

Uppdatering: Kv1 2022

SPOTLIGHT GROUP AB

Finanskoncernen Spotlight Group erbjuder via tydligt separerade dotterbolag börsnära och relaterade tjänster för tillväxtbolag. De två största affärsverksamheterna är Spotlight Stock Market och Sedermera Corporate Finance.

VD: Peter Gönczi
 SO: Stefan Sallerfors
www.spotlightgroup.se

Bloomberg: SPGR:SS
 Reuters Eikon: SPGR.TE

Lista: Spotlight Stock Market

Aktie, senast: 52 kronor
 Marknadsvärde: 275 MSEK

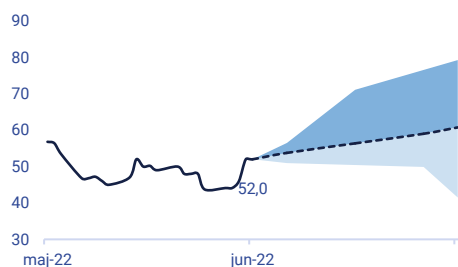
AKTIEKURSVUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	105,7	-9,7	-9,2	5,2

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	41,5	60,7	79,3
Upp-/nedsida (%)	-20	17	52

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Fredrik Nilsson
 Associate Equity Analyst

Ljuset kan skymtas efter tungt kvartal

För första gången redovisade Spotlight Group både intäkter och lönsamhet under våra förväntningar. Stor osäkerhet råder fortfarande på de finansiella marknaderna och bolaget har flaggat för svagt andra kvartal. Aktien har dock pressats och på dessa nivåer ser vi aktien som attraktiv. Vi har antagit en återhämtning i både intäkter och lönsamhet efter effektiviseringsåtgärden. Vi sänker dock motiverat värde till 60,7 kronor (64,8).

Stark avslutning på 2021 i linje med förväntan

Under det fjärde kvartalet 2021 redovisade Spotlight Group en nettoomsättning på 38,3 miljoner kronor. Det motsvarar en negativ tillväxt om 8,8 procent. Utfallet var något under vår uppdaterade prognos (Mrkt Buzz från 7 mars 2022) på 40,3 miljoner kronor. Sedermera, som historiskt agerat draglok, backade sina provisionsintäkter med 18,5 procent. Spotlight Stock Markets (SSM) provisionsintäkter backade med 11,6 procent. På sikt känner vi ingen större oro för Sedermera, frågan är mer när vändningen är här. SSM redovisade å andra sidan fallande handelsvolym för andra kvartalet, vilket är aningen oroväckande. Dock fortsätter MCL, Shark Communication och Nordic Issuing att gå starkt, vilket trots oroliga marknadsförhållanden är ett styrketecken.

Redovisat rörelseresultatet landade på minus 11,6 miljoner kronor. Vår uppdaterade prognos låg på 7,5 miljoner kronor. Lägre intäkter, en stor provisionskostnad för Sedermera och en kostnads massa i övrigt som var något över vår förväntan förklarar avvikelserna. Dock har bolaget flaggat för effektiviseringsåtgärden som sammantaget skall reducera kostnaderna med cirka 20 miljoner kronor i årstakt.

Ljuset i tunneln kan skymtas

Marknaderna är fortsatt skakiga och riskviljan låg. Det håller tillbaka värderingarna liksom storleken på kapitalanskaffningar, vilket direkt hämmar Sedermera, men också den övriga verksamheten direkt eller indirekt. Givet rådande marknadsförhållanden som är fortsatt missgynnsamma har bolagets ledning flaggat för ett tufft andra kvartal 2022 med ett negativt resultat. En positiv datapunkt är dock att antalet genomförda IPO:er under det andra kvartalet, som enligt Spotlights hemsida hittills är sex stycken. Det inger förhoppning om att en vändning ligger i korten.

Sänker motiverat värde men med viss uppsida

För 2022 har vi tagit ned vår prognos för nettoomsättning till 181 miljoner kronor. Sedermera och SSM tynger. Vi räknar också med ett negativt redovisat rörelseresultat om minus fyra miljoner kronor. Vi räknar dock med en återhämtning under andra halvan av 2022. Nästkommande år, 2023, räknar vi med stark tillväxt vilket tillsammans med full effekt av effektiviseringsåtgärden lyfter rörelsemarginalen upp mot nivåer strax under 17 procent. Genom att kombinera en multipelvärdering med en DCF-värdering beräknas ett motiverat värde på 60,7 kronor per aktie (64,8). Vår värdering motsvarar P/E 2023 på 12,3x. Likande företag listade i Norden handlas till P/E 2023 på 12,4x. Hela referensgruppen handlas till P/E 2023 om 17,0x. I skrivande stund handlas aktien till P/E 10,7x våra prognoser 2023.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	123,5	141,2	197,4	181,0	207,9	222,3
Summa rörelseintäkter	110,1	126,0	181,8	168,3	196,6	210,7
Rörelseresultat	10,2	16,0	31,1	-4,0	33,0	38,3
Vinst efter skatt	7,3	12,1	23,7	-3,9	26,2	30,4
Vinst per aktie	1,50	2,28	4,52	Neg.	4,88	5,66
Utdelning per aktie	1,0	2,0	0,0	0,0	1,7	2,5
Tillväxt, nettoomsättning	9,2%	14,3%	39,8%	-8,3%	14,9%	6,9%
Tillväxt, rörelseintäkter	14,6%	14,4%	44,3%	-7,4%	16,8%	7,1%
Rörelsemarginal	9,2%	12,7%	17,1%	-2,4%	16,8%	18,2%
EV/Sales (sum. rörelseint., nuv.)	2,3x	2,0x	1,4x	1,5x	1,3x	1,2x
EV/redov. EBIT (nuv.)	25,0x	16,0x	8,2x	NM	7,7x	6,7x
P/S (summa rörelseint., nuv.)	2,5x	2,2x	1,5x	1,7x	1,4x	1,3x
P/E (nuv.)	38,3x	23,0x	11,8x	NM	10,7x	9,2x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

Spotlight Group (SPGR, bolaget, koncernen eller gruppen) redovisade under det första kvartalet 2022 en nettoomsättning på 38,3 miljoner kronor motsvarande en negativ tillväxt på 8,9 procent. Med en kraftigt ökad kostnadsbas landade Redovisat rörelseresultat in på minus 11,3 miljoner kronor. Bolaget hade inför kvartalet vinstvarnat men utfallet var ändå under vår förväntan. På koncernnivå räknar ledningen med att även det andra kvartalet blir tufft men att ljuset i tunneln börjar kunna skymtas.

Ljuset i tunneln skymtas efter tungt kvartal

Den 7 mars drog Spotlight Group tillbaka den förslagna utdelningen och vinstvarnade för första kvartalet 2022 i spåren av klart försämrade marknadsförhållanden. För första gången som noterat bolag redovisades också en negativ tillväxt när nettoomsättning (provisionsintäkter plus övriga rörelseintäkter) kom in på 38,3 miljoner kronor. Vår prognos var 40,3 miljoner kronor. Redovisat rörelseresultat kom in på minus 11,6 miljoner kronor. Även detta var under vår prognos.

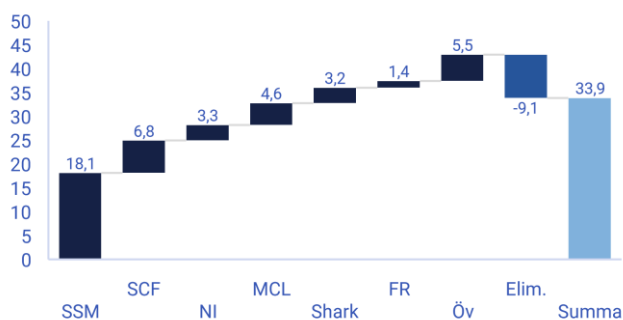
Utfall jämfört med Carlsquare prognos, kv4 (MSEK)

	Kv1, 2022P	Kv1, 2021	Kv1, 2022U	Diff. (%)
Nettoomsättning	40,3	42,0	38,3	-5,0%
Räntenetto	0,0	0,0	-0,1	NaN
Provisionsnetto	29,9	33,9	29,1	-2,6%
Nettoresultat av finansiella transaktioner	-0,2	-0,1	-0,5	-168,0%
Övriga rörelseintäkter	7,1	4,4	5,4	-24,0%
Summa rörelseintäkter	36,8	38,1	33,9	-8,0%
Redovisat rörelseresultat	-7,5	7,7	-11,6	-54,8%
Rörelsemarginal	-20,4%	20,1%	-34,3%	
Periodens resultat	-7,5	6,1	-9,3	-24,4%
Vinstmarginal	-20,4%	16,1%	-27,5%	
Resultat per aktie (kr)	-1,42	1,19	-1,77	-24,6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

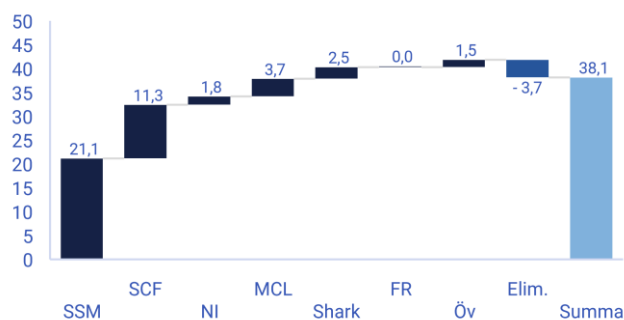
Fem av sju affärssegment kunde dock redovisa tillväxt (FinReg saknar jämförelsesiffror). Dock tyngde de två största segmenten, Spotlight Stock Market och Sedermera, vilket hämmade koncernens utveckling. I rapporten framgår att bolagets ledning även förutspår ett tufft andra kvartal 2022 med ett negativt resultat. Dock menar bolaget att man börjar se ljuset i tunneln skymtas med ett något bättre affärsklimat.

Intäktbidrag (MSEK), kv1 2022



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Intäktbidrag (MSEK), kv1 2021



FR = FinReg Solutions var inte en verksamhet kv1 2021. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Spotlight Stock Market hämmas av tufft marknadsklimat

Under det gångna kvartalet backade Spotlight Stock Markets provisionsintäkter med 11,6 procent till 21,6 miljoner kronor. Provisionsnettot minskade med 17,5 procent till 17,4 miljoner kronor. Den genomsnittliga provisionsintäkten per noterat företag backade med 14 procent, vilket förklaras av en tydligt lägre handelsvolym.

Antalet avnoterade företag har fallit tillbaka vilket är klart positivt.

Provisionsintäkt och handelsvolym per företag (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Listade företag, noteringar och avnoteringar (st)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

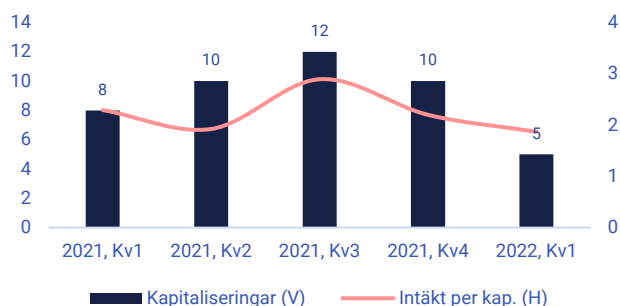
Antalet företag noterade på Spotlight Stock Market vid utgången av det första kvartalet uppgick till 165 stycken. Det är ned tre stycken från det föregående kvartalet. Det tuffa klimatet påvisas också av antalet noteringar om en stycken, jämfört med fyra stycken samma kvartal föregående år.

Det skall dock noteras att antalet noteringar till dagens datum på Spotlight Stock Market är sju stycken. Det innebär att sex noteringar är genomförda hittills under det andra kvartalet, vilket också är i linje med bolagets kommunikation om att möjligheterna för att genomföra transaktioner successivt förbättras.

Även Sedermera hämmas i ett tufft marknadsklimat

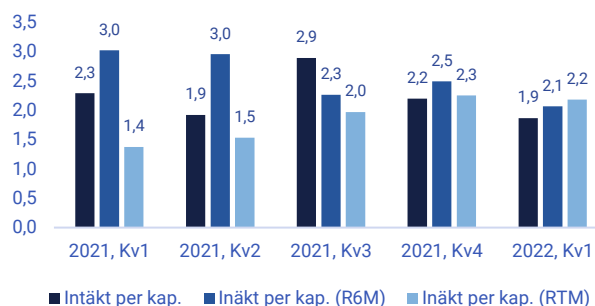
Sedermeras provisionsintäkter backade med 18,5 procent till 9,3 miljoner kronor. Provisionskostnaderna var höga cirka två miljoner kronor (elimineringar indikerar att detta var en internttransaktion). Tappet i provisionsintäkter relativt samma kvartal föregående år beror i huvudsak på färre genomförda kapitaliseringar. Vi bedömer att tappet i antalet kapitaliseringar i huvudsak är kopplat till färre IPO:er.

Antal kapitaliseringar (st) och genomsnittlig intäkt per kapitalisering (MSEK)



V = Vänster axel, stycken och H = Höger axel, MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Genomsnittlig provision per genomförd kapitalisering (MSEK), kv2 2020-kv3 2021



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Den genomsnittlig provisionsintäkten per genomförd kapitalisering uppgick till 1,9 miljoner kronor. Det motsvarar ett tapp om cirka 17 procent jämfört med samma kvartal 2021. Provisionsintäkt per genomfört uppdrag påverkas av sammansättningen av noteringar, nyemissioner och inlösen av teckningsoptioner. Denna "problematik" kan mildras genom att "smeta" ut både intäkt och genomförda uppdrag över sex respektive tolv månader. Se graf till höger på föregående sida.

Som tidigare nämnts visar nyemissioner.se att antalet genomförda noteringar på Spotlight Stock Market hittills under det andra kvartalet är fem stycken. Detta är lovar rimligtvis gott även för Sedermera.

Resterande verksamhetsgrenar växer

Bolagets resterande verksamhetsgrenar fortsätter takta på bra trots de rådande marknadsförhållandena. MCL genererade intäkter på 4,5 miljoner kronor och växte med drygt 24 procent. I termer av tillväxt gick dock Nordic Issuing starkast som växte intäkterna med nästan 84 procent till 3,3 miljoner kronor. Andra starkast växte Shark Communication med redovisade intäkter på 3,2 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 30 procent.

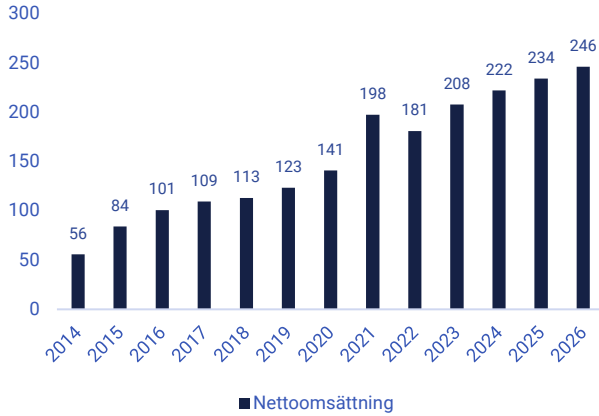
Det tredje kvartalet 2021 var det första kvartalet efter konsolideringen av eAktie-bok. Under det första kvartalet redovisades intäkter under FinReg på 1,5 miljoner kronor. Noterbart är att den sekventiella tillväxten var negativ, minus knappt 27 procent.

Övrigt, då inkluderat analyshuset Kalqyl, fondverksamheten Gainbridge liksom Impact Attracts och Placing Corporate Finance, redovisade intäkter på 5,0 miljoner kronor. Det motsvarar en stark tillväxt på hela 223 procent.

Elimineringar som innefattar internfakturering kom in på minus 8,9 miljoner kronor. Motsvarande siffra samma kvartal föregående år var minus 3,6 miljoner kronor. Ökningen påvisar en hög interaktion mellan dotterbolagen, vilket i slutändan skall rendera i högre intäkter från extern part.

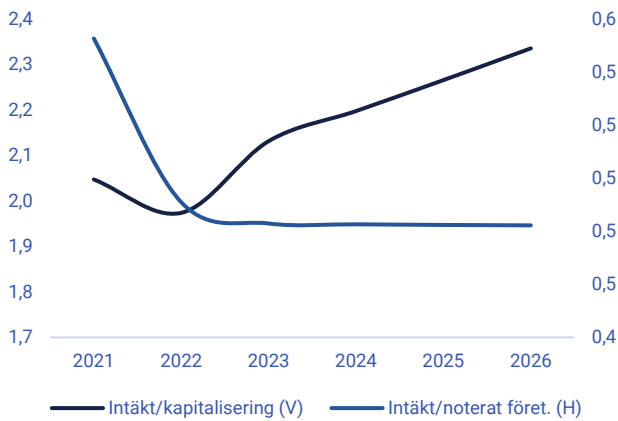
Equity Story i sex boxar

Historisk stark tillväxt påvisar förmåga



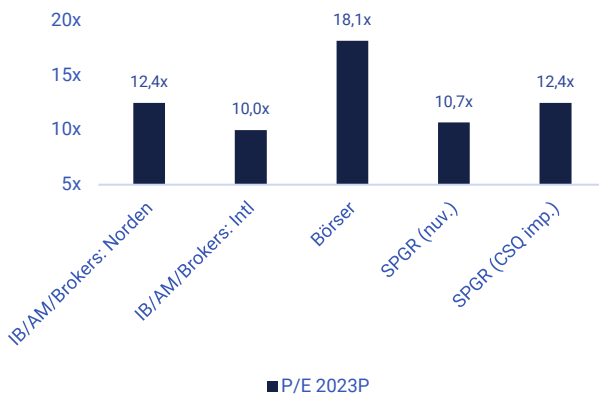
V = Vänster axel, stycken och H = Höger axel, MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Genomsnittlig intäkt per kapitalisering ger skalbarhet



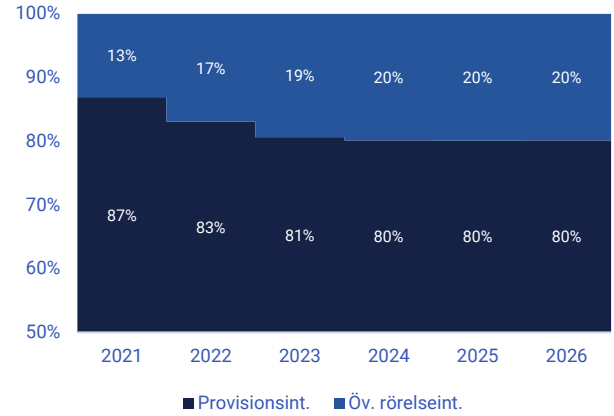
V = Vänster axel, MSEK(Sedermera) och H = Höger axel, MSEK (Spotlight Stock Market). Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Multiplar för likande företag talar för uppsida



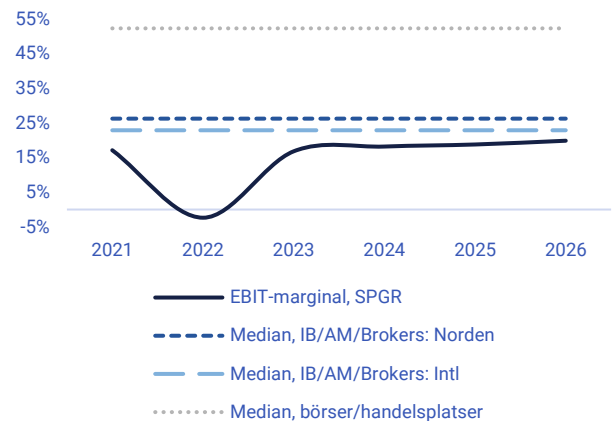
Referenspunkter avser medianvärden för P/E 2023. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Nya verksamhetsgrenar väntas driva tillväxten



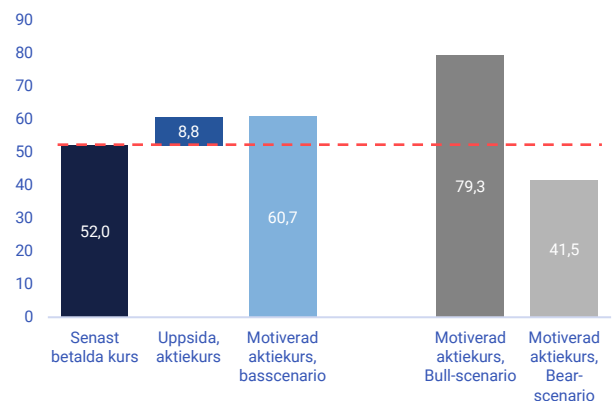
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Liknande verksamheter indikerar uppsida i marginaler



Referenspunkter avser medianvärden för EBIT-marginal 2023. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser och värdering

Spotlight Group har haft en stark utveckling under de senaste åren. Det första kvartalet 2022 medförde ett hack i kurvan och koncernens ledningar har flaggat för ytterligare ett tufft kvartal. Dock visar data att ljuset i tunneln kan börja skymtas. Därför räknar vi med att en återhämtning ligger i korten och att lönsamheten kan lyfta mot årets andra hälft. Vi beräknar ett motiverat värde per aktie om 60,7 kronor (64,8 i Mrkt BUZZ, 7 mars 2022). Det motsvarar P/E 12,4x vår vinstprognos 2023. Motsvarande för nordiska sektorkollegor är 12,4x.

I väntan på bättre tider

Likt många bolag på börsen har den senaste tidens marknadsförhållanden hämmat utvecklingen och så är även fallet för Spotlight Group. Stirrar vi oss blinda på de finansiella siffrorna tror vi att 2022 blir ett ljummet år med ett resultat efter skatt strax under nollan. Dock visar antalet IPO:er på Spotlight Stock Market hittills under det andra kvartalet att en vändning kan ligga i korten. Vi anser att Spotlight handlas till en oförtjänt rabatt mot peers och bedömer aktien som attraktiv på dessa nivåer. Dock är osäkerheten fortfarande hög vad gäller marknadsläget.

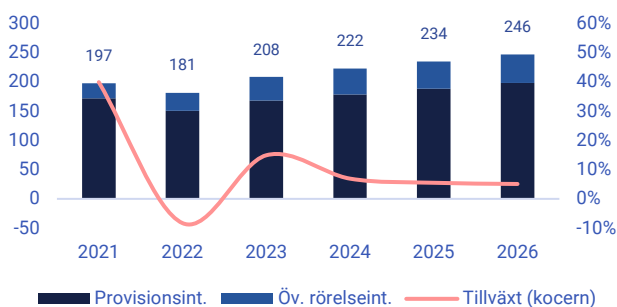
- **Påvisad förmåga men utmaningar hämmar verksamheten.** Genom kontinuerlig utveckling av sina tjänster har Spotlight Group växt nettoomsättningen till en CAGR om 19,8 procent, 2014-2021. Bolaget har också påvisat motståndskraft mot skakiga marknadsförhållanden, senast i kölvattnet av Covid-pandemin. I jämförelse med Covid-krisen är dock rådande marknadssituation annorlunda. Riskviljan har fallit och kapitalanskaffningar tvingas ner på låga värderingsnivåer, vilket hämmar Sedermera. Data från nyemissioner.se visar dock på att IPO-klimatet kan vara på väg att börja vända upp.
- **Nya verksamheter bör kunna driva på tillväxten över tid.** Under de senaste åren har Spotlight Group breddat sin verksamhet. De ofördelaktiga marknadsförhållandena har hämmat utvecklingen för dessa initiativ. Dock ser vi goda förutsättningar för dessa verksamheter att driva tillväxten när marknaden vänder. Vi ser framför allt god potential i fondverksamheten.
- **Sektorkollegor påvisar att det finns uppsida i bolagets lönsamhet.** De tre senaste åren har rörelsemarginalen ökat från 0,6 procent år 2018 till 17,0 procent år 2021. 2022 lär skapa ett hack i kurvan. I samband med vinstvarningen i början på mars 2022 meddelade bolaget om effektiviseringsåtgärden som på årsbasis skall reducera kostnaderna med cirka 20 miljoner kronor. Givet att intäkterna åter kan lyfta finns därmed än bättre förutsättningar för marginalen att klättra. Vi räknar med att bolaget kan komma upp mot cirka 20 procent i rörelsemarginal inom de fem kommande åren. Väl värt att notera är också att liknande företag verksamma inom Corporate Finance, kapitalförvaltning och aktiemäklari förväntas ha en rörelsemarginal som i genomsnitt uppgår till nästan 25 procent under de tre kommande åren.
- **Oförtjänt rabatt mot sektorkollegor.** Spotlight-aktien har pressats på börsen likt sektorn i sin helhet. Sedan årsskiftet är aktien ned nästan 50 procent. Värderingen i termer av P/E-tal kan nu börja se attraktiv ut. Baserat på våra prognoser för resultat efter skatt handlas aktien i skrivande stund till P/E 2023 10,7x. Nordiska sektorkollegor handlas till P/E 2023 på 12,4x och hela referensgruppen handlas till ett medianvärde för P/E 2023 om 17,0x. Vårt motiverade värde i ett basscenario på 60,7 kronor motsvarar P/E 2023 på 12,4x.

Intäkts- och lönsamhetsprognoser

Små justeringar i intäktsprognoser

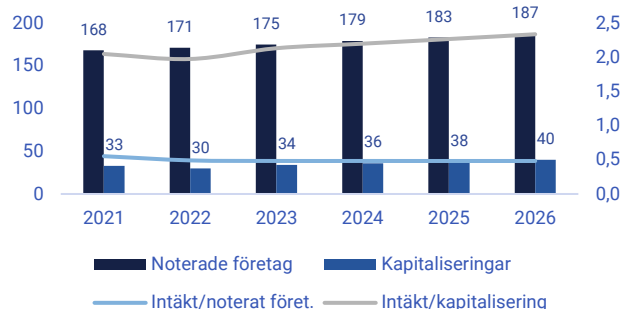
Efter det första kvartalet och bolagets kommunikation för det innevarande kvartalet har vi justerat ned våra intäktsprognoser för helåret 2022 till 181 miljoner kronor. Det motsvarar en negativ tillväxt om cirka åtta procent och en nedjustering med nästan 20 procent jämfört med den senaste analysuppdateringen (28 feb. 2022). Vi räknar med en återhämtning på de finansiella marknaderna under andra halvan av 2022. Med bättre marknadsförhållanden tilltar tillväxten åter under 2023. Över hela prognosperioden, 2022-2026, räknar vi med att gruppen kan växa nettoomsättningen med i genomsnitt 4,5 procent. Detta kan ses som konservativt givet bolagets egna mål om att i genomsnitt växa med minst tio procent per år.

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

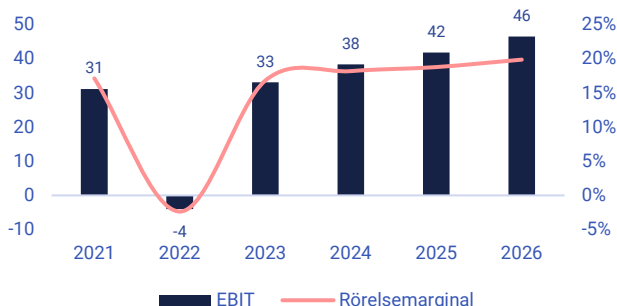
Intäktsantaganden



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Bolaget har flaggat för effektiviseringsåtgärder som på årsbasis skall reducera kostnadsbasen med 20 miljoner kronor. Åtgärderna skall ha full effekt mot slutet av innevarande år. Trots kostnadsbesparingar räknar vi med ett svagt negativt redovisat rörelseresultat om minus cirka fyra miljoner kronor, 2023. Med ökade intäkter och skalbarhet i affären räknar vi med att rörelseresultatet landar på cirka 33 miljoner kronor, 2023. Det motsvarar en marginal strax under 17 procent. Över tid räknar vi med att rörelsemarginalen kan stiga mot strax under 20 procent. Det är klart över bolagets egna mål om en rörelsemarginal på över tio procent men mer i linje med liknande verksamheter.

Redovisat rörelseres. (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Vinst per aktie och utdelning (kr)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Baserat på 2023 års resultat efter skatt räknar vi med att bolaget gör en utdelning om 1,7 kronor. Det motsvarar 35 procent av vinst per aktie. Här ligger bolagets mål på att dela ut 50 procent av vinst per nettoresultatet.

Motiverat värde inom ett intervall

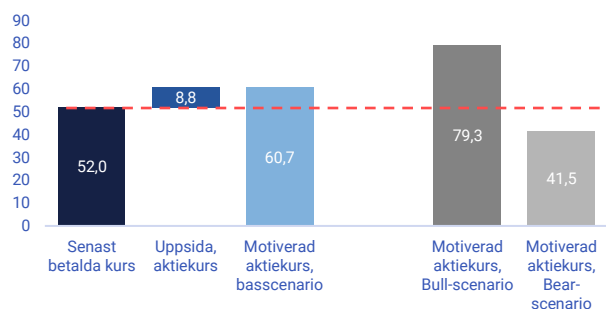
För att beräkna ett motiverat värde per aktie har vi kombinerat en DCF-modell med en multipelvärderingsmodell. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie om 60,8 kronor per aktie. Vår multipelvärdering på P/E 2023 ger ett värde per aktie om 60,7 kronor per aktie. Genom att kombinera värdet i DCF-modellen med värdet från multipelvärderingen i ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 60,7 kronor (64,8 i Mrkt BUZZ, 7 mars 2022 och 73,5 i analysuppdatering 28 februari) för de kommande 6-12 månaderna. Nedjustering beror i huvudsak av reviderade intäcks- och lönsamhetsprognoser men också högre diskonteringsränta.

I basscenariot beräknas ett motiverat värde om 60,7 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna.

Motiverat värde per aktie (kr), basscenario

Multipelvärdering	60,7
DCF-värdering	60,8
Motivated value	60,7
Potentiell upp-/nedsida mot senast betalda kurs (50,00 kr)	16,8%
Implicit P/S, 2023P	1,6x
Implicit P/E, 2023P	12,4x

Motiverat värde inom ett intervall



Källa: Carlsquare prognoser

Nedan visas de implicita multiplarna från vår värdering. Som framgår motsvarar vår värdering P/E 2023 på 12,4x. Likande företag listade i Norden handlas till P/E 2023 12,4x. Hela referensgruppen handlas till P/E 2023 om 17,0x.

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Implicit P/S (nettooms.)	2,6x	2,3x	1,7x	1,8x	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x
Implicit P/E	44,7x	26,9x	13,8x	NM	12,4x	10,7x	9,8x	8,8x
Implicit EV/Sales (nettooms.)	2,4x	2,1x	1,5x	1,7x	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Implicit EV/EBITDA (redov.)	16,7x	12,8x	8,1x	86,5x	7,4x	6,5x	6,3x	5,8x
Implicit EV/EBIT (redov.)	29,6x	18,9x	9,8x	NM	9,1x	7,9x	7,2x	6,5x
Implicit EV/EBIT (justerat)	27,7x	18,8x	9,5x	NM	8,8x	7,6x	7,0x	6,3x

Källa: Carlsquare prognoser

Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering			Disk.ränta	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	100		Risikfri ränta, prognostiserad period	1,7%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	202		Marknadsriskpremie	6,7%
Rörelsevärde (EV)	302		Småbolagspremie	3,7%
Nettokassa	24		Beta	1,2x
Aktievärde	327		Avkastningskrav, EK	14,2%
Antal akter (milj.)	5,4		Belåningsgrad	0,0%
Motiverat värde per aktie (kr)	60,8		WACC	14,2%
			Bolagsspec. tillägg	0,0%
Antaganden		Värderingsmultiplar		Disk.ränta
CAGR nettoomsättning, 2021-2026	4,5%	P/S (tot. rörelseint.), 22	1,8x	14,2%
Redov. EBIT-marginal, 2026	19,9%	P/S (tot. rörelseint.), 23	1,6x	Disk.ränta TV
Just. EBIT-marginal, 2026	19,4%	P/E 22	NM	14,2%
Tillväxttakt, evighet	3,0%	P/E 23	12,3x	
Skattesats	20,6%	P/B	4,0x	

Källa: Carlsquare prognoser

Diskonteringsräntan är upp från 12,4 procent jämfört med den senaste analysuppdateringen till 14,2 procent. Det på grund av en större storlekspremie och en högre riskfri ränta.

Nedan visas multipelvärderingen med nordiska företag med likande verksamhet.

Multipelvärdering, basscenario

	MCAP (MSEK)	Tillväxt 2022P	EBIT-marginal 2022P	PE 2023
ABG Sundal Collier Holding ASA	3 178	NaN	NaN	NaN
Catella AB (publ)	3 470	Neg.	27%	11,2x
Mangold Fondkommission AB	1 514	NaN	NaN	NaN
United Bankers Oyj	1 540	14%	29%	13,2x
Median	2 359	14%	28%	12,2x
Genomsnitt	2 412	14%	28%	12,2x
Använda multipel	12,2x			
Förväntad vinst efter skatt, 2023	26,2			
Implicit aktievärde	321			
Aktier	5,4			
Värde per aktie, kr	59,7			

Källa: Carlsquare prognoser

Värderingsintervall

För att landa i en övre gräns på ett värderingsintervall (Bull) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 6,0 procent (4,5 procent i basscenario). Vi har också genomgående höjt de justerade rörelsemarginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 22,5 procent år 2026 (19,4 procent i basscenario). Bull-scenariot ger ett motiverat värde om 79,3 kronor per aktie.

För att landa i en nedre gräns av intervallet (Bear) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om tre procent. Vi har genomgående reducerat de justerade rörelsemarginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 15,0 procent år 2026. Detta Bear-scenario ger ett motiverat värde om 41,5 kronor per aktie.

Värdering i basscenariot: En rimlighetsbedömning

Det är svårt att hitta listade företag vars verksamhet exakt överensstämmer med den som gruppen bedriver och/eller har en liknande sammansättning av verksamheter, tillväxt och marginaler som SPGR. Vi har dock identifierat ett antal företag/koncerner med en någorlunda fokuserad verksamhet kring Corporate Finance och blockaffärer/aktiemäkleri samt kapitalförvaltning listade i Norden och Europa. Som framgår handlas denna referensgrupp till ett medianvärde avseende P/E 2023 om mellan 6,7x och 19,6x. Börser och handelsplatser handlas till ett P/E 2023 mellan 14,1x och 23,6x. Referensgruppens medianvärde för P/E 2023 är 17,0x.

Finansiella rådgivare, börsvärden (MSEK) och nyckeltal

	MCAP (MSEK)	Tillväxt 2022P	EBIT-marginal 2022P	P/S, LTM	P/S 2022	P/S 2023	P/E LTM	PE 2022	PE 2023
IB/AM/Brokers: Norden									
ABG Sundal Collier Holding ASA	3 212	NaN	NaN	1,1x	NaN	NaN	7,0x	NaN	NaN
Catella AB (publ)	3 536	Neg.	27%	2,0x	1,3x	1,5x	22,7x	7,6x	11,5x
Mangold Fondkommission AB	1 987	NaN	NaN	7,6x	NaN	NaN	32,9x	NaN	NaN
United Bankers Oyj	1 559	14%	29%	3,5x	3,5x	3,0x	18,7x	16,1x	13,4x
Median	2 600	14%	28%	2,7x	2,4x	2,3x	20,7x	11,9x	12,4x
Genomsnitt	2 573	14%	28%	3,5x	2,4x	2,3x	20,3x	11,9x	12,4x
IB/AM/Brokers: International									
Numis Corporation Plc	3 502	Neg.	18%	1,8x	2,0x	NaN	10,1x	6,1x	NaN
FRP Advisory Group plc	4 289	3%	22%	4,2x	3,7x	3,5x	39,7x	20,6x	19,6x
finncap Group plc	448	Neg.	17%	0,7x	0,7x	NaN	5,4x	4,9x	NaN
Raymond James Financial, Inc.	206 604	11%	18%	2,5x	1,9x	1,7x	16,3x	12,8x	10,0x
Jefferies Financial Group Inc.	75 958	6%	22%	1,3x	1,3x	1,2x	7,6x	9,3x	8,1x
Houlihan Lokey, Inc.	55 746	12%	26%	2,6x	2,7x	2,4x	15,2x	15,8x	13,0x
Berliner Effektengesellschaft AG	10 980	NaN	NaN	4,2x	NaN	NaN	20,1x	NaN	NaN
Rothschild & Co SCA	28 547	Neg.	28%	1,0x	1,1x	1,1x	5,2x	6,5x	6,7x
Alantra Partners, S.A.	5 661	NaN	NaN	1,8x	NaN	NaN	12,9x	NaN	NaN
Median	10 980	9%	22%	1,8x	1,9x	1,7x	12,9x	9,3x	10,0x
Genomsnitt	43 526	8%	22%	2,2x	1,9x	2,0x	14,7x	10,9x	11,5x
Börser/handelsplatser									
Deutsche Börse AG	300 801	6%	51%	6,6x	7,3x	6,9x	26,2x	20,5x	18,8x
Euronext N.V.	88 483	3%	50%	6,0x	5,6x	5,4x	19,6x	15,1x	14,1x
London Stock Exchange Group plc	501 309	6%	37%	6,3x	5,5x	5,2x	55,1x	23,7x	20,9x
Nasdaq, Inc.	248 570	5%	52%	4,6x	7,1x	6,7x	27,5x	19,7x	18,3x
CME Group Inc.	701 819	5%	66%	16,8x	14,2x	13,5x	36,8x	25,3x	23,6x
Intercontinental Exchange, Inc.	553 641	5%	60%	8,2x	7,6x	7,3x	15,8x	18,6x	17,0x
Cboe Global Markets, Inc.	119 504	3%	61%	3,8x	7,6x	7,3x	24,5x	18,3x	17,6x
TMX Group Limited	59 616	2%	48%	7,8x	6,6x	6,4x	19,1x	19,1x	17,9x
Median	274 685	5%	51%	6,5x	7,2x	6,8x	25,3x	19,4x	18,1x
Genomsnitt	321 718	4%	53%	7,5x	7,7x	7,3x	28,1x	20,0x	18,5x
Hela referensgruppen, median	55 746	-2%		3,8x	5,2x	0,0x	19,1x	16,1x	17,0x
Hela referensgruppen, genomsnitt	141 703	-13%		4,5x	4,9x	0,0x	20,9x	15,3x	15,4x
Spotlight Group (nuv.)	279	-8%	-2%	1,6x	1,7x	1,4x	34,1x	NM	10,7x
Spotlight Group (CSQ imp.)	326	-8%	-2%	1,8x	1,8x	1,6x	39,8x	NM	12,4x

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Risker och utmaningar

Låg riskvilja

2022 har präglats av inflationsoro och snabbt stigande räntor. Detta har reducerat investeringsviljan i tillväxtbolag. Något som kan hämma och fortsätter hämma bolagets utveckling. Hur länge riskaptiten för tillväxtbolag kan falla innan återhämtning är svårt att förutsäga.

Fallande handelsaktivitet

En risk som vi ser som kan hålla tillbaka tillväxten är avtagande handelsaktivitet. Handelsaktiviteten kan falla om investerares handelsmönster och investeringsvilja minskar. Den kan också påverkas negativt av att större bolag, så som Angler Gaming eller Plejd, väljer att låta avnotera sig från bolagets marknadsplats. Dessa företag bidrar med en stor andel av handelsintäkterna som också ger ett högt lönsamhetsbidrag. Samtidigt, kan andra redan listade eller nya företag tillkomma och fylla upp volymerna igen. Detta kan dock ta tid. Möjligen ser bolaget samma risk som vi då bolagets egna finansiella mål ligger kvar på en rörelsemarginal som överskrider blygsamma tio procent.

Ryktesrisk

Det är viktigt att Spotlight Stock Market upprätthåller ett gott rykte över tid. Givet bolagets huvudsakliga nisch, tillväxtbolag som många gånger är förhoppningsbolag, finns alltid en risk att ett antal av de listade företagen misslyckas. Det bör emellertid inte bli för många misslyckanden som över tid ger Spotlight Stock Market ett dåligt rykte som kan få de seriösa företagen att välja andra marknadsplatser.

Bra "case" är a och o

Sedermeras intäkter är i stor utsträckning baserad på att uppdragen lyckas och transaktionerna genomförs. Uteblir en transaktion försvinner också största delen av intäkterna. Sedermera är dessutom beroende av ett förtroende från investerare för att kunna genomföra transaktioner. För att inte investerare skall tappa förtroendet är det viktigt att Sedermera har övervägande "bra" case till rätt värderingar. Detta är än viktigare när konkurrensen om investerares pengar tilltagit under perioder av ett högt antal IPO:er och fler listade tillväxtföretag.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1, 2021	Kv2, 2021	Kv3, 2021	Kv4, 2021	Kv1, 2022	Kv2, 2022	Kv3, 2022	Kv4, 2022
Nettoomsättning	42,0	54,8	49,1	51,8	38,3	46,8	47,2	49,3
Totala rörelseintäkter	38,1	50,5	45,2	48,0	33,9	44,1	44,4	46,5
EBITDA	9,0	10,8	9,2	8,4	-9,6	-0,8	7,3	7,2
Rörelseresultat	7,7	9,2	7,6	6,7	-11,6	-2,6	5,4	5,4
Vinst efter skatt	6,1	7,2	5,8	4,5	-9,3	-2,6	4,3	4,3
Vinst per aktie	1,19	1,37	1,11	0,86	-1,74	-0,48	0,80	0,80

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, årsbasis (MSEK)

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Räntenetto	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Totala provisionsintäkter	150,5	167,7	178,2	187,8	197,5
Provisionskostnader	-11,1	-10,1	-10,4	-10,7	-11,0
Nettores. av finansiella transaktioner	-1,2	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Övriga rörelseintäkter	30,6	40,2	44,1	46,7	48,9
Summa rörelseintäkter	168,3	196,6	210,7	222,5	234,1
Nettoomsättning	181,0	207,9	222,3	234,5	246,4
Allmänna admin.kostnader	-159,6	-150,0	-159,4	-169,1	-176,7
Av- och nedskrivningar	-7,5	-7,6	-7,8	-6,4	-5,7
Övriga rörelsekostnader	-5,2	-6,1	-5,2	-5,2	-5,3
Totala rörelsekostnader	-172,3	-163,6	-172,4	-180,8	-187,6
Rörelseres. före av- och nedskriv.	3,5	40,6	46,1	48,2	52,2
Rörelseresultat	-4,0	33,0	38,3	41,8	46,5
Just. rörelseres.	-2,4	34,3	39,5	43,0	47,7
Skatt	0,1	-6,8	-7,9	-8,6	-9,6
Periodens resultat	-3,9	26,2	30,4	33,2	36,9
Lönsamhet	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Vinst per aktie (kr)	-0,74	4,88	5,66	6,17	6,87
Utdelning per aktie (kr)	0,00	1,71	2,55	3,05	3,43
Tillväxt	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Totala provisionsintäkter	-12,4%	11,5%	6,2%	5,4%	5,2%
Övriga rörelseintäkter	18,3%	31,6%	9,7%	5,9%	4,6%
Nettoomsättning	-8,3%	14,9%	6,9%	5,5%	5,1%
Summa rörelseintäkter	-7,4%	16,8%	7,1%	5,6%	5,2%
Rörelseres. före av- och nedskriv.	-90,7%	1062,4%	13,6%	4,5%	8,3%
Rörelseresultat	-112,8%	-932,1%	15,9%	9,1%	11,3%
Periodens resultat	-116,6%	-769,3%	15,9%	9,1%	11,3%
Marginaler	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Rörelsemarginal före av- och nedskriv.	2,1%	20,6%	21,9%	21,6%	22,3%
Rörelsemarginal	-2,4%	16,8%	18,2%	18,8%	19,9%
Vinstmarginal	-2,3%	13,3%	14,4%	14,9%	15,8%
Just. Rörelsemarginal	-1,3%	16,5%	17,8%	18,3%	19,4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Balansräkning (MSEK)

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
TILLGÅNGAR						
Utlåning till kreditinst.	26	25	54	77	95	116
Aktier och andelar	1	2	2	2	2	2
Immateriella anläggningstillg.						
Goodwill	34	34	34	34	34	34
Övriga immateriella tillg.	15	16	16	16	16	16
Materiella anläggningstillg.						
Inventarier	8	7	4	2	1	1
Nyttjanderätter	11	10	10	10	10	10
Övriga tillgångar	27	26	29	31	32	34
Förutbet. kostnader och upplupna intäkt.	14	14	15	16	17	18
Summa tillgångar	137	134	164	188	208	230
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital						
Aktiekapital	13	13	13	13	13	13
Övrigt tillskjutet kapital	16	18	18	18	18	18
Innehav utan bestämmande inflytande	0	-1	-1	-1	-1	-1
Balanserat resultat	55	52	75	95	111	132
Periodens resultat	5	4	7	9	10	11
Summa eget kapital	88	87	114	135	152	173
Övriga skulder	17	16	18	19	20	21
Leasingskulder hänf. till finansiella leasingavtal	10	9	9	9	9	9
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	20	19	21	22	23	25
Summa skulder	47	44	48	50	52	54
Summa eget kapital och skulder	137	134	164	188	208	230
Soliditet						
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	26,9	25,6	53,7	77,3	95,4	116,2
Nettoskuld/just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Nettoskuld/EK	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Skuld/EK	19%	18%	15%	14%	13%	12%
Soliditet	64%	65%	69%	72%	73%	75%
Lönsamhetsmått						
ROA (inkl. kassa)	22,6%	-3,0%	20,1%	20,4%	20,1%	20,2%
ROE	26,8%	-4,5%	23,1%	22,5%	21,7%	21,3%
ROIC	22,6%	-2,2%	25,9%	29,8%	31,9%	34,7%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Löpande verksamhet						
Rörelseresultat	31,1	-4,0	33,0	38,3	41,8	46,5
Justeringar	10,1	7,6	7,6	7,8	6,4	5,7
Betad inkomstskatt	-4,2	-3,1	-6,8	-7,9	-8,6	-9,6
Delta rörelsekapital	-18,6	3,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
KF, löpande verksamhet	18,4	4,0	33,3	37,9	39,3	42,3
Investeringsverksamheten						
Köp av andelar i dotterbolag	-12,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Köp/försäljning av materiella tillgångar	-3,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Köp/försäljning av immateriella tillgångar	-9,1	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Netto, köp/försäljningar av värdepapper	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
KF, investeringsverksamhet	-25,4	-3,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Finansieringsverksamheten						
Amortering av leasingskuld	-3,2	-4,6	-4,7	-4,7	-4,8	-4,9
Emission	4,0	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Utbetald utdelning till aktieägarna	-10,3	0,0	0,0	-9,0	-15,7	-16,1
KF, finansieringsverksamhet	-9,5	-2,0	-4,7	-13,8	-20,6	-21,0
Periodens kassaflöde	-16,5	-1,3	28,1	23,6	18,2	20,7
Likvida medel, periodens börj.	43,4	26,9	25,6	53,7	77,3	95,4
Likvida medel, periodens slut	26,9	25,6	53,7	77,3	95,4	116,2
Nyckeltal	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
KF, löpande verksamhet/nettoomsättning	0,1x	0,0x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Utdelning per aktie (kr)	0,0	0,0	1,7	2,5	3,1	3,4

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 och Fredrik Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.