

Analysuppdatering Kv3 2023

FUTURE GAMING

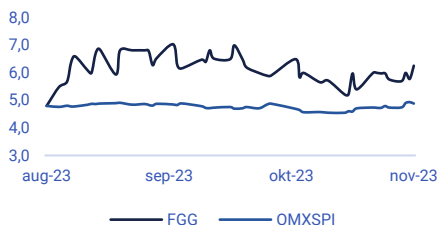
VD: Alexander Pettersson
SO: Stefan Wilhelmsson
www.futuregaminggroup.com

Tickers: FGG

Lista: Spotlight SE

Aktiekurs, senast: 6,54 SEK
Marknadsvärde: 222 MSEK

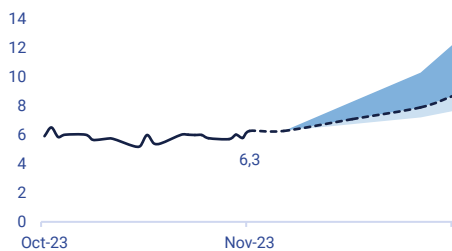
AKTIEKURSUUTVECKLING, 3-MND



	YTD	12M	6M	1M
Utveckling (%)	-8,5	34,4	9,0	9,0

Källa: CapitalIQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	Bear	Bas	Bull
Värde, per aktie	7,3	9,5	12,3
Upp-/nedsida (%)	12	45	88

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Christopher Solbakke
Equity Analyst

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Tillväxt och förbättrade marginaler

Under kv3 2023 har Future Gaming lyckats öka lönsamheten trots en något lägre omsättning än väntat. Carlsquare Equity Research ser Bolaget och aktien som underskattade givet de styrkebesked som uppvisats under det senaste året. Vi behåller vår riktkurs om 9,5 SEK per aktie inom de kommande 6 – 12 månaderna mot bakgrund av högre lönsamhetsprognoser samt värderingsmultiplar för gruppen av jämförbara bolag.

Effektiv affärsmodell inom affiliatemarknadsföring

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 fylla för speloperatörerna då deras marknadsföringskostnader ofta uppgår till 20–40 procent av bolagens intäkter. 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

Future Gaming ökade nettoomsättningen från kv3 2022 till kv3 2023 med drygt 21 procent, från 15,8 till 19,1 MSEK. Den höga lönsamheten som uppvisats efter förvärvet av Fable Media håller i sig. Under kv3 2023 hamnade EBITDA-marginalen på cirka 60 procent. Under det gångna kvartalet har inte Bolaget lyckats köpa tillbaka några utestående obligationer. Till följd av ett positivt kassaflöde om cirka 4,7 MSEK har kassan ökat till omkring 13,5 MSEK vid utgången per 30 september 2023. Under kv3 2023 accepterade obligationsägarna att obligationsvillkoren skulle justeras. Justeringarna innebär att minimikassakraven för (i) koncernen (exklusive Fable Media ApS och dess dotterbolag) samt (ii) för Fable Media ApS (inklusive dotterbolag) minskat till 2 MSEK vardera, jämfört med tidigare 5 MSEK för koncernen (exklusive Fable Media ApS och dess dotterbolag) och 3 MSEK för Fable Media ApS. Bolaget meddelade den 14 november att de erbjuder återköp av obligationer upp till ett nominellt belopp om 15 MSEK.

Omsättningen under kv3 2023 kom in något under våra prognoser, vilket är hänförligt till avvecklingen av Viistek Media samt uppehåll i flera store sportligors aktiviteter under kv3. Viistek Media har de senaste åren stått för mellan 5 - 7 procent av koncernens totala omsättning. Nedgången i omsättning från Viistek vägs upp av ökad lönsamhet då Viistek uppvisat en negativ EBITDA om ca 1 MSEK per år tidigare. Avvecklingen kommer således bidra till att höja lönsamheten ytterligare.

Motiverat värde i ett basscenario 9,5 SEK per aktie

Vi räknar med en stark tillväxt (CAGR) om 9,2 procent från 2023 till 2032 med stabila EBITDA-marginaler på mellan 45 och 58 procent. Från och med kv2 2025 förväntas Future Gamings kassaflöde förbättras väsentligt i och med att tilläggsköpskillingen till ägarna av Fable Media då är betald.

Genom att kombinera en kassaflödes- och jämförande värdering kommer vi fram till ett motiverat värde om 9,5 SEK per aktie i Future Gaming i vårt Bas-scenario. Till följd av högre lönsamhetsprognoser behåller vi motiverat värde trots något lägre än förväntad omsättning under kv3 2023.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	22,5	20,2	61,5	83,6	89,7	96,9
Bruttoresultat	16,4	13,5	44,7	63,7	68,8	73,6
EBITDA	6,9	2,0	31,7	47,6	51,9	55,6
EBIT	0,7	0,8	26,2	42,9	46,9	50,5
Resultat före skatt	-14,0	-8,4	27,5	46,8	46,6	44,5
Vinst per aktie	-0,01	-0,01	0,85	1,11	1,08	1,00
Tillväxt, nettooms.	-12,3%	-10,4%	204,5%	35,9%	7,2%	8,0%
EBITDA-marginal	30,4%	10,0%	51,5%	57,0%	57,8%	57,5%
EV/Sales (nuv.)	4,8x	217,0x	13,8x	9,2x	8,4x	7,9x
EV/EBITDA (nuv.)	15,9x	535,2x	16,7x	10,2x	9,3x	8,7x

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 FGG. Förvärvet gav under 2022 en positiv effekt på dotterbolaget Phase One samt FGG:s verksamhet i sin helhet i form av en signifikant ökad omsättning och lönsamhet. Under kv3 2023 har utvecklingen och den höga lönsamheten på EBITDA och EBIT-nivåer bibehållits. Vi kommer fram till ett värderingsintervall mellan 7,3 och 12,3 SEK per aktie i Bear- respektive Bull-scenarion. Vår riskjusterade värdering i Base case hamnar på 9,5 SEK 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 som lades under 2022 för att skapa ytterligare tillväxt. I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde om 9,5 kronor per aktie.

Förvärvet av Fable Media fortsätter att 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 under 2023 och Future Gaming har lyckats stabilisera sin omsättning och lönsamhet på en högre nivå.
- **Successiv förbättring av den finansiella positionen.** Efter att ha hamnat i default med villkoren för obligationslånet som emitterades 2017 lyckades Future Gaming omstrukturera sin pressade finansiella position genom en konvertering av obligationslånet kombinerat med förvärvet av Fable Media. Till följd av dessa åtgärder lyckades Future Gaming under kv4 2022 och kv1 2023 köpa tillbaka obligationer och därmed minska sin skuldbörda. Återköpen av obligationslånet förväntas fortsätta fram emot förfallodatum 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. Detta då bolaget inte blir beroende av Googles algoritmer för sökmotors-optimering för att synas på internet. Bolagets främsta marknader uppskattas växa med omkring 10 procent per år. Future Gamings intäktsmodell förväntas visa sig vara 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. Totalt prognosticerar vi en CAGR (årlig tillväxt) om cirka 9,2 procent under prognosperioden 2023 – 2032.

Starkare än förväntad omsättningsutveckling ligger till grund för en högre rikt Kurs för aktien

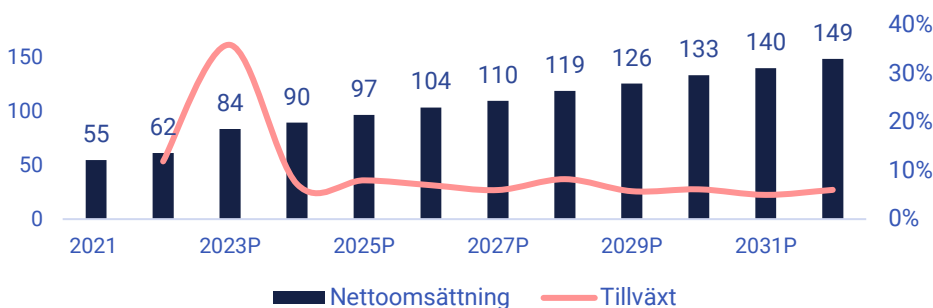
Antaganden och prognoser

Jämn och stabil omsättningstillväxt

Vi har i våra prognoser för perioden 2023–2032 utgått från resultaträkningen för helåret 2022 samt från rapporten för kv3 2023. Tillväxten i affiliate- och spelsektorn har varit ca 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 i november och december 2022. Vi prognosticerar en tillväxt om cirka 35,6 procent 2023, följt av 7,2 procent 2024, samt 8 respektive 7 procent under 2025 och 2026. Totalt under prognosperioden, 2023 – 2032, uppskattar vi en CAGR (genomsnittlig årlig tillväxt) om 9,2 procent. Våra prognoser avseende omsättning och omsättningstillväxt är således i linje med tidigare estimat.

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



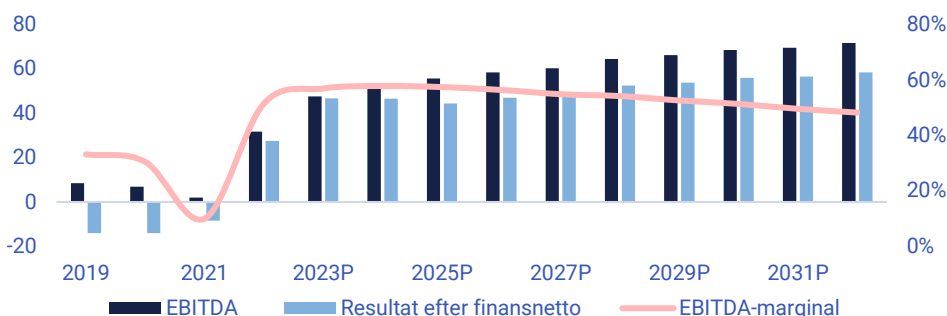
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Förhöjda lönsamhetsprognoser

Som synes av grafen nedan räknar vi med en utplanande EBITDA-marginal. Anledningen är att Future Gaming under 2022 låg på omkring 52 procent EBITDA-marginal, medan konkurrenter i segmentet för affiliatemarknadsföring mot speloperatörer i genomsnitt hade 35–45 procent EBITDA-marginaler. Det finns faktorer i Future Gamings affärsmodell som talar för varaktiga höga marginaler som kostnadseffektivitet och möjligheter att öka intäkterna utan större behov av att öka personalstyrkan samt en intäktsdelning som löper över lång tid. Våra initiala prognoser för bolagets EBITDA-marginaler 2023 låg på cirka 43 procent. Vi har nu justerat upp denna siffra till 57 procent. För hela prognosperioden räknar vi med en genomsnittlig EBITDA-marginal på 53,7 procent, vilket något överstiger tidigare prognoser.

Bolaget bevisade under de första nio månaderna 2023 att de hade lyckats behålla en högre än genomsnittlig lönsamhet på EBITDA och EBIT-nivå.

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



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Motiverat värde om 9,5 SEK per aktie

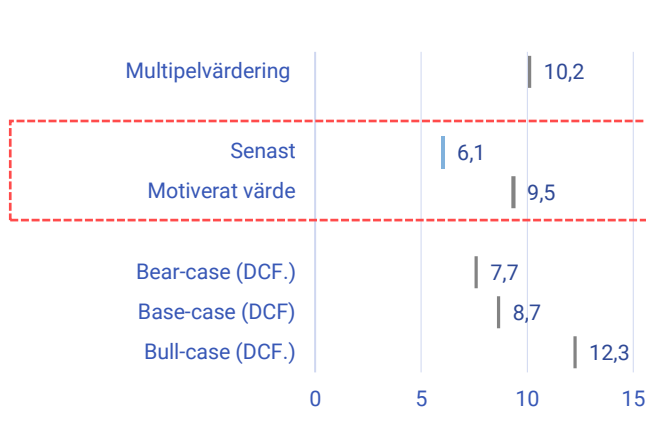
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie till 9,5 SEK för de kommande 6 – 12 månaderna i ett basscenario. Det motsvarar en potential om cirka 45 procent jämfört med aktiekursen på måndag 21 november 2023. Värderingen bygger på de förbättringar, både verksamhetsmässiga och finansiella, som påvisades under 2022 och första halvåret 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)	10,1
DCF-värdering	8,7
Motiverat värde per aktie	9,5
Möjlig kurspotential	55,2%
Aktier, full finansiering och utspädning (M)	42,9
Aktievärde (MSEK)	408
Kassa (MSEK)	14
Skuld (MSEK)	91
Nuvärde aktiefinansiering (MSEK)	46
EV (MSEK)	439

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	5,2x	4,9x	4,5x	4,2x	4,0x	3,7x	3,5x	3,3x	3,1x	2,9x
EV/EBITDA	9,2x	8,4x	7,9x	7,5x	7,3x	6,8x	6,6x	6,4x	6,3x	6,1x
EV/EBIT	10,2x	9,3x	8,7x	8,3x	8,0x	7,5x	7,3x	7,1x	7,0x	6,8x
P/E	8,5x	8,7x	9,4x	9,9x	10,3x	10,8x	11,0x	10,9x	10,8x	10,7x

Källa Carlsquare prognoser

Vår värdering i basscenarioet motsvarar en CAGR 2023 – 2032 om 9,2 procent med en EBITDA-marginal 2032 på 48,1 procent. Värderingen i basscenarioet motsvarar EV/EBITDA och EV/EBIT-multiplar om 9,2x och 10,2x för 2023. Detta kan jämföras med referensgruppen på åtta bolag verksamma inom affiliate-marknaden som handlas till genomsnittliga EV/EBITDA- och EV/EBIT-multiplar 2023 om 9,6x och 12,5x.

Då hela tilläggsköpeskillingen till säljarna av Fable Media kommer vara betald samt obligationslånet amorterade till fullo, förväntar vi oss att Bolaget från och med 2026 återupptar årliga utdelningar till aktieägarna, alternativt genomför ytterligare förvärv.

Kassaflödesvärdering (DCF)

I vår kassaflödesvärdering beräknar vi nuvärdet av prognosticerade kassaflöden för Future Gaming diskonterade med en vägd årlig kalkylränta om 14,0 procent.

DCF-värdering, basscenario (MSEK)

DCF-värdering		Disk.ränta		Antaganden	
PV(UFCF)	247,7	Riskfri ränta	3,0%	CAGR, 2023 - 2032	9,2%
PV(TV)	158,6	Marknadsriskprem.	7,8%	EBITDA-marginal, 2032	48,1%
EV	406,3	Storleksprem.	3,9%	EBIT-marginal, 2032	43%
Nettoskuld	-77,7	Beta	1,2x	Skattesats	21%
Aktievärde	328,6	Avkastningskrav, EK	17,0%		
Nuvärde (aktiefinansiering)	46,2				-
Aktievärde efter finansiering	374,8	Skattejust. ränta	2,0%		
Utestående aktier	33,9	Belåning	31,0%		
Nya aktier från aktiefinansiering	9,0	WACC	12,3%	Implicita multiplar	
Utestående aktier efter full finansiering	42,9			EV/Sales 2023	5,2x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	9,7	Bolagsspecifik prem.	1,7%	EV/EBITDA 2023	9,2x
Aktievärde (SEK) efter finansiering och utspädning	8,7	Disk.ränta	14,0%	EV/EBIT, 2023	10,2x

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Multipelvärderingen är genomförd med två vägda multiplar, EV/EBITDA och EV/EBIT, med 50 procent vikt för vardera multipel. Vi har tillämpat en rabatt på 10 procent, motsvarande den bolagsspecifika riskpremien som är applicerat på diskonteringsräntan i DCF-värderingen. Vi kommer med denna metod fram till ett motiverat värde om 10,1 SEK per aktie i Future Gaming.

Multipelvärdering medianvärde EV/EBITDA, EV/EBIT, basscenario (MSEK)

	Börsvärde, MSEK	EV/EBITDA	EV/EBIT
Acroud AB (publ)	318	8,8x	12,8x
Better Collective A/S	11 867	16,0x	19,0x
Catena Media plc	1 158	2,6x	3,4x
Gaming Innovation Group Inc.	3 735	26,9x	33,0x
Kambi Group plc	5 088	10,3x	12,1x
Raketech Group Holding PLC	713	3,3x	5,2x
XLMedia PLC	247	1,8x	1,8x
Gambling.com Group Limited	4 325	21,5x	29,3x
Median	2 447	9,6x	12,5x
Genomsnitt	3 431	11,4	14,6
Rabatt	10%		
Förväntad EBITDA 2023	47,6		
Förväntad EBIT, 2023	42,9		
Enterprise value	469,4		
Nettoskuld	-81,7		
Kassa från nyemissioner	46,2		
Aktievärde efter finansiering	433,9		
Current shares outstanding (milj)	33,9		
Nya aktier från aktiefinansiering	9,0		
Utestående aktier efter full finansiering	42,9		
Aktievärde efter finansiering och utspädning (SEK)	10,1		

Källa: Bolagsinformation, Carlsquare (sammanställning).

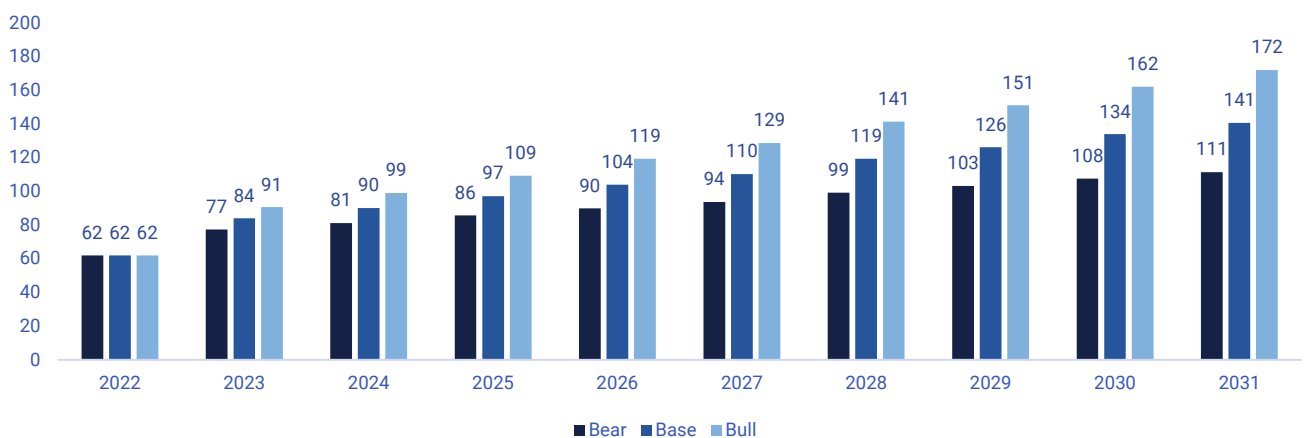
Värderingsintervall

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 11,5 procent (bas-scenario 9,2 procent) och en EBITDA-marginal 2032 om 52,9 procent (bas-scenario 48,1 procent). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 12,2 SEK.

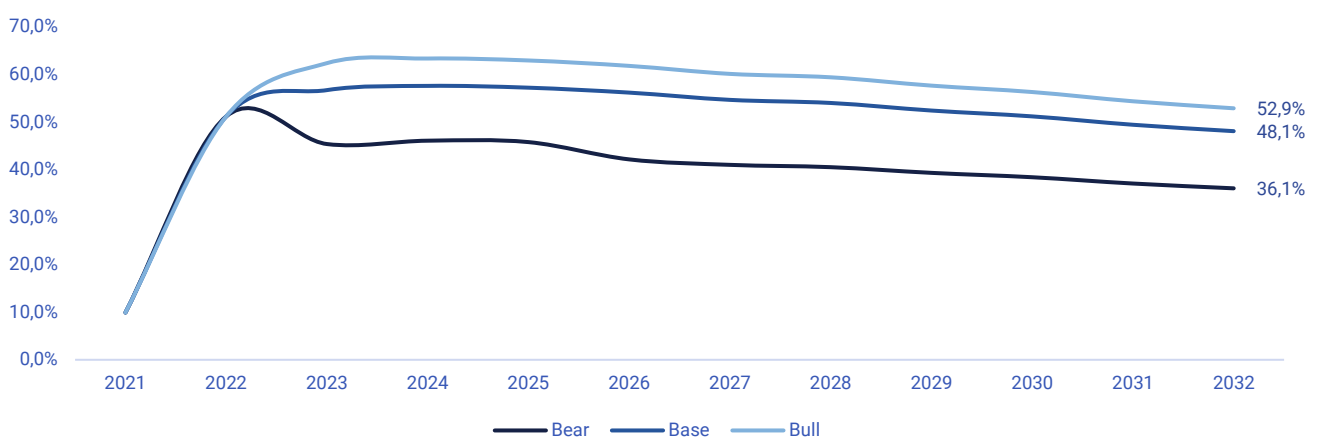
I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi en CAGR 2023 – 2032 om cirka 6,2 procent och en EBITDA-marginal 2032 om 36,1 procent. I Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 7,3 SEK.

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 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 av 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 enskilda 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 driver 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 utvecklingsavdelningar måste hålla sig uppdaterade om Google skulle ändra sina sökords-algoritm-kriterier. Det skulle 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 därmed 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 byggts upp av ett mindre team. En stor del av framgången är 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 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 begränsat antal nyckelpersoner med branschspecifik kompetens och kontaktnät för att lyckas. Under tredje kvartalet 2023 hade Future Gaming-koncernen ca tio anställda. Bolaget kan påverkas negativt om man inte skulle lyckas behålla eller rekrytera ny personal.

Konkurrens

Det råder en omfattande konkurrens inom spelsektorn, där många företag startas. Speciellt är det 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 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 ett 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 30 september 2023 uppgick koncernens kassa till 13,5 MSEK. Det obligationslån som bolaget emitterade under fjärde kvartalet 2017 visade sig vara för stort i förhållande till resultatet från verksamheten före förvärvet av Fable Media. I samband med en omstrukturering av lånet sattes räntan till noll procent till och med 8 december 2024. Därefter höjs den årliga räntan till fem procent fram tills obligationens förfallodatum den 8 december 2025. Per 30 september 2023 bokförs obligationslånet netto till cirka 91,2 miljoner SEK. Bolaget avser fortsätta att om möjligt köpa tillbaka obligationer. Vi bedömer att det kommer kvarstå omkring 60–80 miljoner SEK av obligationslånet vid förfallodatumet. I det fall likviditeten inte räcker till finns det 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 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 givet en 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	83 640	89 680	96 854	103 634	109 852	118 909	125 758	133 491	140 165	148 626
Övriga intäkter	419	369	392	410	429	449	470	492	516	540	565
Aktiverade intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala intäkter	61 945	84 009	90 072	97 264	104 063	110 301	119 380	126 250	134 006	140 705	149 192
Direkta kostnader	-17 266	-20 316	-21 275	-23 616	-26 450	-29 624	-33 178	-36 902	-40 675	-44 742	-49 217
Övriga externa kostnader	-4 236	-5 927	-6 487	-7 136	-7 849	-8 634	-9 497	-10 447	-11 492	-12 641	-13 905
Personalkostnader	-8 432	-9 286	-9 270	-9 646	-10 038	-10 445	-10 870	-11 311	-11 770	-12 248	-12 745
Av- och nedskrivningar	-5 488	-4 708	-4 943	-5 190	-5 450	-5 722	-6 008	-6 309	-6 624	-6 955	-7 303
Övriga rörelsekostnader	-318	-846	-1 172	-1 220	-1 269	-1 321	-1 374	-1 430	-1 488	-1 549	-1 612
Rörelseresultat	26 206	42 926	46 924	50 457	53 007	54 555	58 451	59 851	61 957	62 569	64 409
Finansiella intäkter	3 527	5 486	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-2 254	-1 644	-367	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000
Resultat efter finansnetto	27 479	46 768	46 558	44 457	47 007	48 555	52 451	53 851	55 957	56 569	58 409
Skatt	-5 374	-9 022	-9 777	-9 336	-9 872	-10 197	-11 015	-11 309	-11 751	-11 880	-12 266
Resultat efter skatt	22 105	37 745	36 781	35 121	37 136	38 358	41 437	42 542	44 206	44 690	46 143
Resultat från avvecklade verksamheter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	22 105	37 745	36 781	35 121	37 136	38 358	41 437	42 542	44 206	44 690	46 143
Hänförligt till moderbolagets aktieägare	22 105	37 745	36 781	35 121	35 650	36 090	36 620	37 136	37 474	37 683	38 039
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	0,85	1,1	1,1	1,0	1,0	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%	35,9%	7,2%	8,0%	7,0%	6,0%	8,2%	5,8%	6,1%	5,0%	6,0%
Totala intäkter	204,8%	35,6%	7,2%	8,0%	7,0%	6,0%	8,2%	5,8%	6,1%	5,0%	6,0%
EBITDA	1470,4%	50,3%	8,9%	7,3%	5,0%	3,1%	6,9%	2,6%	3,7%	1,4%	3,1%
EBIT	3102,9%	63,8%	9,3%	7,5%	5,1%	2,9%	7,1%	2,4%	3,5%	1,0%	2,9%
Resultat efter finansnetto	n.m	70,2%	-0,4%	-4,5%	5,7%	3,3%	8,0%	2,7%	3,9%	1,1%	3,3%
Nettoresultat	n.m	70,8%	-2,6%	-4,5%	5,7%	3,3%	8,0%	2,7%	3,9%	1,1%	3,3%
Vinst per aktie	n.m	-40,4%	-2,6%	-7,3%	-4,2%	-4,8%	-4,3%	-1,4%	0,9%	0,6%	0,9%
Marginaler	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
EBITDA-marginal	51,2%	56,7%	57,6%	57,2%	56,2%	54,6%	54,0%	52,4%	51,2%	49,4%	48,1%
EBIT-marginal	42,3%	51,1%	52,1%	51,9%	50,9%	49,5%	49,0%	47,4%	46,2%	44,5%	43,2%
EBT-marginal	44,4%	55,7%	51,7%	45,7%	45,2%	44,0%	43,9%	42,7%	41,8%	40,2%	39,2%
Vinstmarginal	35,7%	44,9%	40,8%	36,1%	35,7%	34,8%	34,7%	33,7%	33,0%	31,8%	30,9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning 2022 – 2032P (kSEK)

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Goodwill	160 808	159 609	154 716	149 578	144 182	138 517	132 569	126 324	119 766	112 880	111 098
Varumärken	8 349	5 383	5 333	5 282	5 227	5 170	5 110	5 047	4 980	4 911	4 893
Totala Immateriella Tillgångar	169 157	164 992	160 049	154 859	149 409	143 687	137 679	131 370	124 746	117 791	115 991
Övriga Anläggningstillgångar	594	556	556	556	556	556	556	556	556	556	556
Totala Anläggningstillgångar	169 751	165 548	160 605	155 415	149 965	144 243	138 235	131 926	125 302	118 347	116 547
Kundfordringar	5 130	5 240	5 298	5 361	5 428	5 500	5 577	5 659	5 746	5 837	5 860
Fordringar från intressebolag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kortsiktiga fordringar	2 262	1 918	2 093	2 282	2 484	2 698	2 930	3 175	3 436	3 709	3 778
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	2 537	3 694	3 909	4 141	4 390	4 654	4 939	5 241	5 561	5 898	5 983
Likvida medel	17 576	14 931	22 610	65 226	56 165	48 595	44 385	41 579	49 346	49 326	61 857
Totala Omsättningstillgångar	27 505	25 783	33 910	77 010	68 467	61 447	57 832	55 654	64 088	64 769	77 477
TOTALA TILLGÅNGAR	197 256	191 332	194 516	232 425	218 433	205 690	196 067	187 580	189 390	183 116	194 024
Eget Kapital	25 098	63 142	99 923	196 144	181 685	168 448	158 289	149 237	150 447	143 541	154 291
Totala långfristiga skulder	159 574	96 597	58 747	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala kortfristiga skulder	12 584	31 593	31 997	32 433	32 899	33 393	33 928	34 494	35 095	35 726	35 885
EGET KAPITAL OCH SKULDER	197 256	191 332	194 516	232 425	218 433	205 690	196 067	187 580	189 390	183 116	194 024
Likviditet	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Balanslikviditet	219%	82%	106%	237%	208%	184%	170%	161%	183%	181%	216%
Kassalikviditet	140%	47%	71%	201%	171%	146%	131%	121%	141%	138%	172%
Beläning	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Nettoskuld(-)/nettokassa(+)	-92 655	-80 283	-43 604	57 759	48 698	41 128	36 918	34 112	41 879	41 859	54 390
Nettoskuld/EBITDA	-2,9x	-1,7x	-0,8x	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x	0,6x	0,6x	0,8x
Nettoskuld/EK	-3,7x	-1,3x	-0,4x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x	0,3x	0,4x
Skuld/Eget kapital	439%	151%	66%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
Soliditet	13%	33%	51%	84%	83%	82%	81%	80%	79%	78%	80%
Effektivitet	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Räntabilitet på totalt kapital	15,1%	25,3%	24,1%	21,7%	24,3%	26,5%	29,8%	31,9%	32,7%	34,2%	33,2%
Räntabilitet på eget kapital	109,5%	74,1%	46,6%	22,7%	25,9%	28,8%	33,1%	36,1%	37,2%	39,4%	37,9%
Avkastning på sysselsatt kapital	18,8%	26,5%	27,6%	24,3%	27,4%	30,2%	34,3%	37,0%	38,0%	40,0%	38,5%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (kSEK) 2022 – 2032P

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Rörelseresultat före avskrivningar	31 694	47 633	51 868	55 647	58 457	60 277	64 460	66 160	68 581	69 525	69 711
Finansiellt netto	2 080	3 842	-367	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000
Skatt	-4 909	-9 022	-9 777	-9 336	-9 872	-10 197	-11 015	-11 309	-11 751	-11 880	-11 901
Justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från rörelsen	25 475	41 051	41 724	40 311	42 586	44 081	47 445	48 851	50 830	51 645	51 810
Förändring i inventarier	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förändringar i fordringar	2 756	-418	-448	-484	-518	-549	-595	-629	-667	-701	-709
Förändringar i leverantörsskulder	247	376	404	436	466	494	535	566	601	631	638
Kassaflöde från rörelsekapital	3 003	-42	-45	-48	-52	-55	-59	-63	-67	-70	-71
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
Utdelning	0	0	0	0	-51 595	-51 595	-51 595	-51 595	-42 996	-51 595	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-13 647	-44 200	-34 000	2 353	-51 595	-51 595	-51 595	-51 595	-42 996	-51 595	0
Kassaflöde	17 121	-3 191	7 679	42 616	-9 061	-7 569	-4 210	-2 807	7 767	-20	51 739
Likvida medel början av perioden	46	17 576	14 931	22 610	65 226	56 165	48 595	44 385	41 579	49 326	49 326
Valutaeffekter	410	417	286	98	-26	-26	-26	0	0	0	0
Likvida medel slutet av perioden	17 576	14 931	22 610	65 226	56 165	48 595	44 385	41 579	49 326	49 326	61 857
Nykeltal	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
KF från rörelsen/Nettoomsättning	41%	49%	47%	42%	41%	40%	40%	39%	38%	37%	35%
KF från rörelsen/Tillgångar	13%	21%	21%	17%	19%	21%	24%	26%	27%	28%	27%

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.