site med intressant innehåll, så att den rankas högt ur ett uppmärksamhets- och läsarperspektiv. I Future Gamings fall handlar det mest om att annonsera på rätt ställe mot rätt publik.

Finansiella kostnader och kapitalbehov

Future Gaming har historiskt inte haft några stora investeringsbehov. Per 31 mars 2023 uppgick koncernens kassa till 11,1 miljoner kronor. Däremot visade sig det obligationslån som bolaget emitterade under fjärde kvartalet 2017 vara för stort i förhållande till resultatet från verksamheten innan förvärvet av Fable Media. I samband med en omstrukturering av lånet sattes räntan ned till noll procent till och med 8 december 2024. Därefter höjs den årliga räntan till fem procent, vilket innebär årliga räntebetalningar på sex miljoner kronor fram tills obligationens förfalldatum den 8 december 2025. Per 31 mars 2023 kvarstår cirka 94,3 miljoner kronor av obligationslånet. Bolaget avser fortsätta att köpa tillbaka obligationer i det mån det är möjligt (så som under kv4 2022 och kv1 2023). Förhoppningsvis lyckas företaget med detta. Vi bedömer att det kommer kvarstå omkring 80 miljoner kronor av obligationslånet vid förfalldatumet. I det fall likviditeten inte räcker till finns det då en risk för antingen konvertering av hela eller delar av obligationslånet alternativt en emission för att hämta in nödvändigt kapital för att lösa obligationslånet. En refinansiering av obligationslånet är också att anse som ett alternativ, då givetvis till en annan ränta än 5 procent. Från andra kvartalet 2025 kan koncernen börja tillgodogöra sig resultatet från Fable Medias verksamhet. Räntetäckningsgraden kommer då givet oförändrad intjäningsförmåga för Fable Media att förbättras till omkring fyra gånger.

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning 2022 – 2032P (kSEK)

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Nettoomsättning	61 526	75 317	84 106	89 971	100 013	106 013	114 630	121 222	128 613	135 044	143 110
Övriga intäkter	419	470	501	524	549	575	602	631	661	692	726
Aktiverade intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala intäkter	61 945	75 787	84 607	90 495	100 562	106 588	115 232	121 853	129 274	135 736	143 835
Direkta kostnader	-17 266	-18 541	-19 377	-21 702	-24 523	-27 711	-31 037	-34 761	-38 585	-42 829	-47 540
Övriga externa kostnader	-4 236	-5 137	-5 677	-6 302	-6 932	-7 625	-8 387	-9 226	-10 149	-11 164	-12 280
Personalkostnader	-8 432	-9 875	-10 276	-10 693	-11 127	-11 579	-12 049	-12 538	-13 048	-13 577	-14 129
Av- och nedskrivningar	-5 488	-5 604	-5 884	-6 179	-6 487	-6 812	-7 152	-7 510	-7 886	-8 280	-8 694
Övriga rörelsekostnader	-318	-248	-258	-268	-279	-290	-302	-314	-327	-341	-354
Rörelseresultat	26 206	36 381	43 135	45 351	51 213	52 571	56 304	57 502	59 280	59 546	60 838
Finansiella intäkter	3 527	4 779	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-2 254	-183	-367	-4 974	-1 852	-1 852	-1 852	-1 852	-1 852	-1 852	-463
Resultat efter finansnetto	27 479	40 977	42 768	40 378	49 361	50 719	54 452	55 650	57 428	57 694	60 375
Skatt	-5 374	-7 924	-8 981	-8 479	-10 366	-10 651	-11 435	-11 687	-12 060	-12 116	-12 679
Resultat efter skatt	22 105	33 053	33 787	31 898	38 995	40 068	43 017	43 964	45 368	45 578	47 696
Resultat från avvecklade verksamheter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	22 105	33 053	33 787	31 898	38 995	40 068	43 017	43 964	45 368	45 578	47 696
Hänförligt till moderbolagets aktieägare	22 105	33 053	33 787	31 898	33 835	35 959	38 061	38 995	39 363	39 569	39 868
Hänförligt till minoritetsintresse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vinst per aktie	1,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9

Tillväxt	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Nettoomsättning	204,5%	22,4%	11,7%	7,0%	11,2%	6,0%	8,1%	5,8%	6,1%	5,0%	6,0%
Totala intäkter	204,8%	22,3%	11,6%	7,0%	11,1%	6,0%	8,1%	5,7%	6,1%	5,0%	6,0%
EBITDA	1470,4%	32,5%	16,8%	5,1%	12,0%	2,9%	6,9%	2,5%	3,3%	1,0%	2,5%
EBIT	3102,9%	38,8%	18,6%	5,1%	12,9%	2,7%	7,1%	2,1%	3,1%	0,4%	2,2%
Resultat efter finansnetto	n.m	49,1%	4,4%	-5,6%	22,2%	2,8%	7,4%	2,2%	3,2%	0,5%	4,6%
Nettoresultat	n.m	49,5%	2,2%	-5,6%	22,2%	2,8%	7,4%	2,2%	3,2%	0,5%	4,6%
Vinst per aktie	n.m	-47,8%	2,2%	-8,7%	-1,7%	0,9%	0,1%	-0,3%	0,9%	0,5%	0,8%
Marginaler	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
EBITDA-marginal	51,2%	55,4%	57,9%	56,9%	57,4%	55,7%	55,1%	53,4%	52,0%	50,0%	48,3%
EBIT-marginal	42,3%	48,0%	51,0%	50,1%	50,9%	49,3%	48,9%	47,2%	45,9%	43,9%	42,3%
EBT-marginal	44,4%	54,1%	50,5%	44,6%	49,1%	47,6%	47,3%	45,7%	44,4%	42,5%	42,0%
Vinstmarginal	35,7%	43,6%	39,9%	35,2%	38,8%	37,6%	37,3%	36,1%	35,1%	33,6%	33,2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning 2022 – 2032P (kSEK)

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Goodwill	160 808	156 408	150 583	144 466	138 043	131 300	124 219	116 784	108 977	100 780	98 999
Varumärken	8 349	7 361	7 302	7 240	7 175	7 107	7 035	6 960	6 881	6 799	6 781
Totala Immateriella Tillgångar	169 157	163 769	157 885	151 706	145 219	138 407	131 254	123 744	115 859	107 579	105 779
Övriga Anläggningstillgångar	594	526	526	526	526	526	526	526	526	526	526
Totala Anläggningstillgångar	169 751	164 295	158 411	152 232	145 745	138 933	131 780	124 270	116 385	108 105	106 305
Kundfordringar	5 130	6 305	6 359	6 418	6 483	6 552	6 626	6 705	6 789	6 876	6 901
Fordringar från intressebolag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kortsiktiga fordringar	2 262	2 734	2 898	3 073	3 268	3 475	3 699	3 935	4 186	4 449	4 522
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	2 537	3 793	3 995	4 210	4 450	4 705	4 980	5 271	5 580	5 904	5 993
Likvida medel	17 576	11 996	17 625	57 492	102 924	149 751	199 863	251 276	304 466	358 256	373 044
Totala Omsättningstillgångar	27 505	24 827	30 877	71 193	117 126	164 483	215 168	267 187	321 020	375 485	390 460
TOTALA TILLGÅNGAR	197 256	189 122	189 287	223 425	262 870	303 415	346 948	391 458	437 404	483 590	496 766
Eget Kapital	25 098	58 366	92 153	185 151	224 146	264 214	307 232	351 195	396 563	442 141	455 149
Uppskjuten skatteskuld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga avsättningar	49 343	9 492	-10 508	-19 851	-19 851	-19 851	-19 851	-19 851	-19 851	-19 851	-19 851
Räntebärande skulder	110 231	83 773	69 773	19 851	19 851	19 851	19 851	19 851	19 851	19 851	19 851
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala långfristiga skulder	159 574	93 265	59 265	0	0	0	0	0	0	0	0
Räntebärande skulder	0	8 629	8 629	8 629	8 629	8 629	8 629	8 629	8 629	8 629	8 629
Leverantörsskulder	4 118	6 756	6 915	7 085	7 274	7 474	7 691	7 920	8 163	8 418	8 489
Övriga kortfristiga skulder	8 466	22 106	22 326	22 561	22 822	23 098	23 397	23 714	24 049	24 402	24 500
Totala kortfristiga skulder	12 584	37 491	37 869	38 274	38 724	39 201	39 717	40 262	40 841	41 449	41 617
EGET KAPITAL OCH SKULDER	197 256	189 122	189 287	223 425	262 870	303 415	346 948	391 458	437 404	483 590	496 766
Likviditet	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Balanslikviditet	219%	66%	82%	186%	302%	420%	542%	664%	786%	906%	938%
Kassalikviditet	140%	32%	47%	150%	266%	382%	503%	624%	745%	864%	896%
Beläning	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Nettoskuld(-)/nettokassa(+)	-92 655	-80 406	-60 777	29 012	74 445	121 271	171 384	222 797	275 986	329 776	344 565
Nettoskuld/EBITDA	-2,9x	-1,9x	-1,2x	0,6x	1,3x	2,0x	2,7x	3,4x	4,1x	4,9x	5,0x
Nettoskuld/EK	-3,7x	-1,4x	-0,7x	0,2x	0,3x	0,5x	0,6x	0,6x	0,7x	0,7x	0,8x
Skuld/Eget kapital	439%	158%	85%	15%	13%	11%	9%	8%	7%	6%	6%
Soliditet	13%	31%	49%	83%	85%	87%	89%	90%	91%	91%	92%
Effektivitet	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Räntabilitet på totalt kapital	15,1%	21,8%	22,8%	20,3%	19,5%	17,3%	16,2%	14,7%	13,6%	12,3%	12,2%
Räntabilitet på eget kapital	109,5%	70,2%	46,4%	21,8%	22,0%	19,2%	17,7%	15,8%	14,5%	13,0%	13,3%
Avkastning på sysselsatt kapital	18,8%	23,1%	24,3%	20,5%	19,7%	17,5%	16,4%	14,8%	13,7%	12,4%	12,4%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK) 2022 – 2032P

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Rörelseresultat före avskrivningar	31 694	41 986	49 019	51 530	57 700	59 383	63 457	65 012	67 165	67 825	68 000
Finansiellt netto	2 080	4 596	-367	-4 974	-1 852	-1 852	-1 852	-1 852	-1 852	-1 852	-1 852
Skatt	-4 909	-7 924	-8 981	-8 479	-10 366	-10 651	-11 435	-11 687	-12 060	-12 116	-12 134
Justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från rörelsen	25 475	38 657	39 671	38 077	45 482	46 880	50 170	51 474	53 254	53 858	54 014
Förändring i inventarier	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förändringar i fordringar	2 756	-377	-421	-450	-500	-530	-573	-606	-643	-675	-684
Förändring i leverantörs-skulder	247	339	378	405	450	477	516	545	579	608	616
Kassaflöde från rörelsekapital	3 003	-38	-42	-45	-50	-53	-57	-61	-64	-68	-68
Investering i Immateriella Tillgångar	-10 702	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investering i Anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Investeringar	12 992	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	2 290	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission	6	0	0	61 100	0	0	0	0	0	0	0
Netto upplåning	-13 653	-20 000	-20 000	-9 343	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-13 647	-44 200	-34 000	1 835	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	17 121	-5 580	5 629	39 867	45 432	46 827	50 112	51 413	53 189	53 790	53 946
Likvida medel början av perioden	46	17 576	11 996	17 625	57 492	102 924	149 751	199 863	251 276	358 256	358 256
Valutaeffekter	410	417	286	124	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel slutet av perioden	17 576	11 996	17 625	57 492	102 924	149 751	199 863	251 276	358 256	358 256	373 044
Nykeltal	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
KF från rörelsen/Nettoomsättning	41%	51%	47%	42%	45%	44%	44%	42%	41%	40%	38%
KF från rörelsen/Tillgångar	13%	20%	21%	17%	17%	15%	14%	13%	12%	11%	11%

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