

## Uppdatering: Kv2 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](http://www.spotlightgroup.se)

Bloomberg: SPGR:SS  
 Reuters Eikon: SPGR.TE

Lista: Spotlight Stock Market

Aktie, senast: 34,0 kronor  
 Marknadsvärde: 180 MSEK

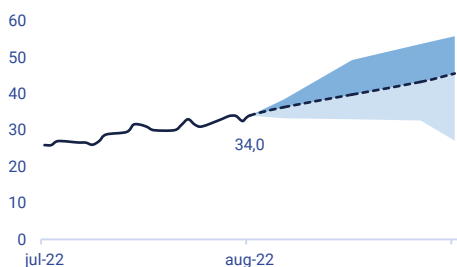
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-68	-67	-63	26

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	27,1	42,6	55,8
Upp-/nedsida (%)	-20	25	64

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson  
 Head of Equity Research

Fredrik Nilsson  
 Associate Equity Analyst

## Botten kan närma sig

I ett fortsatt tufft marknadsklimat föll under det andra kvartalet viktiga värde drivare som handelsvolym och genomsnittlig intäkt per kapitalisering. Detta hämmade också Spotlight Groups intäkter och lönsamhet. Vi sänker intäkt- och lönsamhetsprognoser men anar att en botten för gruppen kan närma sig. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 42,6 kronor (60,7).

### Några ljuspunkter i ett svagt kvartal för Spotlight Group

Under det gångna kvartalet föll Spotlight Groups nettoomsättning med cirka 33 procent till 36,9 miljoner kronor. Utfallet var tydligt under vår prognos som lades innan vinstvarningen på 46,8 miljoner kronor. De bidragande faktorerna till den negativa tillväxten var ett kraftigt fall i handelsvolymen på Spotlight Stock Market samt ett betydande tapp i den genomsnittliga intäkten per kapitalisering för Sedermera.

Redovisat rörelseresultatet landade på minus 14,1 miljoner kronor – i linje med vinstvarningen den 12 juli. Vår prognos som lades innan denna vinstvarning låg på minus 2,6 miljoner kronor. Kostnadsbildningen var i linje med prognos. Således förklaras avviken av lägre intäkter än väntat.

Positivt är dock att de resterande verksamhetsgrenarna utvecklas positivt även om internfaktureringen ökar. På Spotlight Stock Market (SSM) var också IPO-aktiviteten hög, då sett till antalet noteringar. Samtidigt har bolaget flaggat för effektiviseringsåtgärder, den möjliga avyttringen av Gainbridge samt avvecklingen av Impact Attracts. Dessa åtgärder väntas reducera kostnaderna med cirka 35 miljoner kronor i årstakt.

### Möjligen har vi sett botten

Under det andra kvartalet 2022 föll den genomsnittliga intäkten per noterat företag på SSM tillbaka till de låga nivåer som redovisades vid intaget av Covid-pandemin. Samma gäller även för den genomsnittliga intäkten per kapitalisering för Sedermera. Samtidigt har de stora aktieindexen återhämtat sig fint sedan början av juli. Även om ett nytt rekordår som 2021 inte lär ligga i korten kan möjligen en botten för Spotlight Group åtminstone vara på väg att närma sig.

### Sänkta prognoser och lägre motiverat värde per aktie

Vi har justerat ned våra intäkt- och lönsamhetsprognoser för prognosperioden 2022-2026. För 2022 räknar vi nu med en tydligt negativ tillväxt och ett betydande negativt rörelseresultat. Samtidigt räknar vi med stabilare marknader framöver och att bolaget kan redovisa tillväxt under 2023. Samma år räknar vi även med lönsamhet givet kostnadsbesparingar om cirka 35 miljoner som antas vara realiserade per det första kvartalet 2023. Dock, med vad som kan tolkas som en mer försiktig tillväxtstrategi räknar vi med en CAGR, 2021-2026, om 3,4 procent, ned från tidigare 4,0 procent. Redovisad EBIT-marginal vid utgången av 2026 är nu antagen till 13,9 procent, ned från tidigare cirka 20 procent. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 42,6 kronor (60,7). Vår värdering motsvarar P/S 2023 på 1,4x och P/E 2023 på 20,0x. Hela referensgruppen handlas i median till ett P/S 2023 om 2,7x och P/E 2023 om 13,8x.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	141	198	156	184	203	220
Summa rörelseintäkter	126	182	137	163	179	195
Rörelseresultat	16,0	31,1	-29,5	14,0	19,8	23,1
Vinst efter skatt	12,1	23,7	-24,7	11,3	16,0	18,6
Vinst per aktie	2,28	4,52	-4,69	2,13	3,03	3,53
Utdelning per aktie	2,0	0,0	0,0	0,5	1,2	1,8
Tillväxt, nettoomsättning	14,3%	40,0%	-21,0%	18,0%	10,1%	8,3%
Tillväxt, rörelseintäkter	14,4%	44,3%	-24,8%	18,9%	10,4%	8,5%
Rörelsemarginal	12,7%	17,1%	-21,6%	8,6%	11,1%	11,9%
EV/Sales (sum. rörelseint., nuv.)	1,2x	0,9x	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x
EV/redov. EBIT (nuv.)	9,7x	5,0x	NM	11,1x	7,8x	6,7x
P/S (summa rörelseint., nuv.)	1,4x	1,0x	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x
P/E (nuv.)	14,8x	7,6x	NM	16,0x	11,2x	9,6x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Uppföljning och kommentarer

Under det gångna kvartalet tyngdes Spotlight Group (SPGR, bolaget, koncernen eller gruppen) av fallande handel på Spotlight Stock Market och en lägre intäkt per kapitalisering. Nettoomsättning föll på årsbasis med 33 procent till 36,9 miljoner kronor. Med en sekventiellt nära oförändrad kostnadsbas landade redovisat rörelseresultat in på minus 14,1 miljoner kronor. Dock finns vissa ljusglimtar, så som en hög IPO-aktivitet och bra utveckling för de övriga verksamheterna. Avyttringen av Gainbridge och avvecklingen av Impact Attracts väntas tillsammans med andra effektivitetsåtgärden ge kostnadsbesparingar på 35 miljoner kronor på årsbasis.

## Svagt kvartal i linje med vinstvarning

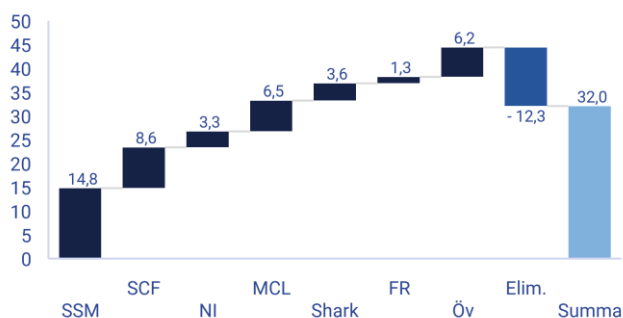
Även om verksamhetsgrenarna Nordic Issuing, MCL, Shark Communication och FinReg liksom Övrigt kunde redovisa tillväxt (bortsett från eliminerings) hämmades koncernen av svag utveckling för Spotlight Stock Market och Sedermera. Under det andra kvartalet 2022 redovisades en total nettoomsättning på 36,9 miljoner kronor. Redan den 12 juli 2022 flaggade gruppen för ett svagt rörelseresultat, vilket uppgick till minus 14,1 miljoner kronor. Nedan visas en sammanställning av utfallet jämfört med våra prognoser. Som framgår var utfallet tydligt under våra prognoser som lades den 7 juni, alltså innan vinstvarningen.

### Utfall jämfört med Carlsquare prognoser\* (MSEK), kv2 2022

	Kv2, 2022P	Kv2, 2021	Kv2, 2022U	Diff. (%)
Nettoomsättning	46,8	54,8	36,9	-21%
Räntenetto	-0,1	0,0	-0,1	NaN
Provisionsnetto	35,9	43,2	28,2	-22%
Nettoresultat av finansiella transaktioner	-0,2	-0,2	-1,4	-611%
Övriga rörelseintäkter	8,6	7,6	5,4	-37%
Summa rörelseintäkter	44,2	50,5	32,0	-28%
Redovisar rörelseresultat	-2,6	9,2	-14,1	-442%
Rörelsemarginal	-6%	18%	-44%	
Periodens resultat	-2,6	7,2	-11,4	-338%
Vinstmarginal	-6%	14%	-36%	
Resultat per aktie (kr)	0,05	1,37	-2,15	-4488%

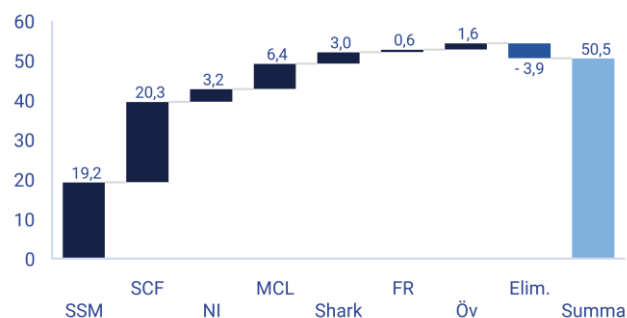
\*Prognoser lagda den 7 juni 2022, före vinstvarningen den 12 juli 2022. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Intäktsbidrag (MSEK), kv2 2022



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Intäktsbidrag (MSEK), kv2 2021



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Kassaflödet från den löpande verksamheten kom in på minus 8,7 miljoner kronor. Samtidigt togs en checkkredit upp om tio miljoner kronor som med våra förväntningar är tillräckligt för att finansiera verksamheten.

## Spotlight Stock Market hämmas av tufft marknadsklimat

Spotlight Stock Markets provisionsintäkter före elimineringar backade på årsbasis med 23,5 procent till 17,5 miljoner kronor. Vår prognos som lades före vinstvarningen låg på 20,8 miljoner kronor. Provisionsnettot före elimineringar minskade med 23,1 procent till 14,8 miljoner kronor.

Antalet avnoterade företag har fallit tillbaka vilket är klart positivt.

Aktiviteten på Spotlight Stock Market i termer av IPO:er är långt från avslagen. Antalet noteringar uppgick till sju stycken, vilket är i linje med samma kvartal föregående år. Här skall nämnas att 2021 var ett rekordår vad gäller IPO:er i Sverige. Netto, efter avnoteringar/listbyten, uppgick antalet noterade företag på Spotlight Stock Market till 170 stycken vid utgången av det andra kvartalet – en ökning med netto fem företag jämfört med det föregående kvartalet. Vi hade räknat med 166 bolag och avvikelserna förklaras av att bolaget haft ett lägre antal avnoteringar än vad vi räknat med.

Handelsvolymen (aktieomsättning) på Spotlight Stock Market kom in på 2,6 miljarder kronor – tydligt ned med hela 72,2 procent jämfört med samma kvartal 2021. Vi hade räknat med 6,9 miljarder. Således låg det kraftiga nedstället i handelsvolym bakom avvikelserna i Spotlight Stock Markets intäkter jämfört med vår prognos. Samtidigt skall noteras att tappet i handelsvolymen förefaller vara en effekt av en fallande handel på bred front, snarare än att något större bolag med hög aktieomsättning avnoterats.

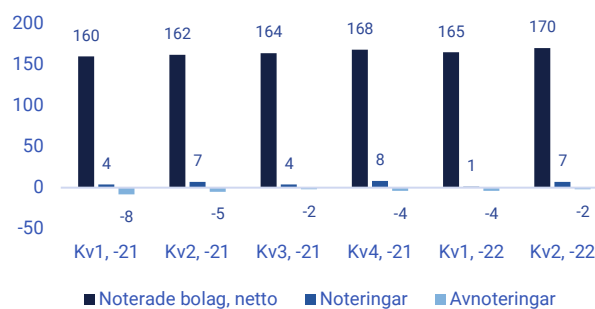
Lägre handelsvolym höll också tillbaka den genomsnittliga provisionsintäkten per bolag som föll tillbaka med 31,7 procent till cirka 0,10 miljoner kronor.

### Provisionsintäkt och handelsvolym per företag (MSEK)



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

### Listade företag, noteringar och avnoteringar (st)

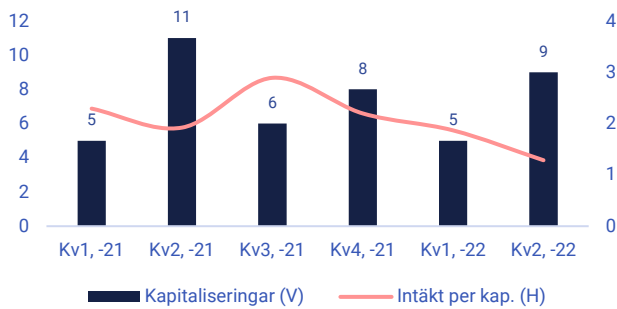


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Även Sedermera hämmas i ett tufft marknadsklimat

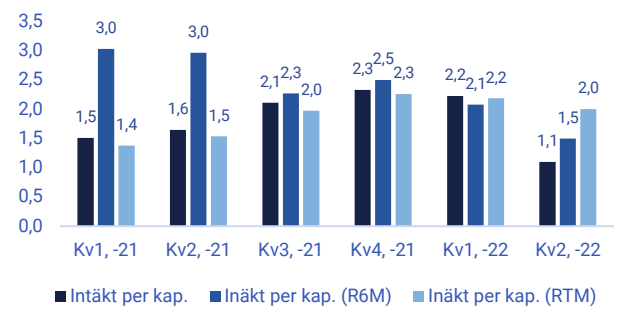
Sedermeras provisionsintäkter före elimineringar backade på årsbasis med hela 45,3 procent till 11,6 miljoner kronor. Vår prognos som lades före vinstvarningen låg på 15,6 miljoner kronor. Provisionsnettot före elimineringar backade med 51,8 procent. Tappet i provisionsintäkter beror på något färre genomförda kapitaliseringar. Men den främst bidragande faktorn var ett tydligt tapp i genomsnittlig provisionsintäkten per genomförd kapitalisering som uppgick till 1,1 miljoner kronor, jämfört med 1,6 miljoner kronor samma kvartal 2021. Detta är sannolikt i kölvattnet av en reducerad riskvilja och lägre värderingar.

### 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), kv1 2021-kv2 2022



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

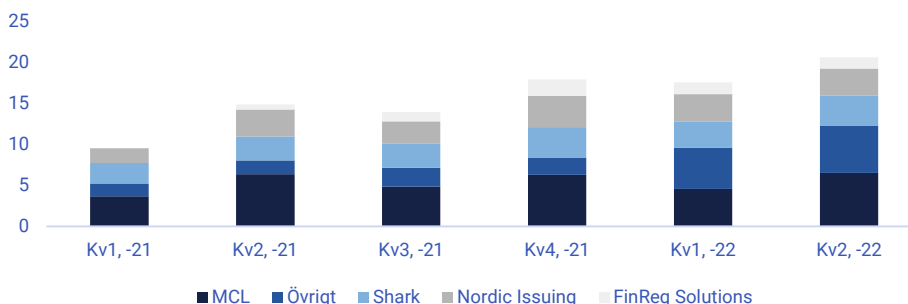
## Resterande verksamhetsgrenar fortsätter växa

Bolagets resterande verksamhetsgrenar fortsätter takta på bra trots de rådande marknadsförhållandena. MCL genererade intäkter före elimineringar på 6,5 miljoner kronor och växte med drygt 2,4 procent. I termer av tillväxt gick dock FinReg starkast med intäkter före elimineringar som på årsbasis växte 110,7 procent till 1,4 miljoner kronor.

Shark Communication går mycket starkt i rådande klimat. Intäkterna före elimineringar växte med imponerande 21,9 procent till 3,6 miljoner kronor. Övrigt, då inkluderat analyshuset Kalqyl, Placing Corporate Finance samt fondverksamheten Gainbridge och Impact Attracts redovisade intäkter före elimineringar på 5,8 miljoner kronor. Det motsvarar en stark tillväxt på hela 247,3 procent. Med anledningar av den planerade avyttringen av Gainbridge och avvecklingen av Impact Attracts kommer intäkterna från verksamhetsgrenen Övrigt sannolikt falla tillbaka något sekvientiellt under det tredje kvartalet.

Elimineringar, som innefattar internfakturering, kom in på minus 11,9 miljoner kronor. Motsvarande siffra samma kvartal föregående år var minus 3,8 miljoner kronor. Ökningen påvisar en hög interaktion mellan dotterbolagen, vilket i slutändan skall rendera i högre intäkter från extern part.

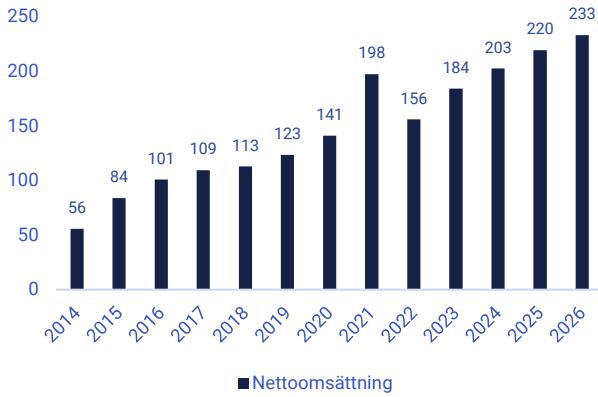
### Intäkter före eliminering (MSEK) från resterande verksamhetsgrenar



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

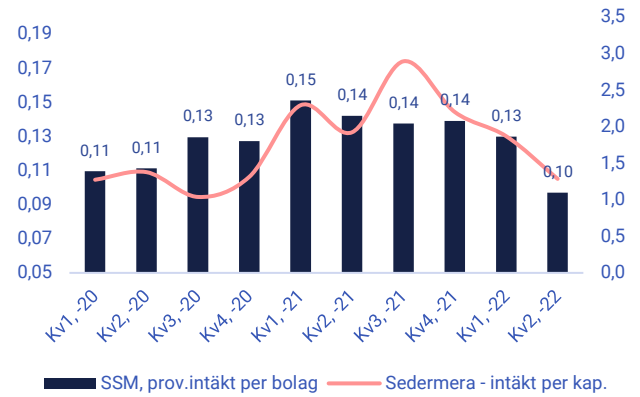
# Equity Story i sex grafer

## Historisk stark tillväxt påvisar förmåga



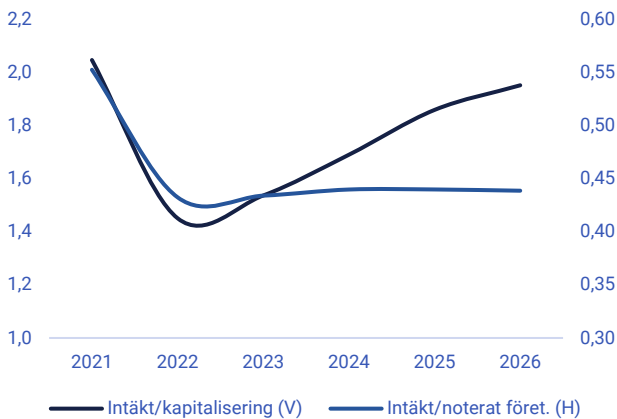
V = Vänster axel, stycken och H = Höger axel, MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Viktiga KPI:er i linje med pandemi-nivåer – är det botten?



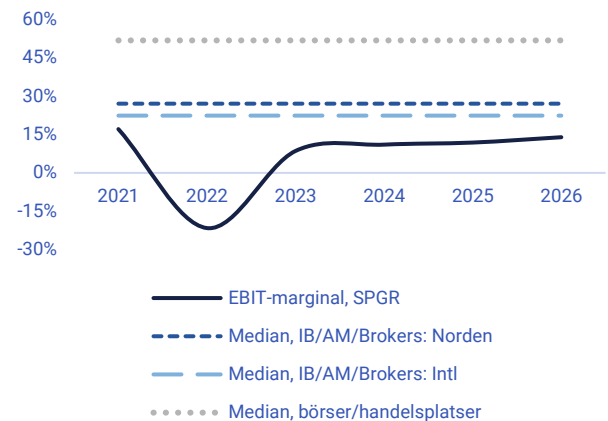
SSM. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Genomsnittlig intäkt per kapitalisering ger skalbarhet



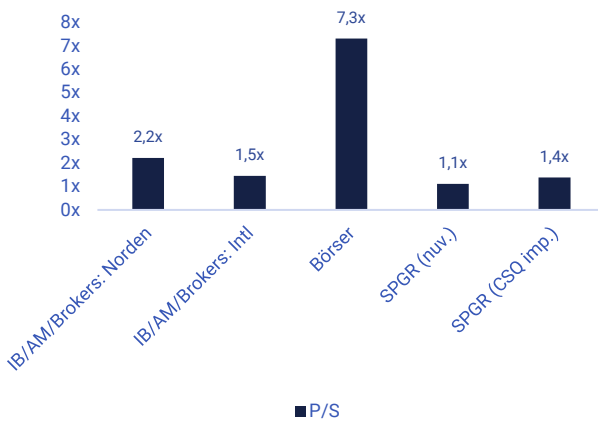
V = Vänster axel, MSEK (Sedermera) och H = Höger axel, MSEK (Spotlight Stock Market). Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Liknande verksamheter indikerar uppsida i marginaler



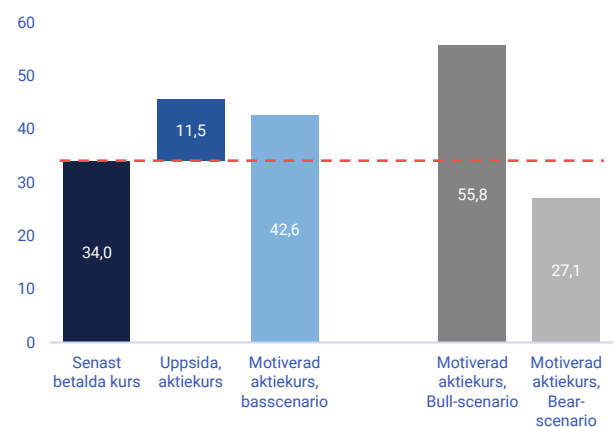
Referenspunkter avser medianvärden för EBIT-marginal 2023. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Intäktsmultiplar för likande företag talar för viss uppsida



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

## 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. Men 2022 kommer medföra ett hack i kurvan. Dock är IPO-aktiviteten på Spotlight Stock Market fortfarande hög samtidigt som viktiga nyckeltal är nere på samma nivåer som Covid-pandemins intåg. Med en fin återhämtning på aktiemarknaderna sedan juli 2022 kan möjligen en botten för Spotlight Group närma sig. Vi beräknar ett motiverat värde per aktie om 42,6 kronor (60,7).

## Ny struktur stärker lönsamhetsutsikter

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 lär 2022 blir ett svagt år med ett resultat efter skatt kring minus 25 miljoner kronor. Med ny koncernstruktur räknar vi med att bolaget reducerar kostnadsbasen med 35 miljoner kronor per det första kvartalet 2023. Det stärker lönsamhetsutsikterna trots en längre period av svalare marknad (i förhållande till 2021), vad bolaget kallar för det "nya normala".

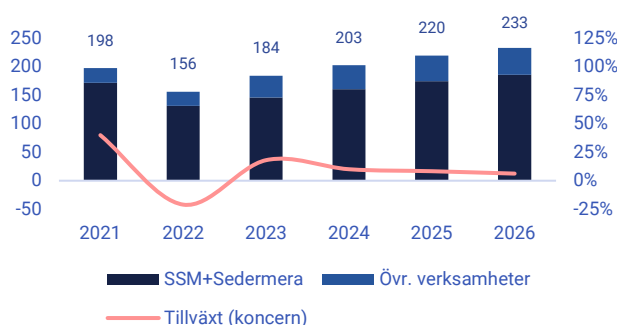
- **Ökat fokus på kostnader när marknadsklimatet svalnat.** I heta marknader som den som upplevdes under 2021 lade Spotlight Group plattan i mattan. Flera nya verksamhetsgrenar adderades, varav fondverksamheten Gainbridge var den vi hade störst förväntningar på. Nu har ett svalare marknadsklimat etablerat sig med stigande räntor, lägre riskapitet och följaktligen värderingar. Mot bakgrund av nya marknadsförhållanden har ett antal effektiviseringsåtgärder tagits, då inkluderat avyttringen av Gainbridge. Dessa åtgärder väntas reducera kostnadsbasen med 35 miljoner kronor på årsbasis per det första kvartalet 2023.
- **Pandemi-nivåer för både Spotlight Stock Market och Sedermera.** Viktiga KPI:er som genomsnittlig intäkt per noterat bolag på Spotlight Stock Market och genomsnittlig intäkt per kapitalisering för Sedermera är nere på nivåer i linje med intåget av Covid-pandemin. Det är inte helt orimligt att vi åtminstone närmar oss en botten för Spotlight Group. Bra tillväxtbolag av hög kvalitet kommer åter bli intressanta när marknaden och ränteläget stabiliserats.
- **Sektorkollegor påvisar att det finns uppsida i bolagets lönsamhet.** Noterade företag med liknande verksamhet inom Corporate Finance och börsplatser förväntas ha en rörelsemarginal som i genomsnitt uppgår till nästan 24,5 procent, respektive 53,8 procent, under åren 2022-2024. Här har Spotlight Group historiskt legat efter. Men givet rådande strategi, liksom bolagets egen målsättning om en rörelsemarginal på över tio procent räknar vi med att rörelsemarginalen går från nio procent 2023 till cirka 14 procent år 2026. Differensen mot liknande företag signalerar samtidigt att det finns vidare effektiviseringar att göra.
- **Vi räknar med att botten närmar sig men också ett nytt normalläge.** Vi räknar med en återhämtning under andra halvan av 2022 och att både tillväxt och lönsamhet återvänder under 2023. Dock räknar vi inte med att handelsvolymen på Spotlight Stock Market återgår till nivåer i linje med 2021. Vi räknar heller inte med att genomsnittlig intäkt per kapitalisering för Sedermera når upp till 2021-nivåer. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 42,6 kronor (60,7) för de kommande 6-12 månaderna. Vår värdering motsvarar P/S 2023 på 1,4x och P/E 2023 på 20,0x.

## Intäkts- och lönsamhetsprognoser

### Små justeringar i intäktsprognoser

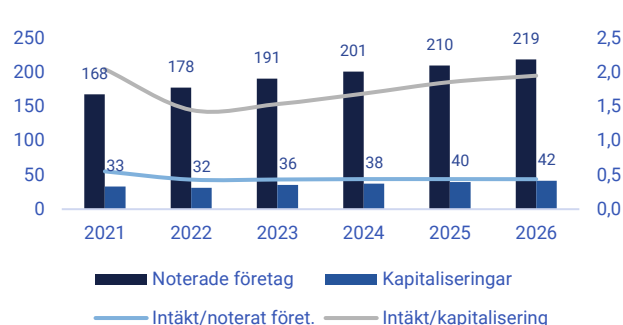
Mot bakgrund av utfallet för det andra kvartalet och bolagets kommunikation har vi justerat ned våra intäktsprognoser förhållandevis drastiskt för helåret 2022 till 156 miljoner kronor (181). Vi räknar med en stabilisering på de finansiella marknaderna under andra halvan av 2022. Med bättre marknadsförhållanden antas tillväxten under 2023 bli positiv. Över hela prognosperioden, 2022-2026, räknar vi med att gruppen kan växa nettoomsättningen med i genomsnitt 3,4 procent (4,5). Detta kan ses som konservativt givet bolagets egna mål om att i genomsnitt växa med minst tio procent per år. Dock har bolaget dragit i bromsen och som tidigare nämnts är avsikten att bland annat avyttra Gainbridge. Vi räknar med ett godkännande från FI i slutet på tredje kvartalet/i början på den fjärde 2022.

#### Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

#### Intäktsantaganden



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

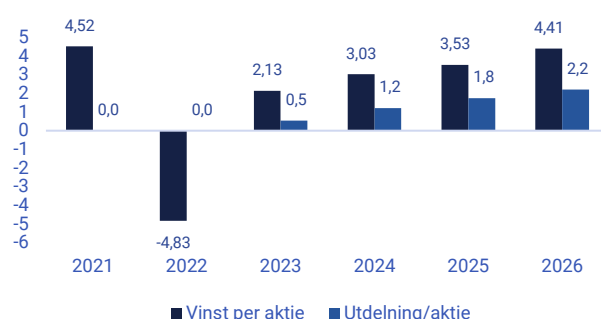
Vi räknar med ett kraftigt negativt redovisat rörelseresultat om minus cirka 30 miljoner kronor (-4). Bolaget har flaggat för effektiviseringsåtgärder som på årsbasis skall reducera kostnadsbasen med 35 miljoner kronor. Åtgärderna skall ha full effekt mot slutet av innevarande år. Med en reducerad kostnadsbas, ökade intäkter och skalbarhet i affären räknar vi med att rörelseresultatet landar på cirka 14 miljoner kronor, 2023 (33). Det motsvarar en marginal om 8,6 procent. Över tid räknar vi med att rörelsemarginalen kan stiga mot nivåer strax under 14 procent (20). Gruppens mål är som tidigare nämnt en rörelsemarginal på över tio procent.

#### 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 0,5 kronor. Det motsvarar 25 procent av vinst per aktie. Bolagets mål är att dela ut 50 procent av vinst per nettoresultatet, vilket vi räknar med från år 2025.







Nedan visas multipelvärderingen.

### Multipelvärdering, basscenario

	MCAP (MSEK)	Tillväxt 2023P	EBIT-marginal 2023P	P/S 2023	PE 2023	
<b>IB/AM/Brokers</b>						
ABG Sundal Collier Holding ASA	3 220	NaN	NaN	NaN	NaN	
Catella AB (publ)	3 363	7%	23%	1,5x	12,2x	
Mangold Fondkommission AB	1 859	NaN	NaN	NaN	NaN	
United Bankers Oyj	1 512	7%	32%	2,9x	12,8x	
Raymond James Financial, Inc.	248 838	10%	18%	2,0x	11,3x	
Jefferies Financial Group Inc.	83 905	3%	18%	1,3x	9,2x	
Houlihan Lokey, Inc.	61 951	14%	24%	2,5x	13,8x	
Evercore Inc.	42 131	4%	26%	1,5x	9,2x	
Lazard Ltd	37 379	Neg.	21%	1,3x	10,4x	
Moelis & Company	31 325	11%	28%	2,5x	14,7x	
Rothschild & Co SCA	27 596	Neg.	30%	1,1x	6,4x	
Piper Sandler Companies	23 897	10%	19%	1,4x	9,9x	
Alantra Partners, S.A.	5 355	NaN	NaN	NaN	NaN	
FRP Advisory Group plc	4 722	5%	23%	3,6x	20,7x	
Peel Hunt Limited	1 597	18%	NaN	1,0x	9,6x	
finnCap Group plc	350	NaN	NaN	NaN	NaN	
<b>Median</b>	<b>14 626</b>	<b>9%</b>	<b>23%</b>	<b>1,5x</b>	<b>10,8x</b>	
Genomsnitt	36 188	9%	24%	1,9x	11,7x	
<b>Börsplatser</b>						
CME Group Inc.	769 042	4%	65%	13,8x	24,1x	
London Stock Exchange Group plc	596 580	7%	37%	6,0x	24,1x	
Intercontinental Exchange, Inc.	645 063	5%	59%	7,9x	19,1x	
Deutsche Börse AG	333 413	7%	51%	7,2x	19,9x	
Nasdaq, Inc.	324 402	5%	52%	8,2x	22,2x	
Cboe Global Markets, Inc.	139 007	5%	61%	7,4x	18,6x	
Euronext N.V.	87 109	4%	52%	5,3x	13,8x	
TMX Group Limited	60 703	1%	48%	6,3x	17,6x	
<b>Median</b>	<b>328 907</b>	<b>5%</b>	<b>52%</b>	<b>7,3x</b>	<b>19,5x</b>	
Genomsnitt	369 415	5%	53%	7,8x	19,9x	
Viktade multiplar				3,8x	14,3x	(40% börsplatser, 60% IB/AM/Brokers)
Rabatt				30%	30%	
<b>Använda multiplar</b>				<b>2,7x</b>	<b>10,0x</b>	
Intäkter 2023P				163		
Vinst efter skatt 2023P					11	
Implicit aktievärde				437	113	
<b>Viktat genomsnitt, implicit aktievärde</b>				<b>208</b>	<b>210</b>	
Aktier, miljoner				5,3		
<b>Värde per aktie (kr)</b>				<b>39,7</b>		

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 5,0 procent (3,4 procent i basscenario). Vi har också genomgående höjt de justerade rörelsemarginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 17,0 procent år 2026 (15,0 procent i basscenario). Bull-scenariot ger ett motiverat värde om 55,8 kronor per aktie.

För att landa i en nedre gräns av intervallet (Bear) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 2,0 procent. Vi har genomgående reducerat de justerade rörelsemarginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 10,0 procent år 2026. Detta Bear-scenario ger ett motiverat värde om 27,1 kronor per aktie.

## Värdering i basscenariot: En rimlighetsbedömning

Det är svårt att hitta listade företag vars verksamhet exakt överensstämmer med den som koncernen 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 9,2x och 20,7x samt P/S 2023 mellan 1,0x och 3,8x. Börser och handelsplatser handlas till ett P/E 2023 mellan 13,8x och 24,1x samt P/S 2023 mellan 5,3x och 13,8x. Hela referensgruppens medianvärde för P/E och P/S 2023 är 13,8x respektive 2,7x.

### Finansiella rådgivare, börsvärden (MSEK) och nyckeltal

	MCAP (MSEK)	Tillväxt 2023P	EBIT-marginal 2023P	P/S, LTM	P/S 2022	P/S 2023	P/E LTM	PE 2022	PE 2023
<b>IB/AM/Brokers: Norden</b>									
ABG Sundal Collier Holding ASA	3 220	NaN	NaN	1,4x	NaN	NaN	8,5x	NaN	NaN
Catella AB (publ)	3 363	7%	23%	1,7x	1,3x	1,5x	13,7x	5,6x	12,2x
Mangold Fondkommission AB	1 859	NaN	NaN	7,2x	NaN	NaN	53,4x	NaN	NaN
United Bankers Oyj	1 512	7%	32%	3,4x	3,3x	2,9x	17,8x	15,4x	12,8x
<b>Median</b>	<b>2 539</b>	<b>7%</b>	<b>27%</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,3x</b>	<b>2,2x</b>	<b>15,7x</b>	<b>10,5x</b>	<b>12,5x</b>
Genomsnitt	2 488	7%	27%	3,4x	2,3x	2,2x	23,4x	10,5x	12,5x
<b>IB/AM/Brokers: International</b>									
Raymond James Financial, Inc.	248 838	10%	18%	2,7x	2,1x	2,0x	19,1x	14,5x	11,3x
Jefferies Financial Group Inc.	83 905	3%	18%	1,5x	1,4x	1,3x	9,5x	11,2x	9,2x
Houlihan Lokey, Inc.	61 951	14%	24%	2,6x	2,9x	2,5x	15,9x	16,9x	13,8x
Evercore Inc.	42 131	4%	26%	1,2x	1,6x	1,5x	7,7x	9,5x	9,2x
Lazard Ltd	37 379	Neg.	21%	1,2x	1,3x	1,3x	9,6x	10,2x	10,4x
Moelis & Company	31 325	11%	28%	2,1x	2,8x	2,5x	12,7x	16,3x	14,7x
Rothschild & Co SCA	27 596	Neg.	30%	0,9x	1,0x	1,1x	5,4x	5,6x	6,4x
Piper Sandler Companies	23 897	10%	19%	1,3x	1,5x	1,4x	11,8x	11,3x	9,9x
Alantra Partners, S.A.	5 355	NaN	NaN	1,7x	NaN	NaN	13,1x	NaN	NaN
FRP Advisory Group plc	4 722	5%	23%	4,0x	3,8x	3,6x	42,2x	20,9x	20,7x
Peel Hunt Limited	1 597	18%	NaN	1,5x	1,2x	1,0x	96,1x	9,9x	9,6x
finnCap Group plc	350	NaN	NaN	0,5x	NaN	NaN	5,9x	NaN	NaN
<b>Median</b>	<b>37 379</b>	<b>10%</b>	<b>22%</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,6x</b>	<b>1,5x</b>	<b>11,8x</b>	<b>11,2x</b>	<b>10,1x</b>
Genomsnitt	62 486	9%	23%	1,7x	1,8x	1,7x	11,6x	11,9x	10,6x
<b>Börsplatser</b>									
CME Group Inc.	769 042	4%	65%	16,4x	14,4x	13,8x	35,8x	25,5x	24,1x
London Stock Exchange Group plc	596 580	7%	37%	6,6x	6,4x	6,0x	59,6x	26,8x	24,1x
Intercontinental Exchange, Inc.	645 063	5%	59%	8,6x	8,3x	7,9x	16,9x	20,4x	19,1x
Deutsche Börse AG	333 413	7%	51%	6,9x	7,7x	7,2x	29,1x	21,7x	19,9x
Nasdaq, Inc.	324 402	5%	52%	5,4x	8,5x	8,2x	33,2x	23,5x	22,2x
Cboe Global Markets, Inc.	139 007	5%	61%	3,8x	7,8x	7,4x	25,1x	19,3x	18,6x
Euronext N.V.	87 109	4%	52%	5,7x	5,5x	5,3x	19,2x	14,7x	13,8x
TMX Group Limited	60 703	1%	48%	7,2x	6,4x	6,3x	19,1x	18,4x	17,6x
<b>Median</b>	<b>328 907</b>	<b>5%</b>	<b>52%</b>	<b>6,8x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,3x</b>	<b>27,1x</b>	<b>21,1x</b>	<b>19,5x</b>
Genomsnitt	369 415	5%	53%	7,6x	8,1x	7,8x	29,7x	21,3x	19,9x
<b>Hela referensgruppen, median</b>	<b>39 755</b>	<b>2%</b>		<b>2,6x</b>	<b>3,1x</b>	<b>2,7x</b>	<b>17,4x</b>	<b>15,9x</b>	<b>13,8x</b>
<b>Hela referensgruppen, genomsnitt</b>	<b>147 263</b>	<b>-10%</b>		<b>4,0x</b>	<b>4,5x</b>	<b>4,2x</b>	<b>24,2x</b>	<b>15,9x</b>	<b>15,0x</b>
Spotlight Group (nuv.)	180	-21%	-22%	1,1x	1,3x	1,1x	NM	NM	16,0x
<b>Spotlight Group (CSG imp.)</b>	<b>225</b>	<b>-21%</b>	<b>-22%</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,6x</b>	<b>1,4x</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>20,0x</b>

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, vilket är något som har hämmat, 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. Även att handelsvolymen är kvar på de nivåer som redovisades under det andra kvartalet 2022 är en risk. Handelsaktiviteten kan falla om investerarens 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 andra företag 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 investerarens 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, 2022P	Kv4, 2022P
Nettoomsättning	42,0	54,8	49,1	51,8	38,3	36,9	38,8	42,1
Totala rörelseintäkter	38,1	50,5	45,2	48,0	33,9	32,0	33,8	37,0
EBITDA	9,0	10,8	9,2	8,4	-9,6	-11,5	-3,0	3,0
Rörelseresultat	7,7	9,2	7,6	6,7	-11,6	-14,1	-4,9	1,1
Vinst efter skatt	6,1	7,2	5,8	4,5	-9,3	-11,4	-4,9	0,9
Vinst per aktie	1,19	1,37	1,11	0,86	-1,74	-2,12	-0,91	0,17

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Resultaträkning, årsbasis (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Räntenetto	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Totala provisionsintäkter	134,6	171,8	131,3	145,9	160,4	174,4	185,6
Provisionskostnader	-15,1	-14,9	-14,2	-15,6	-17,2	-18,7	-19,9
Nettores. av finansiella transaktioner	0,0	-0,8	-4,8	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7
Övriga rörelseintäkter	6,6	25,8	24,8	38,3	42,4	45,2	47,6
<b>Summa rörelseintäkter</b>	<b>126,0</b>	<b>181,8</b>	<b>136,7</b>	<b>162,5</b>	<b>179,5</b>	<b>194,8</b>	<b>207,3</b>
Nettoomsättning	141,2	197,6	156,1	184,2	202,7	219,6	233,3
Allmänna admin.kostnader	-98,6	-138,2	-153,3	-134,9	-145,7	-157,6	-164,6
Av- och nedskrivningar	-7,6	-6,3	-8,4	-8,2	-9,2	-9,2	-8,5
Övriga rörelsekostnader	-3,8	-6,2	-4,5	-5,4	-4,8	-4,9	-5,2
Totala rörelsekostnader	-110,0	-150,7	-166,2	-148,6	-159,7	-171,7	-178,4
<b>Rörelseres. före av- och nedskriv.</b>	<b>23,5</b>	<b>37,4</b>	<b>-21,1</b>	<b>22,2</b>	<b>29,0</b>	<b>32,3</b>	<b>37,4</b>
<b>Rörelseresultat</b>	<b>16,0</b>	<b>31,1</b>	<b>-29,5</b>	<b>14,0</b>	<b>19,8</b>	<b>23,1</b>	<b>28,9</b>
Just. rörelseres.	16,0	32,0	-24,3	20,0	25,9	29,2	35,0
Skatt	-3,8	-7,5	4,8	-2,7	-3,8	-4,5	-5,6
<b>Periodens resultat</b>	<b>12,1</b>	<b>23,7</b>	<b>-24,7</b>	<b>11,3</b>	<b>16,0</b>	<b>18,6</b>	<b>23,3</b>
Lönsamhet	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Vinst per aktie (kr)	2,28	4,52	-4,69	2,13	3,03	3,53	4,41
Utdelning per aktie (kr)	2,00	0,00	0,00	0,53	1,21	1,75	2,21
Tillväxt	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Totala provisionsintäkter	30,5%	27,6%	-23,6%	11,2%	9,9%	8,7%	6,5%
Övriga rörelseintäkter	-67,5%	291,2%	-4,0%	54,4%	10,7%	6,7%	5,4%
Nettoomsättning	14,3%	40,0%	-21,0%	18,0%	10,1%	8,3%	6,2%
Summa rörelseintäkter	14,4%	44,3%	-24,8%	18,9%	10,4%	8,5%	6,4%
Rörelseres. före av- och nedskriv.	30,1%	58,7%	-156,5%	-205,0%	30,8%	11,2%	15,9%
Rörelseresultat	56,8%	94,9%	-194,8%	-147,3%	42,1%	16,5%	25,1%
Periodens resultat	66,6%	94,7%	-204,4%	-145,6%	42,1%	16,5%	25,1%
Marginaler	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Rörelsemarginal före av- och nedskriv.	18,7%	20,6%	-15,5%	13,7%	16,2%	16,6%	18,1%
Rörelsemarginal	12,7%	17,1%	-21,6%	8,6%	11,1%	11,9%	13,9%
Vinstmarginal	9,6%	13,0%	-18,1%	6,9%	8,9%	9,6%	11,2%
Just. Rörelsemarginal	11,4%	16,2%	-15,6%	10,9%	12,8%	13,3%	15,0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

**Balansräkning (MSEK)**

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Utlåning till kreditinst.	42,6	26,1	1,9	13,5	28,0	38,8	53,3
Aktier och andelar	1,4	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Immateriella anläggningstillg.</b>							
Goodwill	26,0	34,2	34,2	34,2	34,2	34,2	34,2
Övriga immateriella tillg.	3,0	15,4	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
<b>Materiella anläggningstillg.</b>							
Inventarier	5,4	7,9	8,1	7,2	5,5	3,9	3,1
Nyttjanderätter	5,1	11,0	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Övriga tillgångar	16,2	27,3	22,2	25,1	27,4	29,7	31,5
Förutbet. kostnader och upplupna intäkt.	5,4	14,3	11,6	13,1	14,3	15,5	16,4
<b>Summa tillgångar</b>	<b>105,1</b>	<b>137,4</b>	<b>106,5</b>	<b>121,6</b>	<b>137,9</b>	<b>150,5</b>	<b>167,0</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
<b>Eget kapital</b>							
Aktiekapital	12,9	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
Övrigt tillskjutet kapital	12,0	15,8	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
Innehav utan bestämmande inflytande	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Balanserat resultat	34,5	55,1	34,4	43,7	55,9	63,9	77,1
Periodens resultat	11,4	4,5	0,9	2,9	3,8	5,3	6,3
Summa eget kapital	70,8	88,2	66,0	77,3	90,5	100,1	114,1
Övriga skulder	9,9	16,7	13,6	15,3	16,8	18,1	19,2
Leasingskulder hänförl. till fin. leasingavtal	4,6	10,0	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	18,8	19,9	16,2	18,2	20,0	21,6	22,9
Summa skulder	33,3	46,6	38,0	41,9	45,0	48,0	50,4
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>105,1</b>	<b>137,4</b>	<b>106,5</b>	<b>121,6</b>	<b>137,9</b>	<b>150,5</b>	<b>167,0</b>
<b>Soliditet</b>							
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	42,6	26,1	1,9	13,5	28,0	38,7	53,3
Nettoskuld/just. EBITDA	n.m.	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.	n.m.
Skuld/EK	14%	19%	21%	20%	19%	18%	17%
Soliditet	67%	64%	62%	64%	66%	66%	68%
<b>Lönsamhetsmått</b>							
ROA (inkl. kassa)	15,2%	22,6%	-27,7%	11,5%	14,4%	15,4%	17,3%
ROE	17,1%	26,8%	-37,4%	14,6%	17,7%	18,6%	20,4%
ROIC	20,3%	22,7%	-19,3%	16,6%	20,8%	22,9%	26,7%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Löpande verksamhet</b>							
Rörelseresultat	15,2	31,1	-29,5	14,0	19,8	23,1	28,9
Justeringar	8,6	10,1	9,1	8,2	9,2	9,2	8,5
Betad inkomstskatt	-3,5	-4,2	-1,7	-2,7	-3,8	-4,5	-5,6
Delta rörelsekapital	9,5	-18,6	-2,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3
<b>KF, löpande verksamhet</b>	<b>29,8</b>	<b>18,4</b>	<b>-24,6</b>	<b>19,0</b>	<b>24,7</b>	<b>27,4</b>	<b>31,5</b>
<b>Investeringsverksamheten</b>							
Köp av andelar i dotterbolag	0,0	-12,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Köp/försäljning av materiella tillgångar	-1,4	-3,9	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,9
Köp/försäljning av immateriella tillgångar	-1,5	-9,1	-3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Netto, köp/försäljningar av värdepapper	1,0	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>KF, investeringsverksamhet</b>	<b>-1,9</b>	<b>-25,4</b>	<b>-7,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>							
Amortering av leasingskuld	-4,5	-3,2	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8	-4,9
Emission	5,5	4,0	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Utbetald utdelning till aktieägarna	-5,2	-10,3	0,0	0,0	-2,8	-9,0	-9,2
<b>KF, finansieringsverksamhet</b>	<b>-4,2</b>	<b>-9,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-13,8</b>	<b>-14,1</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>23,8</b>	<b>-16,5</b>	<b>-24,3</b>	<b>11,6</b>	<b>14,5</b>	<b>10,8</b>	<b>14,5</b>
Likvida medel, periodens börj.	18,8	42,6	26,1	1,9	13,5	28,0	38,7
Likvida medel, periodens slut	42,6	26,1	1,9	13,5	28,0	38,7	53,3
<b>Nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
KF, löpande verksamhet/nettoomsättning	0,2x	0,1x	n.m.	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Utdelning per aktie (kr)	2,0	0,0	0,0	0,5	1,2	1,8	2,2

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://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.