

Initieringsanalys

THINC JETTY COLLECTIVE AB

VD: Anders Wallqvist
 SO: Hans Jacobsson
 www.thinccollective.se

Bloomberg: JETTY:SS
 Reuters Eikon: THINC.TE

Lista: Spotlight Stock Market

Aktie, senast: 0.588 SEK
 Marknadsvärde: 91 MSEK

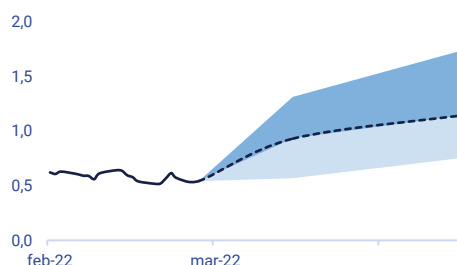
AKTIEKURSUUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-3,9	-12,2	-44,0	-3,0

Källa: Refinitiv Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	Bear	Bas	Bull
Värde	0,75	1,14	1,73
Upp-/nedsida (%)	28	94	194

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Fredrik Nilsson
 Associate Equity Analyst

Snabbväxare inom media och kommunikation

Jettys omvända förvärv av Nowa Kommunikation har skapat en växande företagsgrupp inom PR, media, reklam, kommunikation och strategi. Koncernens tillväxtmål ligger på 20 procent per år, där försäljning av bolagets mjukvara inom Jetty ska öka med 50 procent. Vi kommer fram till ett motiverat om 1,14 kronor per aktie i basscenariot. Köp av andra bolag till låga P/E-multipplar ökar den nya koncernens vinst per aktie efter varje nytt förvärv.

En bred och växande media-och kommunikationsgrupp

Motivet för Jetty att genomföra ett omvänt förvärv av Nowa Kommunikation var bland annat att kunna integrera sitt mjukvaruerbjudande mot eventindustrin. Men även att kunna finansiera systemutveckling och overheadkostnader via en större grupp av bolag med en ökad intjäningsförmåga. Framöver är målet att öka försäljningen av Jettys mjukvara med 50 procent per år till kunder inom event-industrin.

Totalt omfattar gruppen tretton dotterbolag. Den lär fortsätta att expandera inom befintliga och angränsande områden. Det vinnande konceptet är att komplettera det klassiska reklamerbjudandet med strategisk rådgivning och teknik/mjukvara. Koncernledningens ambition är att integrerade och nya dotterbolag ska flytta samman till gemensamma kontor i Stockholm och Göteborg med flera städer. Då kan samordning i gemensamma kundprojekt-team ske samtidigt som administrationskostnaderna kan reduceras.

Vill ge entreprenörerna incitament att jobba vidare

Lönsamheten i den nya koncernen kommer inte att bli bättre än summan av vad de enskilda dotterbolagen kan prestera (om än samordnade). Dotterbolagen leds ofta av personer som grundade firmorna. I Thinc Jetty Collectives förvärvsstrategi ingår att få med dessa entreprenörer på den fortsatta resan via delägande i sina bolag, men även genom ett direktägarande i den börsnoterade koncernen. Av den anledningen förvärvas normalt Thinc Jetty Collective 51 procent av aktierna i nya bolag, en andel som sedan brukar öka till 70 procent, medan grundarna behåller resten av aktierna.

Tillväxtmål om minst 20 procent omsättningsökning per år

Företagsledningen har satt som mål att koncernens omsättning ska växa med 20 procent per år. Detta ska uppnås genom en kombination av organisk tillväxt och förvärv. Inom fem år ska omsättningen växa från 286 miljoner kronor proforma 2021 till 600 miljoner kronor år 2026. Riktlinjen för köp är bolag med en omsättning på 20-50 miljoner kronor och med minst tio anställda. Under femårsperioden fram till 2026 kan det handla om bolag med minst 100 miljoner kronor i omsättning som ansluter till koncernen, motsvarande en dryg tredjedel av den totala expansionen.

Motiverat värde i ett basscenario

Vi har värderat Thinc Jetty-aktien genom en kombination av DCF-värdering baserat på våra resultatprognoser för åren 2022-2027 samt en jämförande värdering med börsnoterade bolag i liknande branscher av konsultkaraktär. Vi kommer fram till ett motiverat om 1,14 kronor per aktie i Bas-scenariot. Givet antagande om ett bättre respektive sämre resultatutfall för 2022-2027 varierar det motiverade värdet från 0,75 kronor per aktie i Bear-scenariot till 1,73 kronor i Bull-scenariot.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	91,4	151,8	294,3	319,3	349,6	384,1
Bruttoresultat	25,1	33,9	74,4	81,3	89,8	99,4
EBITDA	0,1	2,9	22,3	26,2	31,3	37,5
EBIT	-1,2	0,4	15,7	19,0	23,6	29,1
Vinst per aktie	-0,30	0,00	0,07	0,09	0,12	0,15
Tillväxt, nettoomsättning	n.m.	66,1%	93,8%	8,5%	9,5%	9,9%
EBIT-marginal	neg.	0,3%	5,3%	5,9%	6,7%	7,5%
EV/Sales	0,2x	0,6x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x
EV/EBIT	n.m.	224,8x	5,2x	4,3x	3,4x	2,8x
P/E	n.m.	291,1x	8,0x	6,4x	5,1x	4,1x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Innehållsförteckning

Investment case	3
En ny media-koncern med höga tillväxtmål	3
Prognoser och antaganden	6
Värdering.....	7
Bolagsbeskrivning	8
Introduktion till bolaget.....	8
Organisation och ägare	14
Risker och utmaningar	16
Marknad och konkurrens	17
Marknad.....	17
Finansiell historik och Carlsquare prognoser.....	21
Finansiell historik.....	21
Prognoser och antaganden	26
Värdering.....	28
Nyckeltal och räkenskaper.....	30
Friskrivning.....	33

Investment case

Företagsledningen i Thinc Jetty Collective bygger en större koncern med ett bredare erbjudande inom media, PR, reklam, digitala event och strategisk rådgivning. Den årliga tillväxten kommer att bli 16 procent om målet med en omsättning på minst 600 miljoner kronor 2026 nås. Jettys systemstöd (mjukvara SaaS) ska växa med 50 procent per år genom en ökad försäljning via andra bolag inom gruppen mot kunder inom eventindustrin. Thinc Jetty Collectives förvärvsmodell bygger på att köpa bolag till låga p/e-talsmultiplar och behålla de tidigare ägarna genom att ge dem incitament i form av ett deläggande.

En ny media-koncern med höga tillväxtnål

Förvärv adderar tillväxt och lönsamhet

Genom Jettys omvända förvärv av Nowa Kommunikation, där aktieägarna i Nowa fick 80 procent av aktierna i det nya sammanslagna bolaget, skapades en större företagsgrupp inom media, PR, reklam, digitala event (inklusive mjukvara via Jetty) samt strategisk rådgivning. Tanken är att kombinera det traditionella kreativa erbjudandet inom kommunikation, PR och reklam samt att addera mjukvara (Jetty 2.0) mot eventkunder samt strategisk rådgivning.

Det nya Thinc Jetty Collective har fortsatt att växa genom nya förvärv efter samgåendet. Den 1 december 2021 meddelades att 70 procent av mediabyrån Context Media AB med en omsättning på drygt 92 miljoner kronor helåret 2021 hade förvärvats för 24,8 miljoner kronor i en fast köpeskilling. Den fasta köpeskillingen erlades genom omkring 31,7 miljoner nyemitterade aktier i Thinc Jetty till en emissionskurs om 70 öre per aktie. Dessutom utgavs en revers om 2,6 miljoner kronor. Köpeskillingen motsvarade drygt 3x EBITDA för Context Media för räkenskapsåret 2021. Bolaget lyckades dock närapå dubbla sitt EBITDA-resultat 2021 jämfört med 2020. Säljarna av bolaget har också rätt till en storleksmässigt inte offentliggjord tilläggsköpeskilling baserad på Context Medias resultat helåret 2022. Men baserad på budget rör det sig inte om mer än högst 200-300 tusen kronor.

Dubblade intäkter på fem år

Koncernen omsatte 286 miljoner kronor proforma under 2021 och ska växa till 600 miljoner kronor år 2026. Det skulle motsvara en årlig omsättningstillväxt på 16 procent under en femårsperiod. Förvärv av nya bolag kommer att stå för minst 100 miljoner kronor i ökade intäkter under dessa kommande fem år. Dessa tillväxtnål kommunicerades den 24 februari 2022 och har skruvats upp jämfört med tidigare. I Återanslutningsmemorandumet daterat den 14 oktober 2021 talade bolagets VD Anders Wallqvist om en befintlig årsomsättning på 138 miljoner kronor som skulle bli 300 miljoner kronor år 2025.

Jämför man 2021 års proforma-omsättning (summan av 13 dotterbolag) i den nuvarande Thinc Jetty Collective-koncernen med motsvarande intäkter för 2020 så uppgick gruppens tillväxt till 41 procent. Bolag inom koncernen har också annonserat några större nya kundavtal under de senaste månaderna. Exempelvis tecknade Jetty AB ett sådant med Interpride i november 2021. I februari 2022 tecknades ett samarbetsavtal med en svensk livsmedelskedja för redaktionella uppdrag.

Mjukvara ger återkommande SaaS-intäkter

Den produkt som väntas växa mest är Jettys mjukvarusystem Jetty 2.0 som säljs mot arrangörer av större event. Här ligger prognosen på 50 procent årlig försäljningstillväxt. Kopplingen mellan Jettys SaaS-verksamhet inom event var att flera av de konsultbolag som tidigare ingick i Nowa Kommunikationsgruppen ofta har

kunder inom event-industrin. Det är också Jetty AB som har dragits med de största förlusterna inom den nya koncernen. Jetty bör också ha högst hävstångseffekt vid nyförsäljning eftersom det är ett mjukvarubolag av SaaS-karakter. För sådana bolag brukar åtminstone 75 procent av tillkommande intäkter följa med ned till nettoresultatraden.

Förvärv, en grundpelare i tillväxtstrategin

Koncernens målsättning är att årligen köpa bolag via två till tre förvärv som sammanlagt tillför koncernen en omsättning på mellan 20 och 50 miljoner kronor. Det handlar ofta om bolag som har startats av en entreprenör. Förvärvsmodellen som företaget tillämpar bygger på att entreprenörerna som säljer behåller 30 procent av aktierna i sitt bolag. Koncernledningen önskar att dessa entreprenörer även köper aktier i det börsnoterade Thinc Jetty Collective för att på så sätt få dubbla incitament att stanna kvar och fortsätta att bygga värden. Det är viktigt, då personberoendet i branschen är betydande. Det gäller kunskap och erfarenhet hur erbjudandena ska struktureras till kundkontakter för att få nya affärer.

Områden som Thinc Jetty Collective vill stärka sig inom via förvärv är investor relations-funktioner, PR, Strategisk Kommunikation, Insikts-sidan samt bolag med teknikinnehåll. Strategisk rådgivning blir allt viktigare att addera till den kreativa delen i reklam- och eller kommunikationskampanjer.

Thinc Jetty Collective-koncernens huvudkontor är Nowa Kommunikations kontor beläget i Göteborg. Koncernen har personal på kontor i Stockholm, Göteborg, Svedala, Luleå, Umeå, Växjö och Oslo. Företagsledningen vill expandera i Stockholm och Oslo samt också gärna etablera sig med kontor i Malmö och Köpenhamn.

Lönsamhetsmål samt arbitrage vid förvärv

Vad gäller lönsamhet siktar Thinc Jetty Collective—koncernen på att nå mellan 5 och 10 procent rörelsemarginal på sin omsättning. Räknat på en proforma omsättning om 286 miljoner kronor motsvarar det ett rörelseresultat på mellan 14 och 29 miljoner kronor per år. Under 2021 låg EBITDA i gruppens bolag på 10 miljoner kronor inklusive minoritetens andel och 6 miljoner kronor efter avdrag för minoritetens andel. Vidare kunde närmare 80 procent av koncernens rörelseresultat proforma helåret 2021 hänföras till Context Media. Potentialen att höja resultatet i merparten av övriga dotterbolag är med andra ord betydande. Ganska stora förluster i Jetty AB har minskat koncernresultatet fram till och med år 2021.

Uppskattad förvärvseffekt

(MSEK)	Thinc Jetty Collective	Förvärvat bolag	Konsoliderat
Intäkter	286,1	35,0	321,1
EBITDA med avdrag för minoritet	6,0	2,8	8,8
Finansnetto	0,4	0,0	0,3
Resultat efter finansnetto	6,4	2,8	9,1
Skatt	-1,3	-0,6	-1,9
Resultat efter skatt	5,1	2,2	7,2
Antal aktier	154,6	16,5	171,1
Vinst SEK per aktie	0,033		0,042
Ökning av vinst pre aktie			28%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

I vår förenklade förvärvsmodell nedan antar vi att Thinc Jetty Collective köper ett företag som omsätter 35 miljoner kronor med ett EBITDA-resultat på 2,8 miljoner kronor motsvarande 8,0 procent EBITDA-marginal. Vi antar vidare att köpeskillingen motsvarar ett PE-tal om 5,0x. Därav antas 80 procent betalas i form av nyemitterade Thinc Jetty Collective-aktier och 20 procent via ett reverslån. Detta skulle ge ett positivt resultat-arbitrage motsvarande en ökning av koncernens intjäningsförmåga med 28 procent. Detta är beräknat med proforma-siffrorna för Thinc Jetty Collective-koncernen helåret 2021 som bas. Hävstångseffekten vid

förvärv av tillkommande lönsamma bolag blir störst i början och minskar allt eftersom lönsamheten i Thinc Jetty Collective-koncernen förbättras.

Förvärv och synergier

Det brukar även finnas synergier på intäkts- och kundsidan vid förvärv av nya bolag. Ambitionen är att låta de nya bolagen i gruppen samverka genom att sätta samman lokala kundteam med specifika kompetenser för större kundprojekt. Tillsammans med samlokalisering av personalen i samtliga bolag i en stad blir den nya koncernen en aktör som kan konkurrera om större kundkontrakt.

Därtill kan de administrativa kostnaderna reduceras efter ett förvärv genom samordning. För ett bolag som omsätter 20-50 miljoner kronor uppskattar vi att det kan handla om 1-2 miljoner kronor i lägre administrativa kostnader av att tillhöra en större koncern.

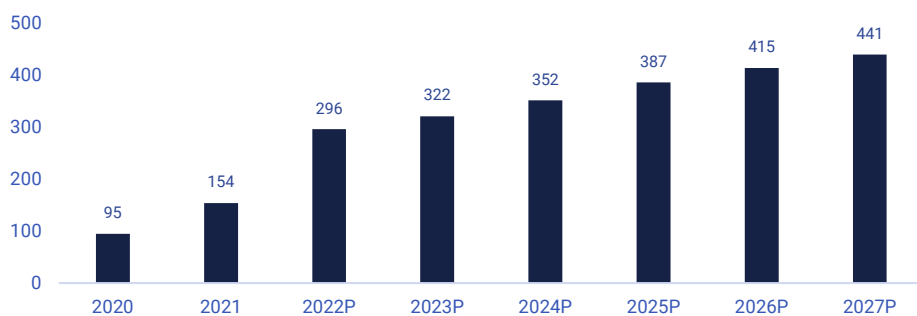
Samordning av personal inom kreativa yrken innebär samtidigt en viss utmaning för en företagsledning. Det kan handla om allt från olika åsikter om utförande till kundkontakter. Det är viktigt att de olika företagskulturerna är kompatibla med varandra så att de kan smälta samman.

Prognoser och antaganden

Drygt 7% årlig intäktsstillväxt under prognosperioden

2021 var ett mycket starkt år för Thinc Jetty Collective-koncernen med 41 procent intäktsstillväxt proforma jämfört med 2020. Av den anledningen bedömer vi att 2021 kommer att bli en utmanande jämförelse. Vi hamnar därför i våra prognoser på 3,6 procent intäktsstillväxt 2022, som antas öka till 8,5 procent intäktsstillväxt 2023 samt med 9,5 procent 2024. För hela prognosperioden (2022-2027) uppgår den genomsnittliga årliga intäktsstillväxten till 7,5 procent. Våra prognoser exkluderar kommande förvärv, då dessa är mycket svåra att estimeras storleken och tidsaspekten på.

Totala intäkter Thinc Jetty Collective-koncernen 2020-2027P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Bra vinststillväxt i korten

Under prognosperioden 2022-2027 bedömer vi att koncernen successivt förbättrar sitt rörelseresultat. Rörelsemarginalen har vi prognosticerat till 5,3 procent helåret 2022. De följande åren antas rörelsemarginalen successivt förbättras för att nå 8,1 procent 2027.

EBIT (MSEK) och EBIT-marginal 2020-2027P för Thinc Jetty Collective



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Motiverat värde om 1,14 kronor per aktie

Vi kommer i en kassaflödesvärdering av Thinc Collective fram till ett motiverat värde om 1,28 kronor per aktie enligt vårt Bas-scenario. Vi har använt våra intäkts- och resultatprognoser för perioden 2022–2027 samt tagit hänsyn till estimerade förändringar i rörelsekapital samt investeringsbehov. Bortom prognosperioden har vi beräknat restvärdet av det bedömda fria kassaflödet med ett årligt tillväxtantagande om 2,5 procent. I denna DCF-värdering har vi använt en årlig kalkylränta om 16,62 procent på CAPM (eget kapital) där de viktigaste risktilläggen är hämtade från PwCs riskpremiestudie från 2021.

DCF-värdering

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Totala intäkter	296 482	321 712	352 248	386 956	414 907	440 729
Handelsvaror	-222 116	-240 374	-262 483	-287 570	-307 512	-325 770
Övriga externa kostnader	-6 091	-6 338	-6 595	-6 863	-7 142	-7 432
Personalkostnader	-46 023	-48 847	-51 844	-55 026	-58 402	-61 986
EBITDA	22 253	26 154	31 326	37 498	41 850	45 542
Skatt	-4 584	-5 388	-6 453	-7 725	-8 621	-9 382
Nettoreultat exkl.finansnetto och avskr.	17 669	20 766	24 873	29 773	33 229	36 160
Förändring rörelsekapital	-265	-287	-315	-346	-371	-394
Investeringar	-3 700	-4 100	-6 550	-2 500	-4 200	-6 300
Fritt kassaflöde	13 704	16 379	18 008	26 927	28 659	29 466
Nuvärde kassaflöde	13 289	13 619	12 839	16 462	15 023	13 245
Summa nuvärde kassaflöde	185 629					
Nettokassa per 31 dec 2021	11 620					
Totalt företagsvärde (TSEK)	197 249					
Do SEK per aktie (154.598.380 st)	1,28					

Källa: Carlsquare prognoser

Vi har även gjort en jämförande värdering av Thinc Jetty Collective med tio börsnoterade bolag (IT-, bygg- och managementkonsulter m.fl.). Här kommer vi fram till en total motiverad rabatt om 45 procent fram till en riktkurs för Thinc Jetty-aktien på 1,00 kronor i ett Bas-scenario. Denna värdering är mer detaljerat beskriven på sidan 25 i denna rapport.

En sammanvägd värdering i form av genomsnittet av DCF-värderingen och den jämförande värderingen landar i en riktkurs på 1,14 kronor per Thinc Jetty Collective-aktie i Bas-scenariot. Våra riktkurser enligt tre olika scenarion (Bear, Bas och Bull) varierar enligt sammanställningen nedan

Motiverat värde per aktie (kr), tre scenarion

	Bear	Base	Bull
Jämförande värdering	0,75	1,00	1,25
Kassaflödesvärdering	0,75	1,28	2,21
Genomsnitt	0,75	1,14	1,73
Implicit börsvärde, MSEK		176	
Implicit rörelsevärde (EV), MSEK		165	

Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar

	2021	2022P	2023P
EV/Sales	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	27,2x	7,4x	6,3x
EV/EBIT	268,4x	10,5x	8,7x

Källa: Carlsquare prognoser

Bolagsbeskrivning

Genom Jettys omvända förvärv av Nowa Kommunikation skapades en ny större företagsgrupp inom PR, reklam, media, kommunikation och strategi. Företagsledningens mål är att addera nya bolag till gruppen via förvärv inom kompletterande områden. Men även att samordna kundteam, administration och andra gemensamma resurser för dotterbolagen för att ta fram synergier både vad gäller intäkter och kostnader.

Introduktion till bolaget

Större plats i värdekedjan genom förvärv

Jetty utvecklar och säljer ett affärssystem som säljs till organisatörer av olika event. Mjukvaran används för att styra informations- och tidsflöden i samband med större evenemang.

Den 16 juli 2021 meddelades att Jetty AB ingått en avsiktsförklaring att köpa samtliga aktier i Nowa Kommunikation AB. Betalning erlades med nyemitterade aktier i Jetty AB. Bolagets tidigare ägare spädde ut till 20 procent, medan Nowa Kommunikations ägare fick 80 procent av aktierna i det nya Jetty AB.

Nowa Kommunikation ägde vid Jettys förvärv elva dotter- och intressebolag med verksamhet inom medierådgivning, försäljning av media, strategi, insikt och analys, PR, varumärkesutveckling, event, film och webb mm. Antalet dotterbolag hade ökat till tretton i samband med bokslutet per 31 december 2021. Det viktigaste tillskottet kom i december 2021 då mediabolaget Context Media med 92 miljoner kronor (vilket motsvarar närmare en tredjedel av Thinc Jetty Collective-koncernen proforma efter förvärvet) köptes. Context Media har en väsentligt högre lönsamhet än genomsnittet bland koncernens tidigare dotterbolag.

Jetty's motiv för att förvärva Nowa Kommunikation var bland annat att integrera framåt i värdekedjan med ett liknande produkt- och tjänsteutbud riktat till samma kundgrupper. Men även att resultatet från Nowa Kommunikation skulle finansiera en fortsatt utveckling av Jettys mjukvara och system.

Thinc Jetty Collectives bolag i affärsområden (ägarandel inom parentes) samt logotyper



Källa: Bolagsinformation

En synergieffekt är att bolagen inom gruppen kan dela på en gemensam koncernledning som omfattar omkring fem personer (VD, CFO, COO och ett par ytterligare administrativa funktioner). För varje tillkommande bolag borde det handla om insparade administrativa kostnader om åtminstone någon miljon kronor per år.

För helåret 2021 omsatte Thinc Jetty Collective-koncernens dotterbolag proforma 286 miljoner kronor med ett EBITDA-resultat om 6,0 miljoner kronor efter avdrag för minoritetsandelar. Koncernen har alltså trots en kraftig omsättnings-

tillväxt på 41 procent under 2021 en bit kvar till ett bransch-normalt EBITDA-resultat om 15-30 miljoner kronor per år.

Thinc Jetty Collectives 13 dotterbolag rangordnade efter omsättning 2021

Helår 2021 (Belopp i TSEK)	Intäkter	EBITDA
Nowa Kommunikation AB	136 722	2 210
Context Media	92 548	7 843
Kunskapskraft & Media Sweden	12 473	1 115
Do Nothing Average Agency	7 757	4
Tigerton	6 938	1 404
Nowa Empower	6 267	14
Prodekor	5 919	342
Habermax	5 433	102
Tre Art Reklambyrå	5 176	670
Nowa Kommunikation Norge	2 376	1
Jetty	2 281	-3 472
Now At Days Motion Pictures	1 554	25
Grow Collective	623	-212
Thinc Jetty Collective (koncern)	286 067	10 046

Källa: Bolagsinformation

Performance, det starkast affärsområdet

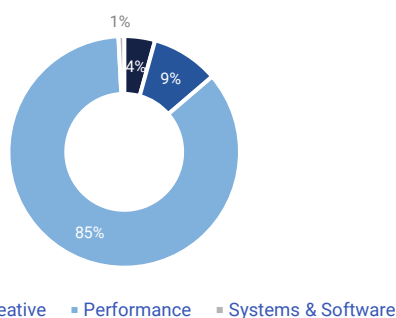
Omsättningsmässigt är **Performance** det klart största affärsområdet med 86 procent av koncernens totala intäkter. Här återfinns de omsättningsmässigt två tyngsta dotterbolagen, Nowa Kommunikation AB och Context Media AB. Performance-divisionen erbjuder medierådgivning och medieköp, social media inklusive dess innehåll, taktiskt påverkansarbete, aktivitetsplaner, originalarbete, webbdesign och interactions-design.

Thinc Jetty Collectives 13 dotterbolag rangordnade efter omsättning 2021

Strategy	Creative
Grow Collective (100%)	Tre Art Reklambyrå (70%)
Habermax (70%)	Kunskapskraft & Media Sweden (40%)
Nowa Empower (75%)	Do Nothing Average Agency (70%)
	Now At Days Motion Pictures (100%)
Performance	Systems & Software
Nowa Kommunikation (100%)	Jetty (100%)
Tigerton (51%)	
Context Media (70%)	
Prodekor i Sverige (84%)	
Artiflex Väst (100%)	

Källa: Bolagsinformation

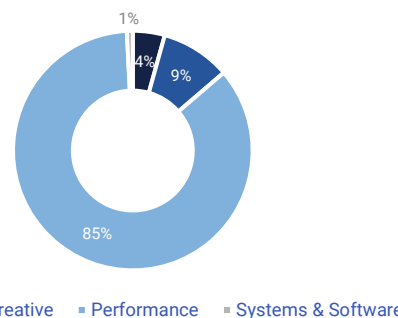
Affärsområdets omsättningsandel 2021 proforma



■ Strategy ■ Creative ■ Performance ■ Systems & Software

Källa: Bolagsinformation

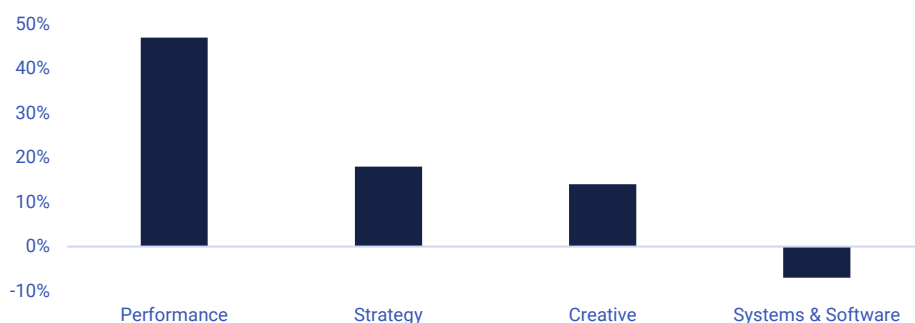
Affärsområdenas andel av byråintäkt 2021 proforma



■ Strategy ■ Creative ■ Performance ■ Systems & Software

Källa: Bolagsinformation

Affärsområdenas försäljningstillväxt 2021 jämfört med 2020



Källa: Bolagsinformation.

Performance

Nowa Kommunikation

Nowa Kommunikation är en oberoende kommunikationsbyrå som arbetar gränsoverskridande med kommunikation i alla former gentemot såväl privata som offentliga kunder. Nowa Kommunikation har verksamhet i Göteborg, Stockholm, Malmö samt en filial i Oslo (det norska bolaget Nowa Kommunikation). Bolaget har arbetat upp en stark position inom offentliga upphandlingar i Sverige.

I Nowa Kommunikations-gruppen ingick redan år 2020 många av de dotterbolag som sedan följde med in i fusionen med Jetty AB som Tre Art Reklambyrå, Habermax, DNA Agency, Now At Days Motion Pictures, Nowa Empower, Grow Collective, Tigerton, Prodekor i Sverige samt Artiflex i Väst AB. En del av dessa bolag har hänförs till andra affärsområden som Strategy och Creative. Flertalet av de bolag som ingick i Nowa Kommunikations ursprungliga bolagsgrupp före fusionen med Jetty är baserade i Göteborg.

Exempel på referenskunder till Nowa Kommunikation är Astra Zeneca, Skolverket, Manpower Group, Myndigheten för Samhällsskydd och Beredskap (MSB), Kammarkollegiet, Turtle Wax, Stockholms Läns Landsting, FRA, Polisen, Malmö Stad och Göteborgs Stad.

Contact Media

Contact Media ABs verksamhet utgörs av analys, rådgivning och medieköp åt företag. Det kan brytas ned i medierådgivning & strategi, medieanalys, mätning & uppföljning, sökords-marknadsföring, sociala medier, display & video, offline medier och e-mail-marknadsföring. Contact Media har kontor i Umeå, Luleå, Växjö och Stockholm. Personalen har sin bakgrund som tidigare säljare på TV4 med VD och huvudägare i spetsen.

Tigerton

Tigerton är en webbyrå som sköter produktion samt drift och underhåll av hemsidor på internet. Erbjudandet omfattar vidare förbättring av kundernas system för e-handel, webhotell, plugin- och webutveckling, design och sökordsoptimering. Bolaget har sitt säte i Göteborg. Nowa Kommunikation köpte 51 procent av aktierna i Tigerton i början av 2020.

Prodekor

Prodekor i Sverige är ännu ett Göteborgsbolag som tillverkar, hyr ut och säljer inredning och dekor som backdrops, specialsömnad och monterdekor till restauranger, hotell, mässor, teater, musikbranschen och nöjesparker.

Artiflex

Artiflex i Väst är dotterbolag till Prodekor i Sverige och bedriver en liknande verksamhet (utveckling och produktion av dekor, kulisser, och modellbyggen för event och mötesindustrin). Även Artiflex finns i Göteborg.

Andra kunder till affärsområde Performance är Dahls, IKEA, KappAhl, Sveriges Radio, Liseberg, Arbetsförmedlingen, Socialstyrelsen, Skatteverket, Stockholms Stad och Region Stockholm.

Strategy

Dotterbolagen inom affärsområde **Strategy** arbetar med undersökningar, analyser och uppföljningar, strategiska planer samt målgrupps-, konkurrens- och omvärldsbevakningar. De tar vidare fram varumärkesplattformar samt bedriver PR- och IR-arbete, sälj- och digitala strategier samt produktion av årsredovisningar och hållbarhetsarbete.

Grow Collective

Grow Collective med sitt säte i Göteborg bedriver sälj- och marknadsföringsstöd, främst riktat mot företag inom kommunikation.

Habermax

Habermax är ett bolag i Göteborg som jobbar med att stärka kundföretagens varumärken via marknadskommunikation, varumärkesstrategi och affärsutveckling. Habermax är i likhet med Nowa starka på offentliga upphandlingar.

Nowa Empower

Nowa Empower startades 2019 genom en sammanslagning av flera byråer. Bolaget har kontor i Göteborg och Stockholm samt representanter i Malmö och Oslo. Bolagets tjänster består av hållbarhetskommunikation, strategisk kommunikation samt PR & Content.

Några större kunder till bolagen inom affärsområde Strategy är Cmore, TV4, Ravensburger Puzzle/Brio, Göteborgs Stad, E-car Expo, Schenker och RLS Global.

Creative

Inom affärsområde **Creative** jobbar företagen med marknadsplaner, grafiska profiler, AD och Copy-tjänster, illustration, 3D-grafik, film- och ljudproduktion samt e-learning.

KKM-gruppen

Kunskapskraft & Media Sweden som kallar sig själva KKM-gruppen är det omsättningsmässigt största dotterbolaget inom affärsområde Creative med säte i Stockholm. Bolaget grundades 2004 och är organiserat i fyra affärsområden: Skola & Förlag, Påverkan & Kommunikation, Digitalt Lärande samt Produktion. Inom dessa affärsområden sker arbete med utbildning, kommunikation och opinionsbildning. Bolaget driver även Gratis i Skolan, Elevhälsan samt Värdegrunden (som är ett digitalt läromedel).

DNA Agency

Do Nothing Average Agency eller DNA Agency som bolaget också kallar sig är en kommunikationsbyrå i Göteborg. DNA Agency erbjuder tjänster inom kommunikation och marknadsföring. Verksamheten bedrivs i konsultform inom strategi, positionering och varumärkesarbete, projekt- och produktionsledning av kommunikationsuppdrag till kampanj- och kommunikationskoncept, tradeaktivering, förpackningsdesign, 3D-visualisering, social media & innehållsproduktion, produkt- och imageplåtning samt film och rörlig grafik.

Tre Art Reklambyrå

Tre Art Reklambyrå har sitt säte i Göteborg och levererar kreativa kommunikationslösningar främst till företagskunder.

Now At Days Motion Pictures

Now At Days Motion Pictures är verksamma inom filmproduktion, manus, regi, animation, klippning, ljud och foto. Bolaget finns i Göteborg.

Exempel på kunder inom affärsområde Creative är GP Batteries, Bubs, Kongahälla Centre, Bagaren och Kocken, Göteborgsvarvet, Göteborg & Co, Defa och Dr Oetker.

Systems & Software

Systems & Software består av bolaget Jetty AB, som säljer affärssystemet Jetty till de kunder som bedriver event. Tjänsterna har utökats så att de omfattar systemstöd inom möten och event, Saas-system inom fysiska möten och evenemang, automatiserad annonsproduktion, digitala tillgångsförvaltare samt drift och support.

De första systemen såldes till svenska och danska festivaler 2012. En ny generation av Jetty-produkten lanserades 2018 och 2019. Produkten finns som molnlösning. Kunderna betalar en månadsavgift på mellan noll och 25 000 kronor per månad för detta affärssystem.

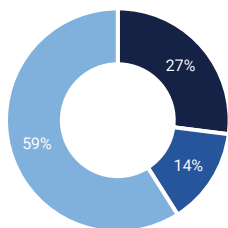
Kunder till Jetty AB (köpare av dess affärssystem) är större event-arrangörer som Live Nation, Malmö Stad, Liseberg, Roskildefestivalen och Stockholms Stad.

Koncernens kundstruktur

Thinc Jetty Collective-koncernens bolag har totalt omkring 650 kunder, varav 50–60 stycken kan betecknas som större kunder. Med de allra största kundföretagen och organisationerna brukar det finnas ramavtal med en löptid på två år eller mer. Hittills har koncernen lyckats behålla sina kunder i genomsnitt i sju år, jämfört med branschgenomsnittet som uppgår till tre år. Det får ses som ett gott betyg på det som koncernen levererar.

Nowa Kommunikation är av hävd inriktade mot offentliga sektorn. Däremot är Context Media mer inriktade mot privata företagskunder. Det innebär att koncernens mix mellan privata och offentliga kunder ligger på omkring 75%/25% på rullande helår. Det kan jämföras med 70%/30% under räkenskapsåret 2021 enligt diagram nedan till höger.

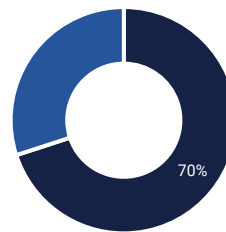
Fördelning omsättning efter kundstorlek



■ De tio största kunderna ■ Kunder plats 11-25 ■ Övriga kunder

Källa: Bolagsinformation

Fördelning omsättning på privat & offentlig sektor



■ Privat sektor ■ Offentlig sektor

Källa: Bolagsinformation

Bolagen i gruppen säljer normalt sina tjänster och produkter mot VD, CFO eller Försäljnings/Marknadsföringsansvarig hos kundföretaget eller organisationen. Trenden är att den tidigare reklambyrå nu måste möta styrelsen med råd även i strategiska frågor kopplat till marknadsföringen och budskapen i olika kampanjer.

Intäktsmodellen bygger på timdebitering eller ett avtalat fast arvode för större projekt. För Jettys mjukvarulösning betalar kunderna en månatlig abonnemangsavgift.

Fortsatt tillväxt via förvärv

Koncernledningens mål är att expandera omsättningen både genom en organisk tillväxt på ungefär dubbla bransch-tillväxten (det vill säga 2x 5 procent per år lika med cirka 10 procent per år). Till det kommer förvärv varav en del redan har genomförts och där Context Media var den senaste större transaktionen. De bolag som förvärvas ska vara lönsamma. Målsättningen är att de köpta bolagen ska komplettera nuvarande verksamhet inom områden som mediebyrå, digitala tjänster och produkter, PR och utbildning (inklusive e-learning).

På sikt kan Thinc Collective tänka sig att köpa bolag som jobbar med säljstrategier, varumärkesjuridik och undersökning. Men även ett område som investor relations är något där koncernen vill växa med hjälp av nya bolag med dessa tjänster.

Målbilden för ett bolag som förvärvas är att de ska ha 10-20 anställda med en årlig omsättning på 10-30 miljoner kronor. Det motsvarar totalt förvärv av bolag med en omsättning om 20-50 miljoner kronor per år. Geografiskt vill företagsledningen fokusera på en ökad närvaro i Stockholms-, Öresunds och Oslo-regionerna samt gärna även etablera sig i Malmö och Köpenhamn. Vid sådana förvärv är planen att all koncernens personal i en stad flyttar samman i gemensamma lokaler. Det anses ge båda administrativa och marknadsföringsmässiga synergier.

Organisation och ägare

Organisation

Den nya Thinc Jetty Collective-koncernen är organiserad med en liten koncernledning och därunder dotter- och intressebolag.

Ledning



HANS JACOBSSON (född 1967) är styrelseordförande i Thinc Jetty Collective. Hans är civilekonom och var senast CFO på Nowa Kommunikation AB. Tidigare hade Hans operativa roller som VD på Rootfruit Scandinavia AB, finansdirektör på General Mills Scandinavia AB samt som investeringsansvarig inom Bure-sfären. Idag är han styrelseordförande även i Zinzino AB, Lohilo Foods AB samt styrelseledamot i Premium Snacks Nordic AB. Enligt Holdings ägde Hans Jacobsson cirka 12,5 miljoner aktier i Thinc Jetty Collective. Det gör honom till bolagets femte största ägare med drygt åtta procent av kapital och röster.



ANDERS WALLQVIST (född 1968) är VD och koncernchef för Thinc Jetty Collective AB sedan 2021, en post som han kombinerar med att vara VD för dotterbolagen Nowa Kommunikation och Nowa Empower. Han sitter även i styrelsen för flera av Thinc Jetty Collectives dotterbolag. Anders är marknadsekonom och utbildad i kommunikation. Han har tidigare varit VD för Mediebyrå Kommunikation och Carat X-press samt varit COO för Aegis Media Services Nordic. Anders Wallqvist var näst största ägare i Thinc Jetty Collective per 31 december 2021 med cirka 26,1 miljoner aktier. Det motsvarar 16,9 procent av kapital och röster i bolaget.



THOMAS LINDSTRÖM (född 1979) är koncernens COO och även han utbildad marknadsekonom. Tidigare har Thomas varit VD och vice VD på Premium Snacks Nordic AB, VD på Reagent Communication AB samt marknadschef i Skandinavien för Metsä Tissue AB. Förutom styrelseuppdrag i flera av Thinc Jetty Collectives dotterbolag är Thomas också VD på INO Foodtech AB. Thomas äger inga aktier i Thinc Jetty Collective men har däremot sedan förra året cirka 4,3 miljoner teckningsoptioner i bolaget.

Källa: Bolagsinformation

Aktiekursutveckling

Thinc Jetty Collective-aktien (som ursprungligen var Jetty-aktien) hade en mycket volatil kursutveckling under andra halvåret 2021. Aktien steg brant uppåt från 0,646 kronor den 24 juni 2021 till en kurstopp på 1,53 kronor den 7 juli 2021. Därefter föll aktien kraftigt ned till 0,782 kronor den 20 augusti 2021. Jettys avsiktsförklaring att förvärva Nowa Kommunikations-koncernen presenterades den 16 juli 2021. Från 20 augusti till 30 september 2021 beskrev Thinc Jetty Collective-aktien en uppåt-rekyl till 1,275 kronor. Ytterligare ett kursfall ned mot 0,664 kronor tog sedan vid fram till den 16 november 2021. Därefter har kursutvecklingen varit mer i linje med Stockholmsbörsen i övrigt.

Aktieutveckling, Index, 2018-11-16 = 3,375 kronor



Källa: S&P Capital IQ

Huvudägare

Bolagets huvudägare är Rune Nordström samt dess VD Anders Wallqvist med 18,5 respektive 16,9 procent av kapital och röster i Thinc Jetty Collective AB.

Rune Nordström är styrelseledamot och äger cirka 28,6 miljoner aktier. Av dessa aktier har han ställt ut köpoptioner på cirka 14,6 miljoner aktier till styrelseledamöter och ledande befattningshavare i bolaget.

De tio största ägarna i Thinc Jetty Collective AB per 31 december 2021

Ägare	Andel av kapital	Andel av röster	Verifierat
Rune Nordström	18,5%	18,5%	2021-12-31
Anders Wallqvist	16,9%	16,9%	2021-12-31
Aces High AB	9,8%	9,8%	2021-12-31
Pegroco Invest AB	8,3%	8,3%	2021-12-31
Hans Jacobsson	8,1%	8,1%	2021-12-31
Magnus Uppställ	6,2%	6,2%	2021-12-31
Staffan Pettersson	3,3%	3,3%	2021-12-31
Christoffer Danell	3,3%	3,3%	2021-12-31
Fredrik Sundberg	3,1%	3,1%	2020-12-31
Jesper Lindeblad	1,8%	1,8%	2021-12-31

Källa: Holdings.se

De tio största ägarna i Thinc Jetty Collective har tillsammans cirka 76 procent av samtliga utestående aktier i bolaget. Med tanke på bolagets ännu så låga börsvärde är det inte konstigt att i stort sett samtliga ägare är privatpersoner (direkt eller via privata bolag).

Risker och utmaningar

Thinc Jetty Collective är en företagsgrupp som jobbar i en personberoende bransch. Det gäller kundkontakter, men även förmåga att ta fram och genomföra tillräckligt kreativa lösningar och koncept.

Personberoende

Thinc Jetty-koncernen är i stor utsträckning beroende av företagsledningens och andra nyckelpersoners arbetsinsats och engagemang. Det är även viktigt att behålla entreprenörerna i de bolag som förvärvas för att behålla kunder och de koncept och varumärken som dessa dotterbolag är förknippade med. Dessa ledande personer i dotterbolagen brukar sitta på det mesta av kundkontakterna och därmed uppdragen och intäkterna som dess kan generera.

Värdet av immateriella rättigheter

Thinc Jetty-koncernen har en del immateriella rättigheter upptagna i balansräkningen som är kopplade till produkter och lösningar som företagen i gruppen har tagit fram. Det ska inte uteslutas att konkurrenter lyckas ta fram nya bättre lösningar och system eller att teknikskiften gör Thinc Jettys lösningar och system omoderna. I ett sådant scenario skulle värdet av koncernens immateriella rättigheter behöva skrivas ned.

Konkurrens

Det finns relativt många företag och byråer inom de områden som Thinc Jetty-gruppen arbetar inom (media, reklam, PR, kommunikation och strategi). Det betyder att dessa konkurrenter kan rekrytera nyckelpersoner och/eller ta uppdrag från Thinc Jetty-gruppens viktigaste kunder. Det skulle i så fall innebära lägre intäkter och ett sämre resultat för Thinc Jetty-koncernen.

Produktansvar

Vissa av de lösningar och system som Thinc Jetty-koncernen tar fram kan omfattas av produktansvar. För sådana kan det företag som tagit fram lösningarna och systemen ställas till ansvar i värsta fall genom att skadeståndskrav riktas mot företaget.

Covid-pandemins effekter

Sedan mars 2020 och fram till våren 2022 har olika länder infört restriktioner för att hantera Covid-pandemin. Främst har arrangemang (event) med mycket publik och besökare drabbats, då de har ställts in eller genomförts med starkt reducerad publik av smittskydds-skäl. Företag inom Thinc Jetty-koncernen har tidigare haft stora intäkter från vissa event som exempelvis Almedalen 2018. Flera av dotterbolagen korttids-permitterade sin personal främst under 2020 med hänvisning till det osäkra konjunktur- och efterfrågeläget som då rådde i kommunikations-, media- och reklamsektorn. Dotterbolagen tog därvid del av det företagsstöd som gavs av svenska staten för sådana permitteringar. Mest sannolikt kommer eventindustrin att återhämta sig, men det kan ta flera år innan den är tillbaka på tidigare höga nivåer.

Framtida kapitalbehov och utspädning

Det kan inte uteslutas att det tar längre tid än förväntat för Thinc Jetty-koncernen att nå lönsamhet och/eller att företagets kapitalbehov visar sig vara större än planerat. I ett sådant lägre kommer företaget antingen att behöva låna pengar alternativt genomföra en nyemission med den risk för kurspress och utspädningseffekt för nuvarande aktieägare som en sådan emission kan medföra.

Marknad och konkurrens

Marknaden för media, kommunikation och reklam knyts allt mer samman med strategisk rådgivning. På så sätt blir nästa generations konkurrenter för Thinc Jetty Collective strategi- och managementkonsulter, för att idag vara de större mediebyråerna.

Marknad

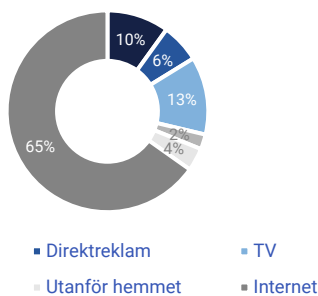
Bolagen inom Thinc Jetty Collective verkar inom en sektor som hjälper kunderna med:

- Strategiska stöd inom system (exempelvis Jetty)
- Försäljning
- Ledning
- Marknadsföring
- Information
- PR och Reklam

Marknadsföring är som de flesta känner till ett bredare begrepp än ren PR och reklam. Distributionskanalerna för marknadsföring har blivit betydligt fler och omfattar allt från utomhusreklam, via dagstidningar, tv, radio till internet online video och sociala medier. De sistnämnda kategorierna har vuxit kraftigt de senaste åren på bekostnad av radio, TV och tidningar. Inom sociala medier har så kallade influencers kommit att spela en allt viktigare roll, främst vid marknadsföring av konsumentprodukter.

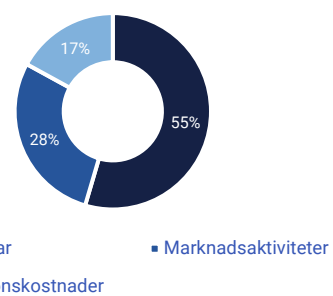
Ett annat tecken på att sociala medier och internet spelar en allt viktigare roll i marknadsföringen är att sökordsoptimering har blivit ett viktigt instrument i en firmas marknadsföring. Det gäller att komma högt upp på sökord som ger ett högt uppmärksamhetsvärde.

Fördelning av medieinvesteringar i Sverige



Källa: IRM:s årsrapport, Svensk Reklammarknad 2020.

Fördelning investeringar i marknadskommunikation



Källa: IRM:s årsrapport, Svensk Reklammarknad 2020.

Under 2020 påverkade Covid-pandemin sektorn negativt där medieinvesteringarna i Sverige krympte med cirka fem procent jämfört med 2019. Samtidigt var många anställda korttidspermitterade med statligt stöd under 2020. Under 2021 ökade medieinvesteringarna i Sverige å andra sidan med närmare 14 procent till cirka 46 miljarder kronor. Långsiktigt väntas den svenska marknaden för media, kommunikation och reklam växa med omkring fem procent per år, vilket är mer än den normala BNP-tillväxten.

Större och medelstora företag lägger mer jobb än tidigare på att förstärka bolagets varumärke. Det handlar ofta om hur företaget uppfattas inom så kallade ESG-frågor, det vill säga hållbarhet, sociala frågor och företagsstyrning. Detta görs inte minst för att påverka yngre målgrupper, både som konsumenter men

även inför nyrekryteringsbehov. Det brukar leda till fler och fördjupade konsultuppdrag inklusive undersökningar (enkäter) för medie- och kommunikationsbyråerna.

Strategisk rådgivning viktig bricka i reklamen

Den traditionella reklambyrå har minskat i betydelse. I stället behöver de addera strategisk rådgivning mot kundernas styrelse till det kreativa erbjudandet (reklam & PR) som levereras. Denna kombinerade affärsmetodik försöker Thinc Jetty Collective-koncernen att axla.

Management- och strategikonsulter är idag verksamma inom delar av kommunikations- och reklamsektorn, dock ofta på styrelse- snarare än på en operativ nivå. Thinc Jetty Collective jobbar i hela kedjan från planer till genomförande ("från styrelserummet till lastkajen"). I delar av detta kan Thinc Jetty Collective-bolagen möta strategier som har implementerats av strategikonsulter, men det möter ofta inget problem. Snarare kompletterar råden varandra.

Kommunikationsbranschen kännetecknas av snabba förändringar i innehåll och budskap i exempelvis reklamkampanjer och rådgivning. En viktig konkurrensfördel är att vara innovativ i kundernas kampanjer för att öka deras försäljning.

Marknaden för reklam, marknadsföring och kommunikation följer den allmänna konjunkturutvecklingen. I det innefattas att vissas kundföretag (exempelvis industribolag) är mer konjunktur känsliga, medan bolag i andra sektorer som till exempel livsmedelshandeln har en låg konjunktur känslighet. De senare bruka få en ökad betydelse i köpkraft för annonser och marknadsföring under en lågkonjunktur. Ett sådant exempel är ICA som "ägde" TV-reklammarknaden åren efter Lehmankraschen (2008). Även offentliga kunder brukar till följd av sin finansiering (statsbidrag eller kommunalskatt) vara stabila i sina beställningar över en konjunkturcykel.

För offentliga kunder (statliga och kommunala) brukar en offentlig upphandling ske inför varje större uppdrag. Upphandling för de statliga myndigheterna samordnas av Statens Inköpsmyndighet.

Rekryteringsaffisch från Polismyndigheten



Källa: Nowa Kommunikations hemsida.

Branschen har de senaste tio åren ändrats vad gäller distributionssätt. Tidigare skrevs rapporterna ofta ut i pappersformat (som kataloger, tidskrifter och liknande) eller kommunicerades via äldre mediekkanaler som radio och TV. Idag produceras det mesta materialet för publicering online. Budskapen och kampanjer sprids idag huvudsakligen via olika sociala mediekkanaler som Facebook, Instagram och LinkedIn.

Prissättningen för uppdragen som branschen tillämpar mot kund är;

- Som projekt (ersättning som fast offert eller pris per timme).
- Löpande uppdrag (schablon- eller marknadsprissatta). Exempelvis i form av en "retainer", det vill säga avtalad fast månatlig ersättning för ett löpande uppdrag.
- Marginalprissättning (blir alltmer ovanligt).
- Abonnemang med ett pris per månad och avtalstid över längre period. Abonnemangsavgifter används främst för mjukvara som Jetty.

En betydande del av byråernas intäkter brukar bestå av vidarefakturerade "utlagda" jobb som till exempel fotografering. Det innebär att rörelsemarginalen både kan mätas på bolagets "egentliga" intäkter exklusive sådana utlagda jobb och inklusive densamma.

Ett speciellt nyckeltal i branschen är byråintäkt per anställd. Det definieras som byråintäkter plus pålägg för utlägg för kunds räkning och provisioner i förhållande till antalet anställda.

Konkurrenter

Thinc Jetty Collective jobbar i mellanskiktet på marknaden för kommunikation, media, PR och reklam i Sverige och Norge. Genom sina förvärv är bolaget med och driver konsolideringen i sektorn.

Forsman & Bodenfors lyfter fram kreativiteten i allt som koncernen jobbar med. De är därmed en konkurrent till Thinc Jetty Collectives bolag inom affärsområde Creative (Tre Art Reklambyrå, Kunskapskraft & Media Sweden, Do Nothing Average Agency och Now At Days Motion Pictures). Forsman & Bodenfors har sitt säte i Göteborg, men har även kontor i Stockholm samt utomlands i New York i USA, Montreal och Toronto i Kanada, Shanghai i Kina och Singapore. Exempel på kunder till Forsman & Bodenfors är Polestar, Tretorn, IFK Göteborg, Volvo Truck, Seagrams, Getinge, Volvo Cars, Västtrafik, Electrolux, Häaegen-Dazs, Sandvik, SJ och Telia. Omsättningsmässigt hamnade Forsman & Bodenfors på 575 miljoner kronor för räkenskapsåret 2020. Antalet anställda samma år var 261, vilket innebär drygt 2 miljoner kronor i fakturering per anställd. Utvecklingen sedan 2016 inklusive lönsamhet framgår i värderingsavsnittet under konkurrentanalysen.

Gullers Group nådde en omsättning på 274 miljoner kronor för räkenskapsåret 2019/20. Under detta år hade gruppen i genomsnitt 228 anställda. Gullers Group marknadsför sig som den ledande byrå för samhällsaktörer. Inte oväntat återfinns kunder som Trafikverket, MSB, Post- och Telestyrelsen, Stockholms Stad, Södertörns Högskola och Vårdföretagarna hos Gullers Group. Men koncernen har även företag som Autoliv, Biogen och Wallenius Marine på kundlistan.

Kekst CNC hette tidigare JKL, som är en ledande aktör inom strategisk kommunikation under slagordet "Global Thinking". Erbjudandet är brett och omfattar förutom olika typer av kommunikationsstrategier även kapitalanskaffning, cybersäkerhet och hållbarhetsfrågor m.fl. strategiska företagsledningsämnen. Det yttersta ägarbolaget i Kekst CNC-koncernen är Publicis Group SA med säte i Paris. Kekst CNC (JKL) hade 29 anställda i Sverige år 2020, som med en omsättning på 85 miljoner kronor motsvarade nästan tre miljoner kronor i intäkt per anställd.

More Alliance är en oberoende allians av tjänsteintensiva kommunikationsbolag. Dessa bolags erbjudande omfattar digitala strategier, nya idéer att utveckla varumärken, nya sätt att skapa evenemang, digitala lösningar, film, PR och innehåll. More Alliance AB omsatte 118 miljoner kronor 2020 med 125 anställda eller frilansande kommunikatörer.

Dentsu Group är Japans största reklambyrå med en koncernmässig omsättning på 1 086 miljarder yen (motsvarande cirka 90 miljarder kronor) 2021. Företaget grundades 1901 och är börsnoterat med ett börsvärde på ca 1,3 trillioner yen (cirka 103 miljarder kronor). I Sverige äger Dentsu dotterbolagen Carat, Amplifi Sweden, Isobar Sweden, Posterscope och Dentsu Sweden. Tillsammans omsatte dessa svenska dotterbolag cirka 527 miljoner kronor 2020.

På strategikonsultsidan hittar vi firmor som McKinsey, Accenture, PWC och APP (samt tidigare nämnda JKL- som en del av Kekst CNC).

För Thinc Jetty Collectives största affärsområde Performance finns det mindre konkurrenter som inte är inne i kundernas besluts-situation på samma sätt. Här hittar vi företag som Carat, Scream, Raket och Fröjd.

Inom affärsområde **Strategy** (Grow Collective, Habermas och Nowa Empower) är några andra konkurrenter Kairos Future och Novus.

Vad gäller affärsområde **Creative** hittar vi konkurrenter som Valentin Experience, Blomquist, Åkestam Holst och DDB.

Konkurrenter till **Jetty** inom affärssystem (Systems & Software) är exempelvis Timecut, Brandmaster, Swoogo och Capterra.

Finansiell historik och Carlsquare prognoser

Vi har sammanställt resultathistorik för de tolv svenska dotterbolag som ingår i Thinc Jetty-koncernen. En markant förbättring av både intäktstillväxt och resultatnivå skedde 2021 jämfört med 2020. Det är dock fortfarande en bit kvar till att nå lönsamhetsmålet om 5-10% EBITDA-marginal.

Finansiell historik

Historiska intäkter

Då Thinc Jetty Collective-koncernen är summan av tretton dotterbolag (samt koncernelimineringar) har vi sammanställt samtliga tolv svenska aktiebolags intäkter 2016–2021, resultat efter finansnetto 2016–2019 samt EBITDA (rörelseresultat före avskrivningar) för 2019–2021.

Thinc Jetty Collectives dotterbolag, Nettoomsättning 2016-2021 (TSEK)

Nettoomsättning (TSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nowa Kommunikation AB	118 683	141 050	132 892	94 890	82 723	136 722
Context Media		45 901	48 796	57 592	70 189	92 548
Kunskapskraft & Media Sweden	9 095	8 002	7 972	8 209	10 298	12 473
Do Nothing Average Agency	614	2 223	4 042	6 088	8 460	7 757
Tigerton	5 039	5 580	4 688	5 022	5 635	6 938
Nowa Empower		360	0	10 233	5 637	6 267
Prodekor		4 889	4 633	4 833	4 758	5 919
Habermax		1 186	1 780	2 136	3 935	5 433
Tre Art Reklambyrå	5 554	6 155	4 992	3 281	3 874	5 176
Nowa Kommunikation Norge					2 517	2 376
Jetty	2 194	1 660	1 324	2 442	3 296	2 281
Now At Days Motion Pictures		0	492	1 349	1 376	1 554
Grow Collective	4 178	4 766	418	98	850	623
Thinc Collective-koncernen	145 357	221 772	212 029	196 173	203 548	286 067

Källa: Dotterbolagens årsredovisningar via www.allabolag.se samt Thinc Jettys bokslutsrapport 2021.

Av dotterbolagen har Kunskapskraft & Media Sweden AB haft brutna räkenskapsår för 2015/16, 2016/17, 2017/18 och 2018/19. Övriga bolag redovisar helår för hela perioden. Fem av bolagen (Context Media, Nowa Empower, Prodekor, Habermax och Now At Days Motion Pictures) startade först 2017, så för dessa finns bara intäkter och resultat för de senaste fem åren (2017–2021).

Sett som grupp hade de bolag som ingår i Thinc Jetty Collective inte någon tillväxt alls mellan 2017 och 2020. Det finns en effekt av det som Covid-restriktionerna gjorde för att knäcka event-industrin under 2020–2021 i denna jämförelse. Valåret 2018 var mycket gynnsamt för koncernen då event som Almedalen gav stora intäkter (omkring tio miljoner kronor) för dotterbolag i den nuvarande koncernen. Företagsledningen i Thinc Jetty Collective förväntar sig inte intäkter på mer än någon miljon kronor 2022 från Almedalen, trots att det är ett valår. Återhämtningen för event-industrin väntas alltså ta flera år.

Nowa Kommunikation har stått för drygt hälften av den nuvarande koncernens omsättning sett över perioden 2016–2021. Nowa Kommunikation har därmed ungefär samma tillväxthistoria som koncernens bolag som helhet.

Bland de mindre dotterbolagen noterar främst Habermax, men även Tigerton, Prodekor samt Now At Days Motion Pictures en stabil intäktsökning under åren 2017–2021.

Framåt är tillväxtmålet som minst 20 procent per år vad gäller koncernens intäkter inklusive förvärv. Den organiska tillväxten behöver hamna inom intervallet 8–10 procent per år för koncernens bolag, i en bransch som växer med ungefär hälften av detta (fem procent) per år. Det handlar i absoluta tal om 25–30 miljoner

kronor intäktsökning per år av egen kraft. För att nå detta behöver koncernen samordna sina kompetenser för att på så sätt erövra marknadsandelar.

Historisk lönsamhet

Dotterbolagens lönsamhet i form av resultat efter finansnetto för åren 2016–2019 framgår av tabellen nedan. Jetty AB genererade betydande förluster under 2018 och 2019. Men även övriga dotterbolag redovisade nettoförluster som grupp dessa år.

Resultat efter finansnetto 2016-2019 (TSEK)

Resultat efter finansnetto (TSEK)	2016	2017	2018	2019
Nowa Kommunikation AB	882	1 985	3 650	-4 692
Context Media		1 159	1 002	1 973
Kunskapskraft & Media Sweden	631	-389	123	617
Do Nothing Average Agency	0	-272	-554	393
Tigerton	754	710	269	551
Nowa Empower		-1 070	-3	-2 001
Prodekor		185	65	-72
Habermax		-846	6	5
Tre Art Reklambyrå	-25	61	-145	-144
Jetty	-3	-4 709	-12 005	-9 726
Now At Days Motion Pictures		-3	35	21
Grow Collective	0	-72	-546	-72
Thinc Collective-koncernen	2 239	-3 261	-8 103	-13 147

Källa: Dotterbolagens årsredovisningar via www.allabolag.se

I Thinc Jetty Collectives bokslutsrapport för kv4/2021 finns en sammanställning av dotterbolagens EBITDA (rörelseresultat före avskrivningar) för 2020 och 2021. En sammanställning av dessa siffror inklusive EBITDA även för 2019 återfinns i nedanstående tabell.

EBITDA-resultat 2019-2021 (TSEK)

	2019	2020	2021
Nowa Kommunikation AB	-6 148	12	2 210
Context Media	1 970	3 562	7 843
Kunskapskraft & Media Sweden	-269	1 623	1 115
Do Nothing Average Agency	393	350	4
Tigerton	585	846	1 404
Nowa Empower	-1 768	-135	14
Prodekor	5	-101	342
Habermax	19	230	102
Tre Art Reklambyrå	-113	138	670
Nowa Kommunikation Norge		-85	1
Jetty	-9 399	-4 096	-3 472
Now At Days Motion Pictures	22	96	25
Grow Collective	-66	-9	-212
Thinc Collective-koncernen	-14 767	2 431	10 046

Källa: Dotterbolagens årsredovisningar via www.allabolag.se

Givet koncernens lönsamhetsmål om en EBITDA-marginal mellan 5 och 10 procent ska ett EBITDA-resultat mellan 15 och 30 miljoner kronor vara ett riktmärke de närmaste åren för summan av de tretton dotterbolag som för närvarande ingår i koncernen.

En proforma-omsättning på 286 miljoner kronor helåret 2021 delat på 61 anställda ger en omsättning på 4,7 miljoner kronor. Uppskattningsvis 70–75 procent av denna omsättning var vidarefakturerings av underleverantörers jobb. Intäkten per anställd exklusive underentreprenörer bör alltså komma upp från dagens nivå på 1,2–1,4 miljoner kronor för att kunna redovisa ett bättre rörelseresultat.

2019 var ett högkonjunkturår, medan framförallt 2020 präglades av Covid-restriktioner. Dessa restriktioner präglade också, om än i mindre mån, 2021.

Bortsett från allmänna konjunkturreffekter och Covid-restriktioner, så är intäkt- och resultatutvecklingen hänförlig till fler lönsamma kunduppdrag som en följd av vunna upphandlingar och dito marknadsandelar.

Det bolag som framstår som i särklass mest lönsamt är Context Media, ett bolag som präglas av en stark säljkultur med tidigare anställda på sådana funktioner på TV4. Context Media har i huvudsak privata företagskunder.

De två "huvudbolagen" i gruppen, Jetty och Nowa Kommunikation stod för 64 respektive 42 procent av gruppens samlade förluster på EBITDA-nivå 2020–2021.

Ska koncernen nå sina lönsamhetsmål så behöver framförallt Jetty bli lönsamt. Potentialen ligger i att Jetty är ett mjukvarubolag av SaaS-karaktär. I normalfallet bör resultatet för ett sådant bolag öka med åtminstone 75 procent av motsvarande intäktsökning. Det beror på att få kostnader tillkommer för nya kunder, annat än främst för kundsupport.

EBITDA-marginal

	2019	2020	2021
Nowa Kommunikation AB	neg.	0,0%	1,6%
Context Media	3,4%	5,1%	8,5%
Kunskapskraft & Media Sweden	neg.	15,8%	8,9%
Do Nothing Average Agency	6,5%	4,1%	0,1%
Tigerton	11,7%	15,0%	20,2%
Nowa Empower	neg.	neg.	0,2%
Prodekor	0,1%	neg.	5,8%
Habermax	0,9%	5,8%	1,9%
Tre Art Reklambyrå	neg.	3,6%	12,9%
Nowa Kommunikation Norge	neg.	neg.	0,0%
Jetty	neg.	neg.	neg.
Now At Days Motion Pictures	1,6%	7,0%	1,6%
Grow Collective	neg.	neg.	neg.
Thinc Collective-koncernen	neg.	1,2%	3,5%

Källa: Dotterbolagens årsredovisningar 2019 via www.allabolag.se samt Thinc Jetty Collectives kv4 2021-rapport.

Tigerton har varit det mest lönsamma dotterbolaget i gruppen 2019–2021, samtliga år med en två-siffrig EBITDA-marginal. Att uppnå en EBITDA-marginal överstigande tio procent har annars endast Tre Art Reklambyrå lyckats med 2021.

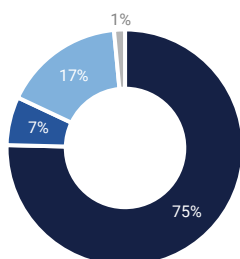
Kostnadsfördelning i Thinc Jetty Collective-bolagen

Som framgår av diagrammet nedan utgjorde handelsvaror (köpta tjänster) i genomsnitt 75 procent av Thinc Jetty Collective-koncernens totala kostnader under 2020–2021. Det är ett uttryck för att mycket av faktureringen är vidarefakturering av media-tjänster med externa tilläggstjänster som exempelvis film.

Sett ur företagsledningens perspektiv (oaktat sådana vidarefaktureringar) är personalkostnader den största kostnadsposten, följt av hyra på andra plats och IT-kostnader på den tredje.

Konsultbolag där resultatet i stor utsträckning är beroende av de anställdas insatser brukar ha en relativt stor andel bonuslön till personalen efter år med höga vinster. Så är inte fallet i Thinc Jetty Collective, där den personal som betraktas som nyckelpersoner främst ska få sin bonusersättning via sitt aktieäggande. Ett optionsprogram till de anställda kan dock bli aktuellt framöver för att ge en ökad vinstfördelning.

Genomsnittlig kostnadsfördelning Thinc Jetty Collective-koncernen 2020-2021



■ Handelsvaror (köpta tjänster)
 ■ Övriga externa tjänster
 ■ Personalkostnader
 ■ Avskrivningar

Källa: Bolagsinformation

Mediabolagen fungerar som en värdeadderande återförsäljare av media-produkter och tjänster. Det betyder att större volymer med lägre marginaler vidarefaktureras till en lägre marginal, vilket sänker koncernens genomsnittliga brutto- och nettomarginaler. Icke-mediabolagen i Thinc Jetty Collective-koncernen fungerar mer som konsulter i allmänhet, vilket innebär att de debiterar för sina tjänster antingen via av ett timarvode eller ett som ett fast pris. Det ger möjlighet till bättre marginaler i denna verksamhet jämfört med mediabolagen.

Kassaflöde och finansiering

Per 31 december 2021 hade Thinc Jetty Collective-koncernen en kassa på 15,1 miljoner kronor och räntebärande skulder om 3,5 miljoner kronor, det vill säga en räntebärande nettokassa om cirka 11,6 miljoner kronor. Bedömda tilläggsköpskillingar på gjorda förvärv avseende vinstdelning av resultat under 2022 (främst Context Media) beräknas uppgå till mellan 200 000 och 300 000 kronor. Detta belopp är inte skuldfört i Thinc Jetty Collectives balansräkning per 31 december 2021. Detta till trots är koncernens finansiella ställning förhållandevis stark.

Konkurrenternas lönsamhet

Vi har jämfört motsvarande lönsamhet för några av Thinc Jetty Collective-koncernens större konkurrenter. Vi börjar med nettoomsättningen och dess utveckling för de fyra utpekade huvudkonkurrenterna.

Nettoomsättning 2016-2020 (TSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020
Forsman & Bodenfors	688 994	729 249	695 751	667 807	575 098
Gullers Group	175 106		333 455	253 301	274 493
Kekst CNC	120 367	113 582	92 630	93 370	85 524
More Alliance	197 063	163 900	168 554	169 009	118 534

Källa: Bolagens årsredovisningar via www.allabolag.se.

Gullers Group gick över till ett förlängt räkenskapsår 2017/18, varför inga siffror redovisas i tabellen ovan för år 2017. Som synes är Forsman & Bodenfors klart störst av de fyra ovanstående konkurrentbolagen. Denna byrå har också många stora kunder. I likhet med för Nowa/Jetty-bolagen var 2017 och 2018 starka år även för dessa konkurrentbyråer. Tillväxten har varit negativ i ett femårigt perspektiv. I nästa steg studerar vi bolagens rörelseresultat före avskrivningar.

EBITDA 2016-2020 (TSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020
Forsman & Bodenfors	75 072	63 240	34 142	59 765	32 541
Gullers Group	16 774		10 807	3 196	8 145
Kekst CNC	16 878	11 220	3 613	3 916	-471
More Alliance	15 159	13 445	13 332	12 012	11 338

Källa: Bolagens årsredovisningar via www.allabolag.se.

Även här framgår att 2016–2018 var en mycket stark period för branschen. Den goda lönsamheten under dessa år är givetvis i mångt och mycket en produkt av stora intäkter. De redovisade rörelseresultaten före avskrivningar ger nedanstående EBITDA-marginaler per bolag.

EBITDA-marginal (TSEK)

EBITDA-marginal	2016	2017	2018	2019	2020	Genomsnitt
Forsman & Bodenfors	10,9%	8,7%	4,9%	8,9%	5,7%	7,8%
Gullers Group	9,6%		3,2%	1,3%	3,0%	4,3%
Kekst CNC	14,0%	9,9%	3,9%	4,2%	-0,6%	6,3%
More Alliance	7,7%	8,2%	7,9%	7,1%	9,6%	8,1%

Källa: Bolagens årsredovisningar via www.allabolag.se.

Den genomsnittliga EBITDA-marginalen för de fyra konkurrent-bolagen ligger i ett intervall mellan 4 och 8 procent per år. Det kan jämföras med de 5–10 procent rörelsemarginal som anges som ett riktmärke för branschens lönsamhet. Kekst CNC (tidigare JKL) är det bolag som ligger närmast strategikonsultsidan av ovanstående fyra. Kekst CNC hade också den enskilt bästa EBITDA-marginalen med 14,0 procent under 2016.

Slutligen har vi gjort en sammanställning av de fyra konkurrent-bolagens lönsamhet mätt på resultat efter finansnetto-nivån. Skillnaden mot rörelseresultat efter avskrivningar är dock inte särskilt stor.

RESULTAT EFTER FINANSNETTO (TSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020
Forsman & Bodenfors	70 294	60 002	31 237	57 742	27 201
Gullers Group	15 010		5 259	-4 056	-3 503
Kekst CNC	15 166	10 353	3 116	3 358	-901
More Alliance	12 594	11 296	11 025	9 803	9 358

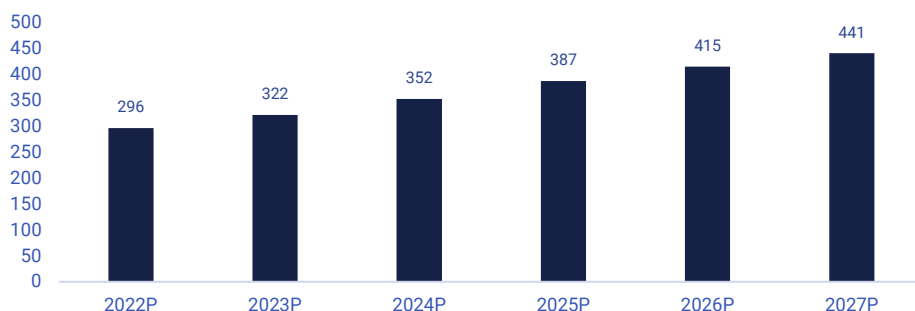
Källa: Bolagens årsredovisningar via www.allabolag.se.

Prognoser och antaganden

Nettoomsättning

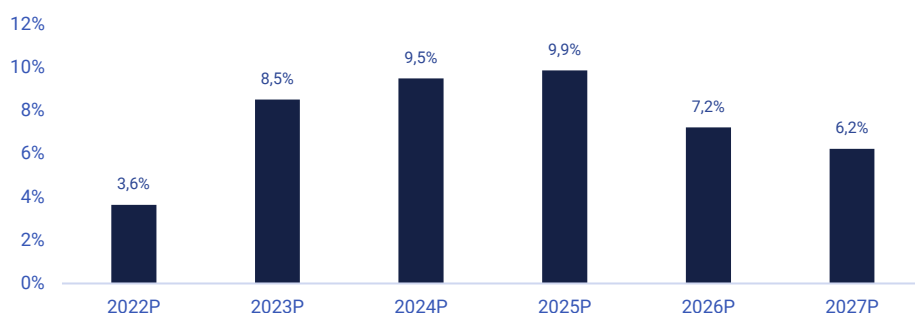
Företagsledningen hoppas kunna sälja mer av Jettys affärssystem under 2022, speciellt kopplat till event som utgör den primära kundgruppen. Förutsättningarna förbättras när tidigare Covid-restriktioner nu har upphört.

Antagen nettoomsättning Thinc Jetty Collective, 2022-2027P (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Årligt tillväxtantagande för Thinc Jetty Collectives intäkter 2022-2027P



Källa: Carlsquare prognoser

Koncernen nådde en intäktsstillväxt om 41% om vi jämfört proforma 2021 med proforma 2020. Under prognosperioden 2022-2027 uppgår den av oss estimerade årliga intäktsstillväxten (CAGR) till 7,5%.

Lönsamhet

Rörelseresultat

Utväxlingen av bättre resultat som en följd av ökad omsättning bör vara störst för Jetty AB, vars affärssystem säljs enligt en så kallad SaaS-modell. Av hävd brukar man räkna med att mjukvaruleverantörer ska tjäna mellan 75 och 85 procent i resultat av varje extra intäktskrona. Det beror på att affärsmodellen inte kräver några extra personalkostnader annat än kundsupport. Med stigande volymer bör alltså rörelsemarginalen åtminstone inom Jetty (som tidigare år gått med förlust) snabbt förbättras.

EBIT och EBIT-marginal 2022-2027P (MSEK och %)



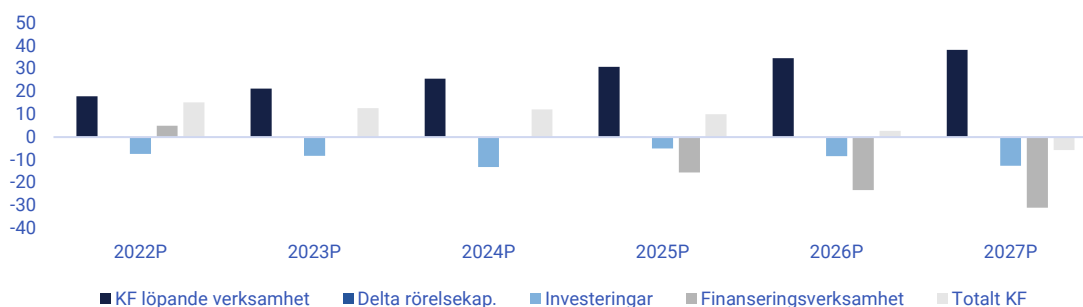
Källa: Carlsquare prognoser

Kassaflöde och finansiering

Givet våra prognoser för en stigande lönsamhet under prognosperioden 2022–2027 i kombination med begränsade löpande investeringsbehov (före förvärv) förbättras bolagets likviditet allt eftersom och ger mot slutet av prognosperioden (2025–2027) utrymme för utdelning till aktieägarna.

Vi har inte lagt in några företagsförvärv i dessa prognoser. Det bör noteras att huvuddelen av köpeskillingen för nya bolag normalt ska betalas med nyemitterade aktier i Thinc Jetty Collective och endast en begränsad del kontant eller med hjälp av lån.

Kassaflöde 2022-2027 (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Värdering

Genom att kombinera en kassaflödes- och en jämförande multipelvärdering beräknar vi ett motiverat värde i basscenariot på 1,14 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna. Vår rikt Kurs enligt denna sammanvägda värdering varierar från 0,75 kronor per aktie i ett Bear-scenario till 1,73 kronor per aktie givet ett Bull-scenario.

DCF-värdering

Vår kassaflödesvärdering av Thinc Jetty Collective baseras på de prognoser som vi har lagt för koncernens intäkter och resultat samt rörelsekapitalförändringar och investeringsbehov för perioden 2022–2027. Vi kommer fram till ett DCF-värde om 1,28 kronor per aktie i vårt Bas-scenario. Antaganden, resultat och implicita nyckeltal givet denna värdering återfinns i tabellen nedan.

Sammanställning värdering, basscenario (Belopp i MSEK)

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde	84,5	Riskfri ränta, prognosperiod	0,8%	CAGR, 2021-2027P	7,5%
Nuvärde, evighetsvärde	101,2	Marknadsriskpremie	6,7%	EBITDA-marginal, 2027P	7,5%
Rörelsevärde (EV)	185,6	Småbolagspremie	4,2%	EBIT-marginal, 2027P	5,3%
Nettokassa (31-dec-22)	11,6	Beta	1,1x	Skattesats	20,6%
Totalt aktievärde	197,2	Avkastningskrav, EK	12,8%		
Nuvärde nyemissioner	0,0			<u>Implicita värderingsmultiplar:</u>	
Totalt aktievärde efter nyemissioner	197,2	Skattejust. kreditränta	6,4%	EV/Sales 2021	0,6x
Befintligt antal aktier	154,6	Belåningsgrad	0,0%	EV/Sales 2022P	0,6x
Nya aktier	0,0			EV/EBITDA 2021	30,7x
Antalet aktier, full utspädning	154,6	WACC	12,8%	EV/EBITDA 2022P	8,3x
Värde per aktie, före utspädning	1,28	Bolagsspec.tillägg	3,9%	EV/EBIT 2021	302,8x
Värde per aktie, full utspädning	1,28	Disk.ränta	16,6%	EV/EBIT 2022P	11,9x

Källa: Carlsquare prognoser

Vi har också tagit fram ett Bear- och Bull-scenario för kassaflödesvärderingen. I Bear-scenario antar vi att koncernens intäkter blir 95 procent av Bas-scenariots 2022, 93 procent 2023, 90 procent 2024, 85 procent 2025, 80 procent 2026 och 75 procent 2027. Det långsiktiga tillväxtantagandet har vi här satt till 2,0 procent per år. Givet dessa förutsättningar kommer vi fram till en rikt Kurs på 0,75 kronor per aktie.

I Bull-scenariot antar vi i stället att koncernens intäkter 105 procent av Bas-scenariots 2022, 108 procent 2023, 110 procent 2024, 115 procent 2025, 120 procent 2026 och 125 procent 2027. Det långsiktiga tillväxtantagandet har vi här höjt till 3,0 procent per år. Det ger en rikt Kurs på 2,21 kronor per aktie.

Jämförande multipelvärdering

Det finns få börsnoterade medie- och reklambyråer förutom Thinc Jetty Collective som är noterade på Stockholmsbörsen eller någon annan lokal börslista. Därför har vi valt ut tio noterade bolag inom branscher som har vissa likheter i karaktären av affär. Det handlar om IT- och byggkonsulter, men även bolag inom marknadsföring (om än affiliate). Det är bolag som i likhet med Thinc Jetty Collective är beroende av de lösningar som tas fram samt av sitt humankapital. Flertalet jämförelsebolag hade en högre lönsamhet 2021 än Thinc Jetty Collective. Några bolag i jämförelsegruppen har också ett strukturkapital och varumärke som är ovanligt starkt. Exempelvis gäller det BTS Group.

Vi har använt medianmultiplarna i fyra värderingskategorier (P/E, EV/EBITDA, EV/Sales och P/EK).

Vi har härlett avkastningskrav enligt CAPM (det egna kapitalet) för Thinc Jetty Collective och för jämförelsegruppen. Skillnaden i avkastningskrav CAPM enligt PwC:s riskpremiestudie från juli 2021 mellan jämförbara bolag (med ett genomsnittligt börsvärde på 7,6 miljarder kronor) och Thinc Jetty Collective uppgår till 35 procent enligt våra beräkningar.

Därtill har vi adderat en struktur-rabatt om 15 procent för Thinc Jetty Collective med hänsyn till att koncernen är ny samt att några av bolagen i jämförelsegruppen bedöms ha ett större strukturkapital. Vi kommer fram till en motiverad samlad rabatt om 45 procent, beräknad som $(100\% - 35\%) * (100\% - 15\%) = 55\%$ procent av jämförelsegruppens nyckeltal fram till ett motiverat värde om 1,00 kronor per Thinc Jetty Collective-aktie enligt sammanställning nedan.

Sammanställning värdering fyra nyckeltal för tio jämförbara bolag på Stockholmsbörsen

Jämförande värdering	Börsv. (MSEK)	P/E	EV/EBITDA	EV/Sales	P/EK
Addnode	11 889	53,31	22,37	3,01	7,02
Afry	20 792	18,40	10,33	1,21	1,89
BTS	6 558	30,55	16,79	3,59	6,67
Know IT	8 181	28,16	14,63	1,71	2,11
Moment Group	348	7,40	7,79	1,85	3,38
Rejlers	2 531	22,96	10,05	0,97	2,08
Softronic	1 266	17,27	9,78	1,45	4,94
Sweco	48 385	32,43	16,50	2,26	5,63
Thinc Jetty Collective	83	17,14	11,89	0,25	1,74
Trade Doubler	221	9,24	7,73	0,15	0,85
Genomsnitt	12 715	35,55	21,26	2,16	5,06
Median	7 591	34,80	20,21	1,93	5,00
Medan med 35% rabatt		19,15	11,12	1,06	2,75
Motiverat aktiekurs Thinc med 35% rabatt på median	1,00	SEK			

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

I Bull- och Bear-scenariot har vi tillämpat 25 procent premie respektive rabatt på det motiverade värdet enligt Bas-scenariot och därvid kommit fram till en motiverad rikt Kurs på 1,25 respektive 0,75 kronor per aktie.

Sammanvägd värdering

I den sammanvägda värderingen beräknar vi genomsnittet av det motiverade aktievärdet enligt kassaflödes- och den jämförande värderingen. Vi kommer då fram till en sammanvägd rikt Kurs om 1,14 kronor per Thinc Jetty Collective-aktien. Den motiverade kursen varierar från 0,75 kronor i Bear-scenariot till 1,73 kronor i Bull-scenariot.

Sammanställning värdering i tre scenarion kronor

	Bear	Base	Bull
Jämförande värdering	0,75	1,00	1,25
Kassaflödesvärdering	0,75	1,28	2,21
Genomsnitt	0,75	1,14	1,73
Implicit börsvärde, MSEK		176	
Implicit rörelsevärde (EV), MSEK		165	

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Implicita multiplar, basscenario

	2021	2022P	2023P
EV/Sales	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	27,2x	7,4x	6,3x
EV/EBIT	268,4x	10,5x	8,7x

Källa: Carlsquare prognoser

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning (kSEK)

	Kv1, 2022P	Kv2, 2022P	Kv3, 2022P	Kv4, 2022P	Kv1, 2023P	Kv2, 2023P	Kv3, 2023P	Kv4, 2023P
Återkommande intäkter	61 500	73 500	64 275	95 000	66 420	78 645	70 703	103 550
Över rörelseintäkter	461	551	482	713	498	590	530	777
Totala intäkter	61 961	74 051	64 757	95 713	66 918	79 235	71 233	104 327
Handelsvaror	-46 471	-55 501	-48 503	-71 641	-50 055	-59 228	-53 211	-77 880
Bruttoresultat	15 490	18 550	16 254	24 072	16 863	20 007	18 022	26 447
Övriga externa kostnader	-1 500	-1 515	-1 530	-1 545	-1 561	-1 577	-1 592	-1 608
Personalkostnader	-11 250	-11 419	-11 590	-11 764	-11 940	-12 119	-12 301	-12 486
Avskrivningar	-1 600	-1 632	-1 665	-1 698	-1 732	-1 767	-1 802	-1 838
Totala rörelsekostnader	-14 350	-14 566	-14 785	-15 007	-15 233	-15 462	-15 695	-15 932
EBIT	1 140	3 984	1 469	9 064	1 630	4 544	2 327	10 515
EBITDA	2 740	5 616	3 134	10 762	3 362	6 311	4 128	12 353
Resultat från intressebolag	0	0	0	0	0	0	0	0
Ränteintäkter	22	22	22	23	23	23	24	24
Räntekostnader	-49	-48	-48	-46	-45	-44	-44	-41
Finansnetto	-28	-26	-26	-23	-22	-21	-20	-17
Resultat efter finansnetto	1 113	3 958	1 443	9 041	1 608	4 523	2 307	10 498
Skatt	-300	-1 069	-390	-2 441	-410	-1 153	-588	-2 677
Periodens resultat	812	2 889	1 054	6 600	1 198	3 370	1 718	7 821
Resultat per aktie	0,01	0,02	0,01	0,04	0,01	0,02	0,01	0,05

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Återkommande intäkter	91396	151827	294275	319318	349626	384076	411818	437448
Över rörelseintäkter	3338	2204	2207	2395	2622	2881	3089	3281
Totala intäkter	94734	154031	296482	321712	352248	386956	414907	440729
Handelsvaror	-69615	-120161	-222116	-240374	-262483	-287570	-307512	-325770
Bruttoresultat	25119	33870	74366	81339	89765	99386	107394	114959
Övriga externa kostnader	-8036	-7471	-6091	-6338	-6595	-6863	-7142	-7432
Personalkostnader	-16997	-23491	-46023	-48847	-51844	-55026	-58402	-61986
Avskrivningar	-1312	-2500	-6595	-7138	-7727	-8364	-9053	-9799
Totala rörelsekostnader	-26345	-33461	-58708	-62323	-66166	-70252	-74597	-79217
EBIT	-1226	409	15658	19016	23599	29134	32798	35742
EBITDA	86	2909	22253	26154	31326	37498	41850	45542
Resultat från intressebolag	-2520	430	0	0	0	0	0	0
Ränteintäkter	10	21	89	94	100	106	112	119
Räntekostnader	-227	-192	-192	-174	-153	-127	-95	-61
Finansnetto	-2737	260	-103	-80	-53	-21	17	58
Resultat efter finansnetto	-3963	669	15555	18936	23546	29114	32815	35801
Skatt	-174	-353	-4200	-4829	-5651	-6696	-7219	-7375
Periodens resultat	-4137	316	11355	14107	17895	22417	25595	28426
Resultat per aktie	-0,30	0,00	0,07	0,09	0,12	0,15	0,17	0,18
Antal aktier (1.000 st)	23592,0	154598,4	154598,4	154598,4	154598,4	154598,4	154598,4	154598,4

Tillväxt	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Återkommande intäkter		66,1%	93,8%	8,5%	9,5%	9,9%	7,2%	6,2%
Totala intäkter		62,6%	92,5%	8,5%	9,5%	9,9%	7,2%	6,2%
Bruttoresultat		34,8%	119,6%	9,4%	10,4%	10,7%	8,1%	7,0%
EBIT		133,4%	3728,4%	21,4%	24,1%	23,5%	12,6%	9,0%
EBITDA		3282,3%	665,0%	17,5%	19,8%	19,7%	11,6%	8,8%
Resultat efter finansnetto		116,9%	2225,5%	21,7%	24,3%	23,6%	12,7%	9,1%
Periodens resultat		107,6%	3494,5%	24,2%	26,9%	25,3%	14,2%	11,1%
Vinst per aktie		n.m.	n.m.	24,2%	26,9%	25,3%	14,2%	11,1%

Marginaler	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Bruttomarginal	26,5%	22,0%	25,1%	25,3%	25,5%	25,7%	25,9%	26,1%
EBIT-marginal	-1,3%	0,3%	5,3%	5,9%	6,7%	7,5%	7,9%	8,1%
EBITDA-marginal	0,1%	1,9%	7,5%	8,1%	8,9%	9,7%	10,1%	10,3%
EBT-marginal	-4,2%	0,4%	5,2%	5,9%	6,7%	7,5%	7,9%	8,1%
Vinstmarginal	-4,4%	0,2%	3,8%	4,4%	5,1%	5,8%	6,2%	6,4%

Balansräkning (kSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
TILLGÅNGAR								
Immateriella Anläggningstillgångar	3654	60411	57382	54116	52366	46586	41624	38223
Materiella anläggningstillgångar	506	636	770	799	1171	1088	1197	1099
Finansiella anläggningstillgångar	7279	3435	3435	3635	3835	3835	3835	3835
Summa anläggningstillgångar	11439	64482	61587	58549	57373	51509	46656	43157
Råvaror och förnödenheter	336	316	360	408	460	518	580	645
Kundfordringar och andra fordringar	14 858	41 091	41 326	41 582	41 862	42 169	42 498	42 848
Fordringar hos intresseföretag	561	0	0	0	0	0	0	0
Aktuella skattefordringar	422	238	238	238	238	238	238	238
Övriga fordringar	445	1 573	1 602	1 634	1 669	1 708	1 749	1 793
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1 891	5 134	5 237	5 349	5 471	5 606	5 750	5 903
Likvida medel	2 073	15 144	34 129	50 987	69 744	82 219	89 107	89 719
Summa omsättningstillgångar	20586	63496	82893	100198	119444	132458	139922	141146
Summa tillgångar	32025	127978	144480	158747	176817	183967	186578	184303
SUMMA EGET KAPITAL								
1507	61865	73220	87327	105222	112180	114586	112092	
SKULDER								
Uppskjuten skatt	92	5 639	5 639	5 639	5 639	5 639	5 639	5 639
Långfristiga låneskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Skulder till kreditinstitut	1 658	894	2 144	2 144	2 144	2 144	2 144	2 144
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	1750	6533	7783	7783	7783	7783	7783	7783
Checkräkningskredit	2 347	1 190	2 890	2 890	2 890	2 890	2 890	2 890
Skulder till kreditinstitut	850	1 440	3 490	3 490	3 490	3 490	3 490	3 490
Förskott från kunder	0	32	32	32	32	32	32	32
Leverantörsskulder	8 006	20 083	20 142	20 206	20 276	20 352	20 435	20 522
Skulder till intresseföretag	312	0	0	0	0	0	0	0
Aktuella skatteskulder	62	1 870	1 870	1 870	1 870	1 870	1 870	1 870
Övriga kortfristiga skulder	6 036	10 117	10 146	10 178	10 213	10 252	10 293	10 337
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	11 155	24 848	24 907	24 971	25 041	25 117	25 200	25 287
Kortfristiga skulder	28768	59580	63477	63637	63812	64004	64210	64428
Summa skulder	30518	66113	71260	71420	71595	71787	71993	72211
Summa eget kapital och skulder	32025	127978	144480	158747	176817	183967	186578	184303
Likviditet								
2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	
Balanslikviditet	0,7	1,1	1,3	1,6	1,9	2,1	2,2	2,2
Kassalikviditet	0,1	0,3	0,5	0,8	1,1	1,3	1,4	1,4
Soliditet								
2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	
Nettoskuld(-)/Nettokassa(+)	-2782	11620	25605	42463	61220	73695	80583	81195
Nettoskuld/EBITDA	-3235%	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
Nettoskuld/EK	2%	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
Skuld/EK	2025%	107%	97%	82%	68%	64%	63%	64%
Soliditet	5%	48%	51%	55%	60%	61%	61%	61%
Effektivitet								
2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	
Avkastning på tillgångarna	Neg.	0,2%	7,9%	8,9%	10,1%	12,2%	13,7%	15,4%
Avkastning på eget kapital	Neg.	1,0%	16,8%	17,6%	18,6%	20,6%	22,6%	25,1%
Avkastning på investerat kapital	Neg.	0,5%	17,0%	17,3%	17,8%	20,6%	22,7%	25,3%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (kSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Rörelseresultat	-1226	409	15658	19016	23599	29134	32798	35742
Avskrivningar	1 312	2 500	6 595	7 138	7 727	8 364	9 053	9 799
Finansnetto	-207	-171	-103	-80	-53	-21	17	58
Övriga justeringar	12	0	0	0	0	0	0	0
Betald skatt	-265	-6	-4200	-4829	-5651	-6696	-7219	-7375
KF löp.verksam. före rörelsekapital	-374	2732	17950	21245	25622	30781	34648	38225
Förändring varulager	155	260	-44	-48	-52	-58	-62	-66
Förändring fordringar	2 176	-12 314	-368	-399	-437	-480	-515	-547
Förändring leverantörsskulder	2 535	11 117	147	160	175	192	206	219
KF löp.verksam.efter rörelsekapital	4492	1795	17685	20958	25307	30435	34278	37831
Invest. immateriella anläggningstillg.	0	0	-3 500	-3 800	-5 900	-2 500	-4 000	-6 300
Invest. materiella anläggningstillgångar	-48	-435	-200	-100	-450	0	-200	0
Investeringar i koncernföretag	-1 500	0	0	0	0	0	0	0
Övriga investeringar	-560	179	0	-200	-200	0	0	0
KF investeringsverksamhet	-2 108	-256	-3 700	-4 100	-6 550	-2 500	-4 200	-6 300
Nyemission	0	5 387	0	0	0	0	0	0
Utdelning	0	-232	0	0	0	-15 460	-23 190	-30 920
Upptagna lån, netto	-457	-1 832	5 000	0	0	0	0	0
Övrigt	0	0	0	0	0	0	0	0
KF finansieringsverksamhet	-457	3 323	5 000	0	0	-15 460	-23 190	-30 920
Periodens kassaflöde	1927	4862	18985	16858	18757	12475	6888	612
Likvida medel, årets början	124	2073	15144	34129	50987	69744	82219	89107
Likvida medel, årets slut	2073	15144	34129	50987	69744	82219	89107	89719
Nyckeltal	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
KF löpande verksamhet/nettoomsättning	0%	2%	6%	7%	7%	8%	8%	9%
KF löpande verksamhet/tillgångar	-1%	2%	12%	13%	14%	17%	19%	21%

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