

Uppdatering: Kv3 2021

SPOTLIGHT GROUP AB

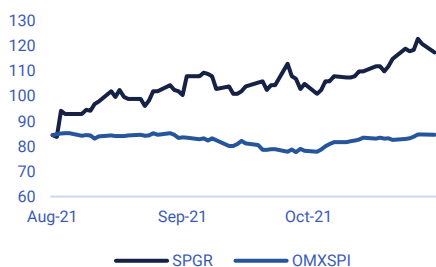
VD: Peter Gönczi
 SO: Thorbjörn Wennerholm
www.spotlightgroup.se

Bloomberg: SPGR:SS
 Reuters Eikon: SPGR.TE

Lista: Spotlight Stock Market

Aktie, senast: 117,5 kronor
 Marknadsvärde: 618 MSEK

AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	255,1	155,5	33,1	8,8

Källa: Thomson Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	56,2	76,6	101,8
Upp-/nedsida (%)	-52,1	-34,8	-13,3

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Jonatan Andersson
 Equity Analyst

Stigande provisionsintäkter skapar skalbarhet

Spotlight Group fortsätter att leverera både intäkter och lönsamhet över våra prognoser. Bolaget har sett en stark start på fjärde kvartalet och förväntar sig intäkter och resultat i linje med det tredje kvartalet. Vi har reviderat upp våra prognoser och tar upp det motiverade värdet till 76,6 kronor per aktie (67,8 kronor) för de kommande 6-12 månaderna.

Historik påvisar styrkan i det sammantagna erbjudandet

Via verksamhetsgrenen Spotlight Stock Market tillhandahåller Spotlight Group (bolaget) en handelsplattform anpassad för tillväxtbolag. Spotlight Stock Market är således en utmanare till Nasdaq First North Growth Market. Till skillnad från andra marknadsplatser erbjuder bolaget via fristående och tydligt separerade verksamhetsgrenar kompletterande och börsnära tjänster, så som finansiell rådgivning och emissionstjänster, compliance-verktyg, juridisk rådgivning, kommunikationsrådgivning och aktieanalys. Gruppen tillhandahåller därmed ett nästan heltäckande erbjudande för företag att växa i en publik miljö. Detta kan medföra försäljnings- och utvecklingsnyergerier samtidigt som kundnyttan kan öka genom effektiva processer. Nyligen adderades även kapitalförvaltning som ytterligare en verksamhetsgren, vilket är klart intressant.

Historiskt har Spotlight Group växt med 16,6 procent per år under perioden 2015-2020. Det påvisar styrkan i erbjudandet. År 2020 blev den redovisade rörelsemarginalen 12,2 procent. Denna marginal bör samtidigt kunna öka över tid.

Både intäkter och lönsamhet över förväntan

Under det tredje kvartalet 2021 redovisade bolaget en nettoomsättning på 49,1 miljoner kronor. Det motsvarar en stark tillväxt om 37,2 procent. Vår prognos låg på 46,7 miljoner kronor. Sedermera, som genererade provisionsintäkter på 17,4 miljoner kronor, växte med 39,3 procent (i jämförelsekvartalet, kv3 2020, var Nordic Issuing och Shark Communication en del av Sedermera). Vad som är riktigt intressant är att den genomsnittliga provisionsintäkten per genomförd transaktion blev 2,9 miljoner kronor och ökade då med 179 procent. Rörelseresultatet landade på 7,6 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 62,7 procent. Vår prognos låg på 6,6 miljoner kronor. Vinst efter skatt landade på 5,8 kronor motsvarande en tillväxt om 69,1 procent. Att lönsamheten växer snabbare än intäkterna kan till delar förklaras av skalbarhet i verksamheterna.

Starkt avslut på året och höjt motiverat värde per aktie

I rapporten framgår att bolaget ser en fortsatt hög efterfråga på sina tjänster och räknar med ett resultat under fjärde kvartalet i linje med det gångna tredje kvartalet. Med ytterligare ett starkt kvartal i ryggen och guidning för det fjärde kvartalet har vi justerat upp våra prognoser för helåret 2021 och efterföljande prognosperiod. Samtidigt skall noteras att handelsvolymen på Spotlight Stock Market har börjat plana ut strax över nio miljarder kronor per kvartal. Det signalerar att marknadsplatsens tillväxtbidrag i större utsträckning blir knutet till antalet nya företag som listas. Positivt är dock att bolaget verkar ha fått kontroll på antalet avnoteringar. Under det gångna kvartalet avnoterades två bolag. Det är väl under genomsnittet på sju bolag per kvartal från tredje kvartalet 2020 till andra kvartalet 2021.

I vår DCF-modell beräknas nu ett motiverat värde om 76,6 kronor per aktie (67,8) för de kommande 6-12 månaderna. Vår värdering motsvarar en P/E-tal på 16,9x prognosen för 2022.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	123,5	140,4	197,4	211,0	225,9	238,3
Summa rörelseintäkter	110,1	125,2	181,6	194,4	208,9	220,9
Rörelseresultat	10,2	15,2	31,9	30,1	34,8	39,9
Vinst efter skatt	7,3	11,4	25,0	23,9	27,7	31,7
Vinst per aktie	1,50	2,28	4,79	4,54	5,26	6,01
Utdelning per aktie	1,0	2,0	2,3	2,3	2,6	3,0
Tillväxt, nettoomsättning	9,2%	13,7%	40,6%	6,9%	7,1%	5,5%
Tillväxt, rörelseintäkter	14,6%	13,7%	45,0%	7,0%	7,5%	5,8%
Rörelsemarginal	9,2%	12,2%	17,6%	15,5%	16,7%	18,0%
EV/Sales (nettooms., nuv.)	4,7x	4,1x	2,9x	2,7x	2,6x	2,4x
EV/just. EBIT (nuv.)	53,1x	37,8x	17,6x	18,6x	16,2x	14,2x
P/E (nuv.)	84,8x	54,2x	24,7x	25,9x	22,4x	19,5x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

Spotlight Group (SPGR, bolaget eller gruppen) fortsätter att frodas på en fördelaktig marknad. Under det tredje kvartalet 2021 växte nettoomsättningen med 37,2 procent. Sedermera fortsätter att driva på tillväxten efter ett tydligt uppställ i genomsnittlig provisionsintäkt per kapitalisering. Redovisat rörelseresultat landade på 7,5 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 16,7 procent och en tillväxt på 62,7 procent. Att rörelseresultat växte snabbare än intäkterna är en effekt av skalbarheten i verksamheten. Efterfrågan på bolagets tjänster var fortsatt hög under det fjärde kvartalets första månad och gruppens ledning förväntar sig ett resultat under kv4 i linje med kv3.

Ett genomgående starkt kvartal

Spotlight Group redovisade en nettoomsättning, räknat som provisionsintäkter plus övriga rörelseintäkter, på 49,1 miljoner kronor under det tredje kvartalet 2021. Det motsvarar en hög tillväxt på 37,2 procent på årsbasis. Vår prognos för bolagets nettoomsättning var 46,7 miljoner kronor. Utfallet var således 5,1 procent över vår prognos. Totala rörelseintäkter, som räknas ut genom att reducera nettoomsättningen med räntenettet, provisionskostnader och nettoresultat av finansiella transaktioner, landade på 45,2 miljoner kronor. Vår prognos var 42,5 miljoner kronor. Redovisat rörelseresultat kom in på 7,6 miljoner kronor och växte med 62,7 procent. Det var än snabbare än intäkterna vilket påvisar skalbarhet där intäkter kan växa utan att kostnader behöver öka i samma takt. Vår prognos för rörelseresultatet var 6,6 miljoner kronor.

Både intäkter och lönsamhet kom in över våra förväntningar under det tredje kvartalet 2021.

Nedan visas en sammanställning av utfall jämfört med våra prognoser.

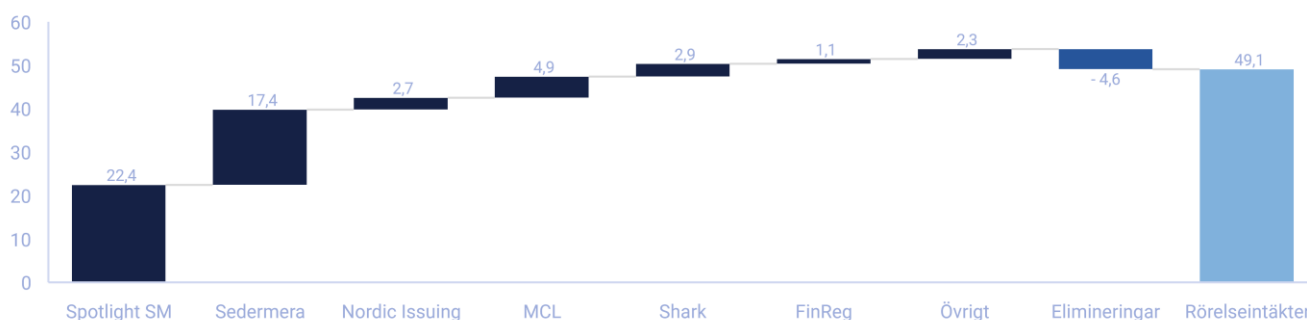
Finansiella nyckeltal (MSEK)

	Kv3, 2021A	Kv3, 2021P	Diff. (abs)	Diff. (%)
Nettoomsättning	49,1	46,7	2,4	5,1%
Räntenetto	0,0	0,0	0,0	-18%
Provisionsnetto	38,8	36,3	2,5	7%
Nettoresultat av finansiella transaktioner	-0,2	-0,1	-0,1	202%
Övriga rörelseintäkter	6,6	6,3	0,3	5%
Summa rörelseintäkter	45,2	42,5	2,7	6,3%
Rörelseresultat	7,6	6,6	0,9	14,3%
Rörelsemarginal	16,7%	15,5%		7,5%
Periodens resultat	5,8	5,2	0,6	11,0%
Vinstmarginal	12,9%	12,3%		4,5%
Resultat per aktie	1,11	1,00	0,11	11,4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nedan visas respektive verksamhetsgrens bidrag till nettoomsättningen under det tredje kvartalet 2021. Som framgår kommer det största bidraget från Spotlight Stock Market följt av Sedermera och MCL.

Nettoomsättning (MSEK) per verksamhetsgren, kv3 2021



Redovisade siffror för Spotlight Stock Market och Sedermera är beräknade som provisionsintäkter plus övriga rörelseintäkter för resp. verksamhetsgren. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Spotlight Stock Markets bidrag till nettoomsättningen motsvarande 46 procent under det tredje kvartalet 2021. Den är ned från 61 procent under samma kvartal föregående år. Sedermera ligger kvar på 35 procent, vilket kan bedömas som imponerande givet att Sedermera i jämförelsekvartalet (2020, kv3) inkluderade även Nordic Issuing och Shark Communication.

Andel av nettoomsättning, kv3 2020 jämfört med kv3 2021



Under kv3 2020 var Nordic Issuing och Shark Communication en del av Sedermera. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Vi bedömer att både MCL och Shark Communication har haft möjlighet att växa snabbare som separata bolag. Detta då respektive verksamhetsgren som egen enhet har fått ett tydligare fokus och därmed kan nyttja resurser och ta tillvara på möjligheter i en annan utsträckning.

Spotlight Stock Market

Spotlight Stock Markets provisionsintäkter uppgick till 22,9 miljoner kronor och ökade med 3,1 procent. Provisionsnettot ökade med 4,5 procent och uppgick till 19,2 miljoner kronor. Det är rimligtvis en effekt av bolagets kostnadsmodell för nyttjandet av NGM:s handelsplattform, Elasticia. Vår prognos låg på 22,6 miljoner kronor respektive 19,3 miljoner kronor. Intäktsmässigt levererade således Spotlight Stock Market i linje med förväntan.

Antalet avnoterade företag har fallit tillbaka vilket är klart positivt.

Som framgår i graf nedan har handelsvolymen på Spotlight Stock Market stabiliserats under de senaste tre kvartalen på nivåer strax över nio miljarder kronor. Med en handelsvolym som förefaller ha funnit en "ny normalnivå" sedan den kraftiga ökningen från slutet av 2019 blir Spotlight Stock Markets tillväxt i större utsträckning beroende på antalet listade företag. Det är därför extra intressant att se att antalet avnoteringar har minskat två kvartal i rad. Se graf nedan.

Noteringar, kv3 2020 jämfört med kv3 2021



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

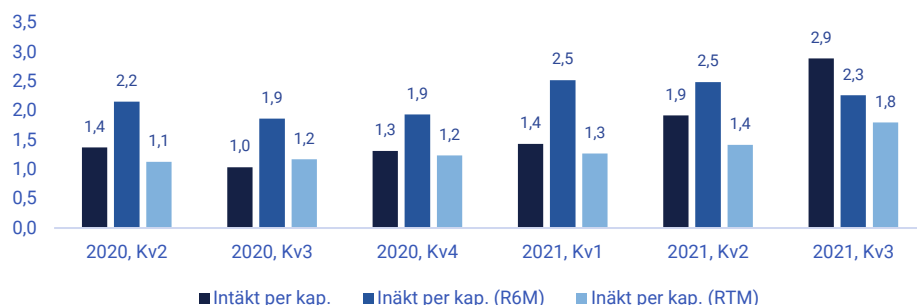
Spotlight Stock Market

Sedermeras provisionsintäkter uppgick till 17,4 miljoner kronor och ökade med 39,3 procent. Tillväxten är underskattad då jämförelsekvartalet (kv3, 2020) även inkluderar Nordic Issuing och Shark Communication. Vår prognos låg på 14,4 miljoner kronor och var således cirka tre miljoner lägre än utfallet.

Ökad genomsnittlig provisionsintäkt per uppdrag skapar skalbarhet i Corporate Finance-verksamheten.

En bidragande faktor till avvikelserna är uppstället i genomsnittlig provisionsintäkt per genomförd kapitalisering. Graf nedan visar genomsnittlig provisionsintäkt per genomförd kapitalisering på kvartalsbasis, jämfört med motsvarande på rullande sex och tolv månader. Uppstället under det tredje kvartalet 2021 var förhållandevis kraftigt, motsvarande cirka 190 procent jämfört med kv3 2020. Se graf nedan.

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



R6M = Rullande sex månader. RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Det kraftiga uppstället kan möjligen förklaras av att denna intäkt och genomförd kapitalisering redovisas på olika kvartal. Denna "problematik" kan mildras genom att "smeta" ut både intäkt och genomförda uppdrag över sex respektive tolv månader. Som framgår i graf ovan är trenden stigande oavsett analysmetod – vilket är positivt. Trenden kan rimligtvis till delar förklaras av stigande aktiekurser och värderingar, vilket möjliggör för företagen att ta in mer kapital. Ytterligare en möjlig förklaring är prishöjningar. Det är högt tryck på Corporate Finance-verksamheter, vilket skapar möjligheter att ta ut högre priser.

Resterade verksamhetsgrenar taktar på bra

Bolagets resterande verksamhetsgrenar taktar också på bra. MCL genererade intäkter på 4,9 miljoner kronor och växte med starka 63,1 procent. Vår prognos var 3,9 miljoner kronor. Shark Communication genererade intäkter på 2,9 miljoner kronor. Jämförelsekvartal saknas men det är vår bedömning att verksamhetsgrenen växer bra. Vår prognos var 2,4 miljoner kronor.

Nordic Issuing genererade intäkter på 2,7 miljoner kronor. Jämförelsekvartal saknas men det är vår bedömning att tillväxttakten var i linje med Sedermera. FinReg Solutions genererade intäkter på 1,1 miljoner kronor. Det var det första kvartalet efter konsolideringen av eAktiebok. Jämförelsekvartal saknas. Vår prognos var 1,0 miljoner kronor och det är vår uppfattning att FinReg kan internfakturera Spotlight Stock Market en del då företag som är listade på Spotlight Stock Market får tillgång till FinRegs lösningar genom medlemsavgiften.

Övrigt, då inkluderat analyshuset Kalqyl redovisade intäkter på 2,3 miljoner kronor. Intäkterna ökade med 953 procent. Vi bedömer dock att den stora ökningen inte är hänförlig till konsolideringen av Kalqyl. Vår prognos låg på 1,8 miljoner kronor. Gainbridge Capital har fått i gång verksamheten under det fjärde kvartalet. Som i föregående analys modellerar vi med att Gainbridge har cirka 150 miljoner kronor under förvaltning. Den fasta förvaltningsavgiften uppgår till 2,0 procent per år. Till detta finns en prestationsbaserad avgift.

Elimineringar som innefattar internfakturering kom in på minus 4,5 miljoner kronor. Det är en ökning med 157 procent och påvisar en hög interaktion mellan dotterbolagen, vilket i slutändan skall rendera i högre intäkter från extern part. Vi hade räknat med elimineringar på minus 3,8 miljoner kronor.

Investment case, prognoser och värdering

Spotlight Group har genom en kontinuerlig utveckling av sina tjänster ökat nettoomsättningen till en CAGR om 16,6 procent, 2014-2020. Med ett bra markandssentiment, relativt höga värderingar och en ekonomi som rör sig i rätt riktning har gruppen frodats även under innevarande år. Den historiska lönsamheten har varit medioker men marginalerna började öka kraftigt under det första kvartalet 2021. På rullande tolv månader har redovisat rörelseresultat ökat med 116 procent, vilket är imponerande givet de många tillväxtinitiativen. Med ytterligare ett bra kvartal i ryggen och guidning för det fjärde kvartalet har vi reviderat upp våra prognoser för helåret 2021 och efterföljande prognosperiod. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 76,6 kronor per aktie (67,8 kronor) för de kommande 6-12 månaderna.

Investment case: Marginaler rör sig i rätt riktning

Spotlight Group etablerades 1997 och består i dag av handelsplattformen Spotlight Stock Market liksom de fristående och tydligt separerade verksamhetsgrenarna Sedermera, MCL, Nordic Issuing, Shark Communication, FinReg Solutions, Gainbridge Capital och Kalqyl. Verksamhetsgrenarna kompletterar varandra väl med börsnära tjänster och medför förenklade processer som gynnar både kunden och bolaget.

Separerade och fristående men kompletterande verksamheter adderar värden till gruppen liksom kund.

Historisk tillväxt påvisar styrka med fortsatta förutsättningar på plats

Under åren 2016-2020 har gruppens nettoomsättning ökat med i genomsnitt 16,6 procent per år. Förmågan att växa även under de minst sagt skakiga marknadsförhållandena i kölvattnet av pandemin påvisar styrkan i gruppens sammantagna erbjudande och en motståndskraft mot temporära nedgångar på marknaden.

Förutsättningarna för tillväxt under de kommande kvartalen inom verksamhetsgrenarna Sedermera, MCL, Nordic Issuing och Shark Communication bedöms som goda. Detta bekräftas även av bolaget i den tredje kvartalsrapporten 2021. Dessa förutsättningar är i sin tur kopplade till marknadsutvecklingen och att ekonomin i stort utvecklas i rätt riktning. Med andra ord tror vi inte marknaden toppat ur och räknar med ett fortsatt högt antal IPO:er av företag i tidig fas och därmed också ett fortsatt stigande behov av tillväxtkapital.

Gruppen har också ytterligare tillväxtinitiativ i form av Gainbridge Capital och analysverksamheten under Kalqyl som bör kunna spåda på tillväxten ytterligare under de kommande åren. Satsningen med egen fondförvaltning bör även kunna ge lönsamheten ett bra lyft över tid. Givet det tidiga skede som dessa verksamheter befinner sig i är dock osäkerheten fortfarande hög.

Lönsamheten utvecklas i rätt riktning med uppsida kvar

Bolagets lönsamhet har historiskt befunnit sig på relativt mediokra nivåer, givet de verksamheter som bolaget bedriver – den genomsnittliga rörelsemarginalen ligger på 9,1 procent under åren 2016-2020. Under de två senaste åren har emellertid lönsamheten rört sig i rätt riktning. Även om marginalen backade något i det andra kvartalet var denna under det första kvartalet 2021 uppe och nosade på nivåer i linje med företag verksamma inom Corporate Finance och kapitalförvaltning – runt 20-30 procent. Listade börsplatser har rörelsemarginaler upp mot 60 procent. Så givet bolagets sammansättning av verksamheter borde rörelsemarginalerna kunna röra sig uppåt över tid allteftersom de nya verksamheterna växer i sina kostnader.

Fallande handelsaktivitet skulle svida

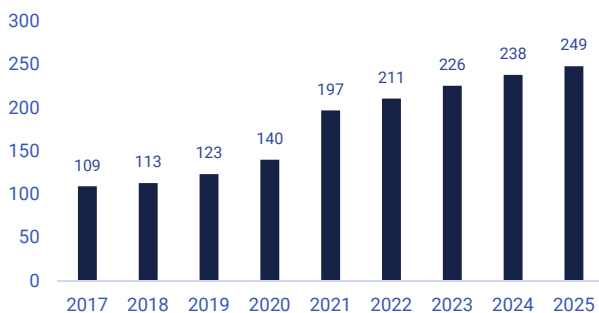
En risk som vi ser som kan hålla tillbaka tillväxten är avtagande handelsaktivitet. Handelsaktiviteten kan falla om investerarens handelsmönster och investeringsvilja minskar. Den kan också påverkas negativt av att större bolag, så som Angler Gaming eller Plejd, väljer att låta avnotera sig från bolagets 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.

Intäkts- och lönsamhetsprognoser, Spotlight Group

Höjd tillväxttakt med Gainbridge och analysverksamhet

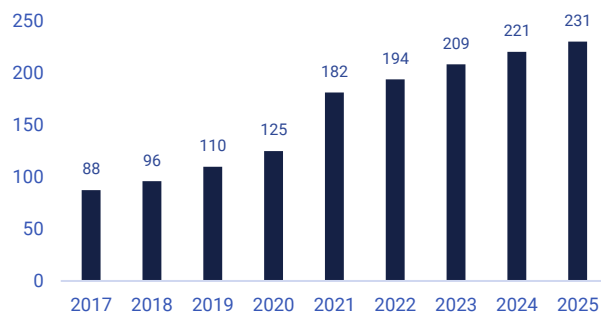
Under 2021 modellerar vi med en nettoomsättning på 197 miljoner kronor. Det är en uppjustering från tidigare drygt 191 miljoner kronor och beror i huvudsak på det starka tredje kvartalet samt fortsatt goda utsikter för resterande del av året.

Nettoomsättning 2017-2025P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Totala rörelseintäkter 2017-2025P (MSEK)

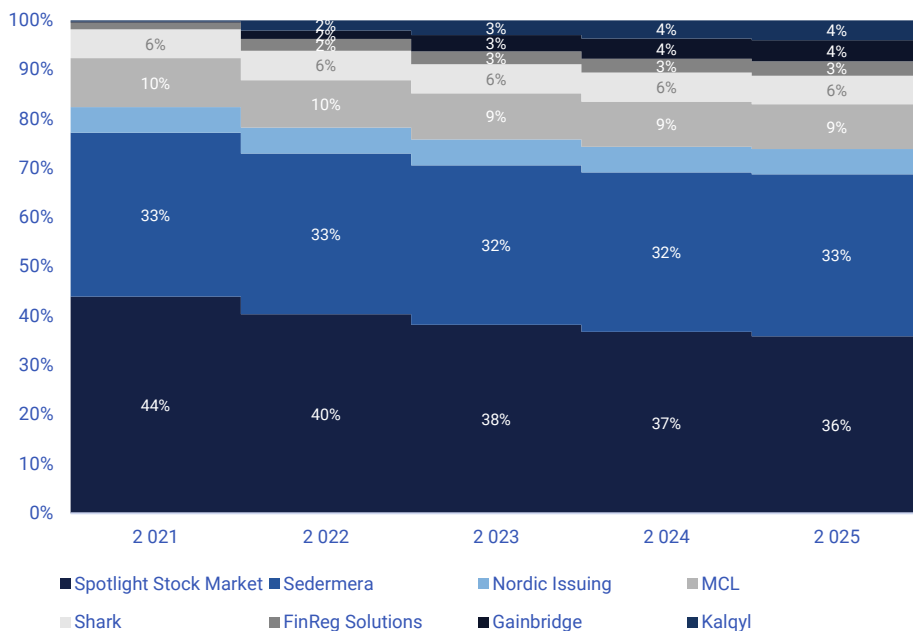


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Under prognosperioden, 2021-2025, räknar vi med att gruppen kan växa nettoomsättningen med i genomsnitt 12,1 procent per år. Det är upp från tidigare 10,6 procent i den föregående analysuppdateringen. Det är också en bit över bolagets egna mål om att i genomsnitt växa med minst tio procent per år.

Totala rörelseintäkter prognostiseras till 182 miljoner kronor under 2021 och antas växa med i genomsnitt 13,0 procent under åren 2021-2025. Nedan visas den antagna intäktsfördelningen före intäkter under Övrigt, elimineringar och andra negativa intäktsposter.

Antagen intäktsfördelning 2021-2025

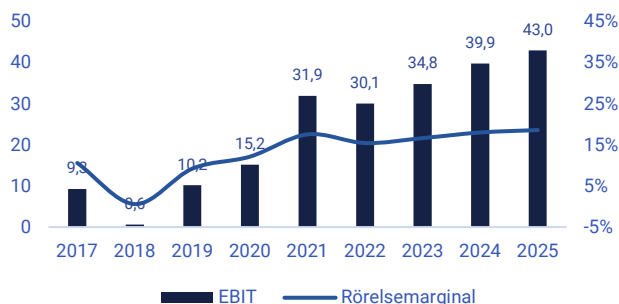


Utgående balans. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Förbättrad lönsamhet över tid

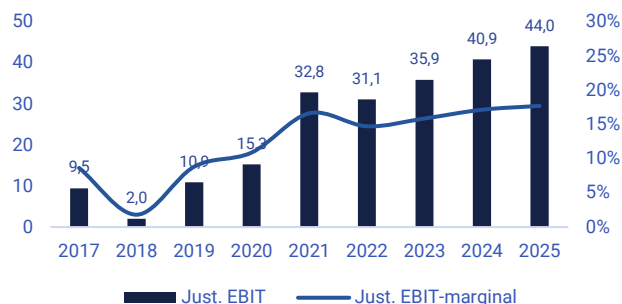
Vi räknar med att redovisat rörelseresultat för helåret 2021 kan landa på 31,9 miljoner kronor. Detta är en marginell uppjustering från tidigare 29,8 miljoner kronor. Vår prognos för redovisad rörelsemarginal (räknat på totala rörelseintäkter) blir 17,6 procent, upp från 17,1 procent i föregående analys. Som framgår i grafer nedan modellerar vi med ett tapp i redovisad rörelsemarginal under 2022. Detta är en effekt av antagandet om en lägre andel handelsintäkter.

Redov. rörelseres. (MSEK) och rörelsemarg. (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Just. rörelseres. (MSEK) och rörelsemarg. (%)



Justerat rörelseresultat är beräknat som nettoomsättning minus provisionskostnader, allmänna admin.kostnader och av- och nedskrivningar samt övriga rörelsekostnader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

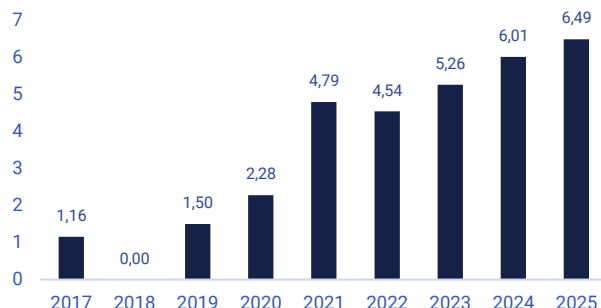
Över tid räknar vi med att den redovisade rörelsemarginalen kan klättra upp mot 18,6 procent till utgången av 2025. Detta är en marginell uppjustering sedan den senaste analysen då motsvarande var 18,3 procent. Samtidigt är det väl över bolagets egen målbild om att kunna leverera en genomsnittlig rörelsemarginal överstigande tio procent.

Prognostiserad vinst efter skatt (MSEK) och marginal (%)



Vinstmarginal beräknad på totala rörelseintäkter. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Prognostiserad vinst per aktie (kronor)



Historik justerat för split 2020. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Motiverat värde inom ett intervall

För att beräkna ett motiverat rörelsevärde på SPGR har vi använt en DCF-modell. I modellen nuvärdesberäknar vi framtida förväntade kassaflöden med en årlig diskonteringsränta om 12,2 procent.

I basscenariot beräknas ett motiverat värde om 76,6 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna.

Med hjälp av denna metod beräknar vi ett motiverat rörelsevärde (EV) för SPGR om 363,9 miljoner kronor. Tillsammans med en antagen nettokassa vid utgången av det tredje kvartalet 2021 beräknas ett totalt aktievärde om 403,1 miljoner kronor. Givet cirka 5,3 miljoner utestående aktier beräknas ett motiverat värde i vårt basscenario till 76,6 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna. Det motiverade värdet i basscenariot är en tydlig uppjustering från 67,8 kronor per aktie i vår tidigare analys. Uppjusteringen är i huvudsak en effekt av uppreviderade intäkts- och lönsamhetsprognoser.

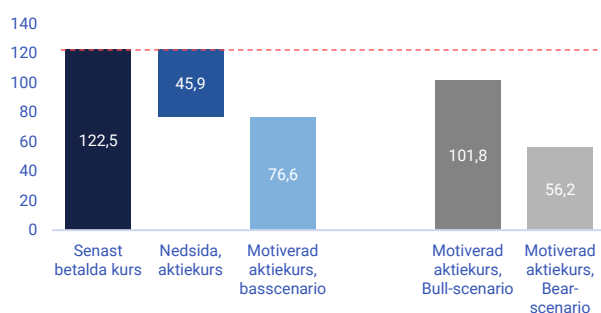
Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	99,4	Risikfri ränta, prognostiserad period	0,3%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	264,5	Marknadsriskpremie	7,7%
Rörelsevärde (EV)	363,9	Småbolagspremie	3,1%
Nettokassa	39,3	Beta	1,1x
Aktievärde	403,1	Avkastningskrav, EK	12,2%
Antal akter (milj.)	5,3	Belåningsgrad	0,0%
Motiverat värde per aktie (kr)	76,6	WACC	12,2%
		Bolagsspec. Tillägg	0,0%
Antaganden		Värderingsmultiplar	
CAGR nettoomsättning, 2020-2025	12,1%	EV/sales, 2021 (nettooms.)	1,8x
Redov. rörelsemarginal, 2025	18,6%	EV/sales, 2022 (nettooms.)	1,7x
Just. rörelsemarginal, 2025	17,7%	EV/just. EBIT, 2021	11,7x
Tillväxttakt, evighet	3,5%	EV/just. EBIT, 2022	12,5x
Skattesats	20,6%	P/E 2022	16,9x
		Disk.ränta	12,2%
		Disk.ränta TV	12,2%

Källa: Carlsquare prognoser

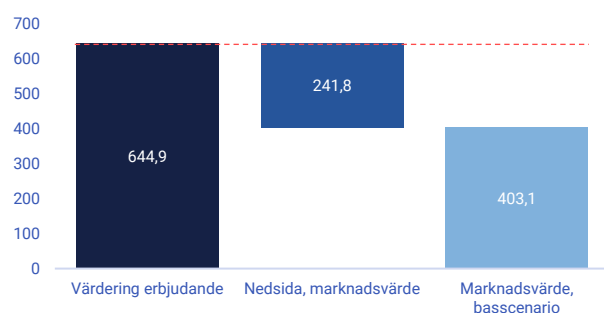
Det motiverade värdet om 76,6 kronor per aktie hamnar i intervallet 56,2 kronor per aktie i ett mer försiktigt Bear-scenario till 101,8 kronor per aktie givet ett mer optimistiskt Bull-scenario.

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Implicit P/S (nettooms.)	3,3x	2,9x	2,0x	1,9x	1,8x	1,7x	1,6x
Implicit P/E	55,3x	35,3x	16,1x	16,9x	14,6x	12,7x	11,8x
Implicit EV/Sales (nettooms.)	2,9x	2,6x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	1,5x
Implicit EV/EBITDA (redov.)	20,9x	16,0x	9,9x	10,4x	8,9x	7,7x	7,4x
Implicit EV/EBIT (redov.)	38,5x	24,0x	11,7x	12,5x	10,8x	9,4x	8,7x
Implicit EV/EBIT (justerat)	33,4x	23,8x	11,1x	11,7x	10,1x	8,9x	8,3x

Källa: Carlsquare prognoser

Det motiverade värdet om 76,6 kronor per aktie motsvarar ett P/E-tal på 16,9x vår vinstprognos 2022. Företag verksamma inom Corporate Finance och kapitalförvaltning listade i Norden handlas till P/E 2022 på 14,3x. Företag inom Corporate Finance och kapitalförvaltning listade i Europa handlas till P/E 2022 på 14,7x. Börser och handelsplatser handlas till P/E 22,7x 2022.

Värderingsintervall

För att landa i en övre gräns på ett värderingsintervall (Bull) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 15,0 procent (12,1 procent i basscenariot). Vi har också genomgående höjt de justerade rörelsemarginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 20,0 procent år 2025 (17,7 procent i basscenariot). Bull-scenariot ger ett motiverat värde om 101,8 kronor per aktie.

För att landa i en nedre gräns av intervallet (Bear) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 10,0 procent. Vi har genomgående reducerat de justerade rörelsemarginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 15,0 procent år 2025. Detta Bear-scenario ger ett motiverat värde om 56,2 kronor per aktie.

Värdering i basscenariot: En rimlighetsbedömning

Det är svårt att hitta listade företag vars verksamhet exakt överensstämmer med den som gruppen bedriver och/eller har en liknande sammansättning av verksamheter, tillväxt och marginaler som SPGR. Vi har dock identifierat ett antal företag/koncerner med en någorlunda fokuserad verksamhet kring Corporate Finance och blockaffärer/aktiemäkleri samt kapitalförvaltning listade i Europa. Som framgår handlas denna referensgrupp till ett medianvärde avseende P/E 2022 om mellan 14,3x och 14,7x. Börser och handelsplatser handlas till ett P/E 2022 på 22,7x. Referensgruppens medianvärde för P/E 2022 är 19,0x.

Finansiella rådgivare, börsvärden (MSEK) och nyckeltal

	MCAP (MSEK)	Tillväxt 2022P	EBIT-marginal 2022P	P/S, LTM	P/S 2021	P/S 2022	P/E LTM	PE 2021	PE 2022
IB/AM/Brokers: Norden									
ABG Sundal Collier Holding ASA	4 428	NaN	NaN	1,5x	NaN	NaN	8,0x	NaN	NaN
Catella AB (publ)	3 379	28%	3%	1,8x	2,0x	1,6x	22,3x	34,5x	14,4x
Mangold Fondkommission AB	2 937	NaN	NaN	13,7x	NaN	NaN	39,6x	NaN	NaN
United Bankers Oyj	1 412	4%	30%	3,7x	3,3x	3,2x	26,7x	15,2x	14,3x
Median	3 158	16%	17%	2,8x	2,7x	2,4x	24,5x	24,8x	14,3x
Genomsnitt	3 039	16%	17%	5,2x	2,7x	2,4x	24,2x	24,8x	14,3x
IB/AM/Brokers: International									
Numis Corporation Plc	4 323	Neg.	31%	1,9x	1,7x	2,1x	9,4x	8,5x	NaN
FRP Advisory Group plc	3 280	5%	26%	3,6x	3,3x	3,1x	29,1x	17,3x	16,2x
finnCap Group plc	699	Neg.	20%	1,2x	1,3x	NaN	10,3x	8,2x	NaN
Raymond James Financial, Inc.	177 630	11%	17%	2,7x	1,9x	1,8x	20,8x	13,8x	14,7x
Jefferies Financial Group Inc.	91 668	Neg.	28%	7,3x	1,3x	1,7x	8,4x	7,3x	12,2x
Houlihan Lokey, Inc.	69 176	3%	29%	4,1x	3,9x	3,8x	23,1x	19,1x	20,0x
Berliner Effektengesellschaft AG	11 662	NaN	NaN	4,2x	NaN	NaN	18,4x	NaN	NaN
Rothschild & Co SCA	29 263	Neg.	34%	1,4x	1,1x	1,2x	10,8x	5,4x	7,8x
Alantra Partners, S.A.	6 171	NaN	NaN	2,6x	NaN	NaN	20,2x	NaN	NaN
Median	11 662	5%	28%	2,7x	1,7x	1,9x	18,4x	8,5x	14,7x
Genomsnitt	43 763	6%	26%	3,2x	2,1x	2,3x	16,7x	11,4x	14,2x
Börser/handelsplatser									
Deutsche Börse AG	272 192	7%	50%	6,6x	7,9x	7,4x	25,8x	22,5x	20,9x
Euronext N.V.	106 986	15%	50%	9,2x	8,3x	7,2x	0,0x	19,7x	18,5x
London Stock Exchange Group plc	457 338	7%	35%	9,1x	5,7x	5,4x	46,3x	25,5x	23,0x
Nasdaq, Inc.	304 931	4%	52%	5,9x	10,5x	10,1x	36,9x	28,9x	28,1x
CME Group Inc.	681 067	4%	63%	18,4x	16,9x	16,2x	40,4x	33,1x	30,3x
Intercontinental Exchange, Inc.	660 820	3%	58%	10,8x	10,8x	10,5x	40,2x	26,8x	25,0x
Cboe Global Markets, Inc.	121 417	4%	63%	4,1x	9,7x	9,4x	31,9x	22,9x	22,4x
TMX Group Limited	52 176	5%	51%	8,2x	7,8x	7,4x	26,8x	19,2x	19,0x
Median	288 562	5%	52%	8,7x	9,0x	8,4x	34,4x	24,2x	22,7x
Genomsnitt	332 116	6%	53%	9,0x	9,7x	9,2x	31,1x	24,8x	23,4x
Hela referensgruppen, median				4,1x	3,9x	4,6x	23,1x	19,2x	19,0x
Hela referensgruppen, genomsnitt				5,8x	5,7x	5,7x	23,6x	19,3x	19,1x
Spotlight Group (nuv.)*	619			3,3x	3,1x	2,9x	27,5x	24,7x	25,9x
Spotlight Group (CSQ imp.)	403	7%	15%**	17,9x	2,0x	1,9x	17,9x	16,1x	16,9x

*S avser nettoomsättning. **Avser redovisat EBIT dividerat med Totala rörelseintäkter. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Risker och utmaningar

Covid-19 fick världens aktiemarknader att krascha i mitten på mars 2020. Samtidigt sattes även världens ekonomier på paus, då även Sverige om än i något lindrigare utsträckning än många andra länder. Detta har medfört ofördelaktiga marknadsförhållanden som rimligtvis har hämmat gruppens utveckling under 2020. Ytterligare vågor av varianter med fler restriktioner i kölvattnet av pandemin kan medföra nya perioder av ofördelaktiga marknadsförhållanden.

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

Spotlight Stock Market har fram till och med det första kvartalet 2021 netto minskat antalet noterade företag, främst till följd av listbyten. Denna trend har nu brutits. Sedan utgången av första kvartalet 2021 har antalet listade företag på Spotlight Stock Market ökat netto med fyra stycken vid utgången av det tredje kvartalet 2021. Att förlora bolag som växer är negativt för gruppen men också en naturlig del av verksamheten, givet bolagets fokus på tillväxtbolag.

Vidare är aktieomsättningen förhållandevis koncentrerad till ett begränsat antal bolag. Att tappa någon av dessa högomsättande bolag skulle sannolikt ha en synbar effekt på de handelsrelaterade intäkterna men också på lönsamheten.

Den befintliga konkurrensen för Spotlight Stock Market är stenhård. Nasdaq First North Growth Market är på stark frammarsch. Konkurrensen tilltar även från alternativa finansieringsmöjligheter. Däribland finns exempelvis Pepins som inkräktar på SPGR:s målgrupp. Nyligen har Pepins tillsammans med NGM öppnat en handelsplats för veckovis handel.

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

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1, 2020	Kv2, 2020	Kv3, 2020	Kv4, 2020	Kv1, 2021	Kv2, 2021	Kv3, 2021	Kv4, 2021
Nettoomsättning	30,9	34,7	35,8	39,0	42,0	54,8	49,1	51,6
Totala rörelseintäkter	27,5	31,0	31,4	35,4	38,1	50,5	45,2	47,8
EBITDA	3,3	7,1	6,9	6,3	8,9	10,5	9,2	9,2
Rörelseresultat	1,3	4,9	4,6	4,4	7,7	9,2	7,6	7,5
Vinst efter skatt	1,0	3,6	3,4	3,4	6,1	7,2	5,8	5,9
Vinst per aktie	0,21	0,73	0,67	0,66	1,19	1,37	1,11	1,12

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, årsbasis (MSEK)

	2018*	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Totala provisionsintäkter	91,7	103,1	133,8	171,7	181,8	193,7	203,7	212,1
Övriga rörelseintäkter	21,3	20,3	6,6	25,7	29,2	32,2	34,7	36,4
Nettoomsättning	113,1	123,5	140,4	197,4	211,0	225,9	238,3	248,5
Nettores. av finansiella transaktioner	-1,5	-0,6	0,0	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Räntenetto	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Provisionskostnader	-15,5	-12,6	-15,1	-14,9	-15,6	-16,0	-16,4	-16,8
Summa rörelseintäkter	96,1	110,1	125,2	181,6	194,4	208,9	220,9	230,7
Allmänna admin.kostnader	-90,7	-89,3	-98,6	-138,9	-153,1	-161,3	-167,1	-174,5
Av- och nedskrivningar	-0,7	-7,9	-7,6	-5,9	-6,1	-7,2	-8,1	-7,1
Övriga rörelsekostnader	-4,1	-2,7	-3,8	-4,8	-5,1	-5,5	-5,8	-6,0
Totala rörelsekostnader	-111,0	-112,6	-125,1	-164,6	-179,9	-190,0	-197,4	-204,5
Redovisat rörelseresultat	0,6	10,2	15,2	31,9	30,1	34,8	39,9	43,0
Just. EBIT	2,0	10,9	15,3	32,8	31,1	35,9	40,9	44,0
Just. EBITDA	2,7	18,8	22,9	38,7	37,2	43,1	49,0	51,2
Skatt	-0,9	-2,9	-3,8	-6,9	-6,2	-7,2	-8,2	-8,9
Res. efter skatt	-0,3	7,3	11,4	25,0	23,9	27,7	31,7	34,2

Tillväxt	2018*	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Totala provisionsintäkter	-1,3%	12,5%	29,8%	28,3%	5,9%	6,6%	5,1%	4,2%
Övriga rörelseintäkter	29,0%	-4,7%	-67,5%	289,7%	13,4%	10,2%	7,8%	4,9%
Nettoomsättning	3,3%	9,2%	13,7%	40,6%	6,9%	7,1%	5,5%	4,3%
Summa rörelseintäkter	19,3%	17,2%	13,7%	40,6%	22,6%	17,2%	14,1%	12,1%

Marginaler	2018*	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Redovisad rörelsemarginal	0,6%	9,2%	12,2%	17,6%	15,5%	16,7%	18,0%	18,6%
Just. EBIT-marginal	1,8%	8,8%	10,9%	16,6%	14,7%	15,9%	17,2%	17,7%
Vinstmarginal	-0,4%	6,6%	9,1%	13,8%	12,3%	13,2%	14,3%	14,8%

Justerat rörelseresultat = Nettoomsättning reducerat med provisionskostnader, allmänna administrationskostnader, av- och nedskrivningar och övriga rörelsekostnader. ⁴Just. Rörelsemarginal = Justerat rörelseresultat dividerat med nettoomsättning. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Balansräkning (MSEK)

	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
TILLGÅNGAR								
Utlåning till kreditinst.	14,0	18,8	42,6	43,5	55,6	72,8	92,9	112,4
Aktier och andelar	1,5	1,8	1,4	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Immateriella anläggningstillg.								
Goodwill	26,0	26,0	26,0	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3
Övriga immateriella tillg.	4,4	3,0	3,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Materiella anläggningstillg.								
Inventarier	4,6	4,9	5,4	7,9	8,1	7,1	5,2	4,4
Nyttjanderätter	0,0	6,9	5,1	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Övriga tillgångar	25,3	22,0	16,2	22,6	24,1	25,9	27,3	28,4
Förutbet. kostnader och upplupna intäkt.	4,5	11,7	5,4	10,9	11,6	12,5	13,1	13,7
Summa tillgångar	80,3	95,0	105,1	134,5	149,0	167,9	188,1	208,5
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital								
Aktiekapital	12,1	12,1	12,9	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
Övrigt tillskjutet kapital	0,0	0,0	12,0	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Innehav utan bestämmande inflytande	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Balanserat resultat	40,0	39,7	34,5	54,9	66,4	80,7	97,5	115,4
Periodens resultat	-0,3	7,3	11,4	5,9	6,3	7,7	8,7	9,2
Summa eget kapital	51,8	59,1	70,8	89,5	101,4	117,1	135,0	153,3
Övriga skulder	11,0	11,5	9,9	19,4	20,7	22,2	23,4	24,4
Leasingskulder hänförl. till finansiella leasingavtal	0,0	5,7	4,6	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	17,5	18,7	18,8	20,5	21,9	23,5	24,7	25,8
Summa skulder	28,5	35,9	33,3	44,0	46,6	49,7	52,2	54,2
Summa eget kapital och skulder	80,3	95,0	105,1	134,5	149,0	167,9	188,1	208,5
Soliditet								
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	3,0	7,4	42,6	43,5	55,6	72,8	92,9	112,4
Nettoskuld/just. EBITDA	n.m.	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.	n.m.
Skuld/EK	21%	19%	14%	22%	20%	19%	17%	16%
Soliditet	65%	62%	67%	67%	68%	70%	72%	74%
Lönsamhetsmått								
ROA (inkl. kassa)	0,7%	10,7%	14,5%	23,7%	20,2%	20,8%	21,2%	20,6%
ROE	-0,7%	12,3%	16,1%	27,9%	23,6%	23,6%	23,5%	22,3%
ROIC	1,7%	10,8%	19,1%	29,4%	27,5%	31,1%	35,3%	37,7%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Löpande verksamhet								
Rörelseresultat	0,6	10,2	15,2	31,9	30,1	34,8	39,9	43,0
Justeringar	-1,8	9,4	8,6	8,6	6,1	7,2	8,1	7,1
Betad inkomstskatt	-2,0	-3,5	-3,5	-4,7	-6,2	-7,2	-8,2	-8,9
Delta rörelsekapital	-6,5	-2,5	9,5	-7,0	0,4	0,5	0,4	0,3
KF, löpande verksamhet	-9,7	13,6	29,8	28,8	30,4	35,4	40,2	41,6
Investeringsverksamheten								
Köp av andelar i dotterbolag	0,0	0,0	0,0	-12,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Köp/försäljning av materiella tillgångar	-1,5	-1,2	-1,4	-4,1	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7
Köp/försäljning av immateriella tillgångar	-4,4	0,0	-1,5	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Netto, köp/försäljningar av värdepapper	3,4	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
KF, investeringsverksamhet	-2,5	-2,9	-1,9	-18,9	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7
Finansieringsverksamheten								
Amortering av leasingskuld	0,0	-5,8	-4,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
Emission	0,0	0,0	5,5	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utbetald utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	-5,2	-10,3	-12,0	-11,9	-13,8	-15,8
KF, finansieringsverksamhet	0,0	-5,8	-4,2	-9,0	-14,6	-14,5	-16,4	-18,4
Periodens kassaflöde	-12,2	4,9	23,8	0,9	12,1	17,2	20,1	19,5
Likvida medel, periodens börj.	26,2	14,0	18,8	42,6	43,5	55,6	72,8	92,9
Likvida medel, periodens slut	14,0	18,8	42,6	43,5	55,6	72,8	92,9	112,4
Nyckeltal	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
KF, löpande verksamhet/nettoomsättning	n.m.	0,1x	0,2x	0,1x	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x
Kassaflöde, löp.verk./tillgångar	n.m.	0,1x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Utdelning per aktie (kr)	0,00	1,00	2,00	2,28	2,27	2,63	3,01	3,24

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson och Jonatan Andersson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.