

Uppdatering: Kv4 2021

SPOTLIGHT GROUP AB

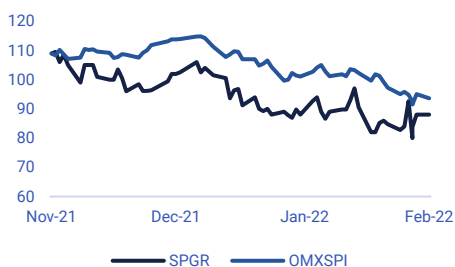
VD: Peter Gönczi
SO: Thorbjörn Wennerholm
www.spotlightgroup.se

Bloomberg: SPGR:SS
Reuters Eikon: SPGR.TE

Lista: Spotlight Stock Market

Aktie, senast: 88,0 kronor
Marknadsvärde: 465 MSEK

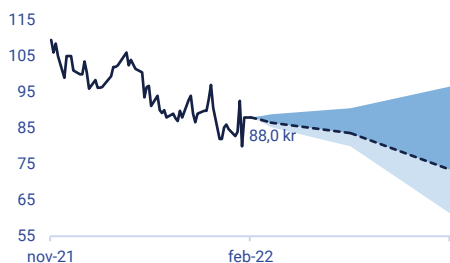
AKTIEKURSUTVECKLING



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

Källa: Thomson Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	61,3	73,5	96,6
Upp-/nedsida (%)	-30	-17	10

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Jonatan Andersson
Equity Analyst
Fredrik Nilsson
Associate Equity Analyst

Tilltagande kortsiktig risk

Spotlight Group hade en stark avslutning på 2021 i linje med förväntningarna. På helåret ökade nettoomsättningen med 40,7 procent och rörelseresultatet med imponerande 104,3 procent. Den volatila handeln och fallande intresse för tillväxtbolag kan sätta käppar i hjulen i det korta perspektivet. Vi har gjort vissa justeringar i prognoser för intäkter och lönsamhet, vilket sänker motiverat värde till 73,5 kronor per aktie (76,6) 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 samt kapitalförvaltning. Gruppen tillhandahåller därmed ett nästan heltäckande erbjudande för företag att växa i en publik miljö. Detta kan medföra försäljnings- och utvecklingssynergier samtidigt som kundnyttan kan öka genom effektiva processer.

Historiskt har Spotlight Group växt med 19,8 procent per år under perioden 2015-2021. Det påvisar styrkan i erbjudandet. År 2021 ökade den redovisade rörelsemarginalen till 15,7 procent. Denna marginal bör samtidigt kunna öka ytterligare över tid.

Stark avslutning på 2021 i linje med förväntan

Under det fjärde kvartalet 2021 redovisade bolaget en nettoomsättning på 51,8 miljoner kronor. Det motsvarar en stark tillväxt om 32,8 procent. Utfallet var i linje med vår prognos. Sedermera, som genererade provisionsintäkter på 17,6 miljoner kronor, växte med 6,9 procent. Det trots att Nordic Issuing och Shark Communication var en del av Sedermera i jämförelsekvartalet, kv3 2020. Spotlight Stock Market ökade sina provisionsintäkter med höga 11,6 procent. Dock är handelsvolymerna ned, vilket avspeglar allmänt reducerad investeringsvilja i tillväxtbolag.

Rörelseresultatet landade på 6,7 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 51,7 procent. Vår prognos låg på 7,5 miljoner kronor.

Kortsiktig oro sänker motiverat värde om än marginellt

Med en skakig start på världens aktiemarknader till följd av snabbt stigande räntor och Ryssland/Ukraina-konflikten tror vi att den kortsiktiga utvecklingen för både Spotlight Stock Market och Sedermera kan hämmas. Dock tror vi att intresset för tillväxtaktier kommer tillbaka när ränte- och det geopolitiska läget stabiliserats. Med andra ord bedömer vi att de långsiktiga utsikterna ser fortsatt goda ut, givet bolagets position på marknaden och tillväxtinitiativ. Vi har gjort marginella justeringar till vår intäktsprognos. Dock var antalet medarbetare vid periodens utgång 98, jämfört med vår prognos på 88. Mot bakgrund av detta samt fallande handelsvolym under det fjärde kvartalet har vi tagit ned vår prognos för rörelsemarginalen 2022 till 9,0 procent.

I vår DCF-modell beräknas nu ett motiverat värde om 73,5 kronor per aktie (76,6) för de kommande 6-12 månaderna. Vår värdering motsvarar en P/E-tal på 28,5x prognos för 2022 och 16,2x 2023

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	123,5	140,4	197,4	207,9	226,8	239,3
Summa rörelseintäkter	110,1	125,2	181,8	192,2	210,2	222,3
Rörelseresultat	10,2	15,2	31,1	18,6	30,7	34,9
Vinst efter skatt	7,3	11,4	23,7	13,6	23,9	27,4
Vinst per aktie	1,50	2,28	4,52	2,59	4,53	5,19
Utdelning per aktie	1,0	2,0	2,2	2,2	2,3	2,6
Tillväxt, nettoomsättning	9,2%	13,7%	40,6%	5,3%	9,1%	5,5%
Tillväxt, rörelseintäkter	14,6%	13,7%	45,1%	5,8%	9,4%	5,7%
Rörelsemarginal	8,2%	10,8%	15,7%	9,0%	13,5%	14,6%
EV/Sales (nettooms., nuv.)	3,6x	3,1x	2,2x	2,1x	1,9x	1,8x
EV/just. EBIT (nuv.)	40,2x	28,7x	13,8x	22,4x	13,9x	12,2x
P/E (nuv.)	63,7x	40,7x	19,6x	34,1x	19,4x	17,0x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

Spotlight Group (SPGR, bolaget eller gruppen) har under 2021 frodats under fördelaktiga marknadsförhållanden. Under det fjärde kvartalet 2021 växte nettoomsättningen med 32,8 procent. Samtliga verksamhetsgrenar bidrar till tillväxten, vilket är klart positivt. Redovisat rörelseresultat växte med hela 51,7 procent för att landa på 6,7 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 13,0 procent. Att rörelseresultat växte snabbare än intäkterna är en effekt av skalbarheten i verksamheten. Inledningen av år 2022 har varit stökig, något som kan hämma utvecklingen på kort sikt men bolaget ser fortsatt god långsiktig efterfrågan.

Ett genomgående starkt kvartal

Spotlight Group redovisade en nettoomsättning, räknat som provisionsintäkter plus övriga rörelseintäkter, på 51,8 miljoner kronor under det fjärde kvartalet 2021. Det motsvarar en hög tillväxt på 32,6 procent på årsbasis. Vår prognos för bolagets nettoomsättning var 52,6 miljoner kronor. Utfallet var således i linje med vår prognos. Totala rörelseintäkter, nettoomsättning reducerat med räntenetto, provisionskostnader och nettoresultat av finansiella transaktioner, landade på 48,0 miljoner kronor. Vår prognos var 47,8 miljoner kronor. Redovisat rörelseresultat kom in på 6,7 miljoner kronor och växte med 51,7 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 7,5 miljoner kronor. Den redovisade marginalen var således något lägre än vår prognos. Tabell nedan visar en sammanställning av utfall jämfört med våra prognoser.

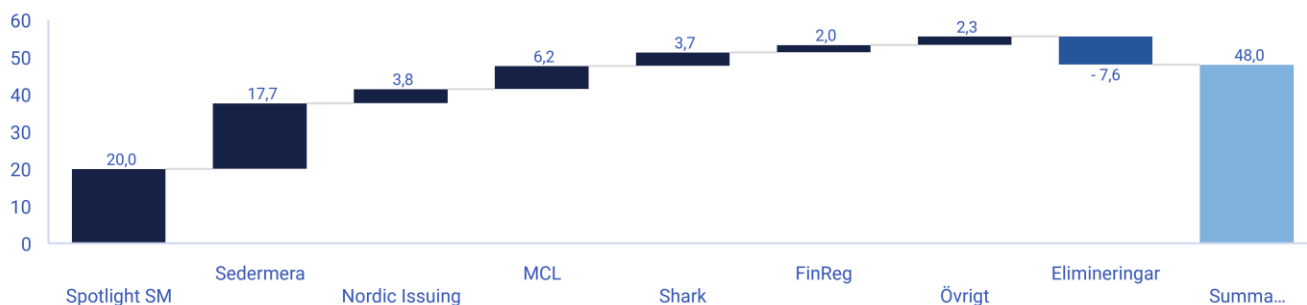
Både intäkter och lönsamhet kom in över våra förväntningar under det tredje kvartalet 2021.

Utfall jämfört med Carlsquare prognos, kv4 (MSEK)

	Kv4, 2021A	Kv4, 2021P	Diff. (abs)	Diff. (%)
Nettoomsättning	51,8	51,6	0,2	0,4%
Räntenetto	0,0	0,0	0,0	0%
Provisionsnetto	38,8	40,9	-2,1	-5%
Nettoresultat av finansiella transaktioner	-0,2	-0,2	0,0	0%
Övriga rörelseintäkter	6,6	7,1	-0,5	-7%
Summa rörelseintäkter	48,0	47,8	0,2	0,4%
Rörelseresultat	6,7	7,5	-0,8	-11,0%
Rörelsemarginal	14,0%	15,8%		-11,3%
Periodens resultat	5,8	5,9	-0,1	-1,0%
Vinstmarginal	12,1%	12,3%		-1,4%
Resultat per aktie (kr)	1,11	1,12	-0,01	-0,9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Summa rörelseintäkter (MSEK) per verksamhetsgren, kv4 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 45 procent under det fjärde kvartalet 2021. Den är ned från 53 procent under samma kvartal föregående år. Sedermeras andel har backat till 35 procent. Det kan till stora delar förklaras av att Nordic Issuing och Shark Communication var en del av Sedermera under jämförelsekvartalet. MCL ökade sin andel, vilket påvisar stark frammarsch.

Andel av nettoomsättning, kv4 2020 jämfört med kv4 2021



Under kv4 2020 var Nordic Issuing och Shark Communication en del av Sedermera. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Spotlight Stock Market ökar noterade företag, netto

Under det gångna kvartalet uppgick Spotlight Stock Markets provisionsintäkter till 23,1 miljoner kronor och ökade med 11,6 procent. Provisionsnettot ökade med 14,1 procent till 20,0 miljoner kronor. Handelsvolymerna backade dock med cirka 11 procent i förhållande till samma kvartal föregående år.

Antalet avnoterade företag har fallit tillbaka vilket är klart positivt.

Handelsvolymen backade med 11,1 procent. Dock var den genomsnittliga provisionsintäkten per bolag högre under det fjärde kvartalet 2021 jämfört med samma kvartal 2020. Det signalerar att höjda avgifter för de listade företagen vägde upp för lägre handelsrelaterade intäkter.

Listade företag, noteringar och avnoteringar (st)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Provisionsintäkt och handelsvolym per bolag (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Sedermera Corporate Finance

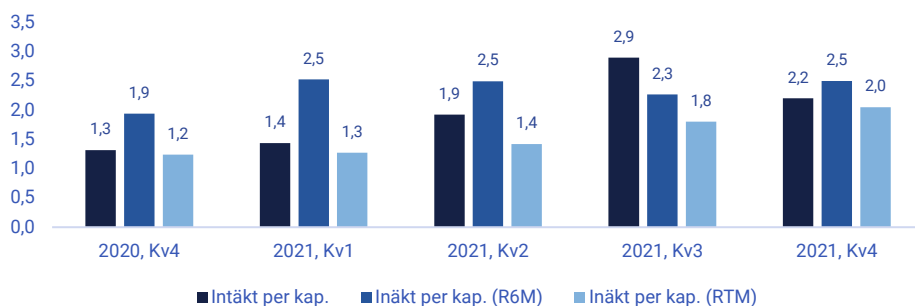
Sedermeras provisionsintäkter uppgick till 17,6 miljoner kronor och ökade med 6,9 procent. Tillväxten för corporate finance-verksamheten är underskattad då jämförelsekvartalet (kv4, 2020) även inkluderar Nordic Issuing och Shark Communication. Vår prognos låg på 17,4 miljoner kronor och var således i linje med utfallet.

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

Sedermera hade en genomsnittlig provisionsintäkt per avklarad kapitalisering om 2,2 miljoner kronor. Det är en bra ökning med hela cirka 69 procent jämfört med samma kvartal 2020. Den stora ökningen indikerar att Sedermera tar in mer kapital per uppdrag, vilket kan leda till att provisionsintäkten blir högre. Provisionsintäkt per uppdrag påverkas också av sammansättningen av noteringar,

nyemissioner och inlösen av teckningsoptioner. Denna "problematik" kan mildras genom att "smeta" ut både intäkt och genomförda uppdrag över sex respektive tolv månader. Som framgår i graf nedan är trenden stigande oavsett analysmetod – vilket är positivt.

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



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

Januari och februari har varit stökiga månader på aktiemarknaden. Detta tenderar att öka osäkerheten bland investerare samtidigt som fallande värderingar gör att företagen kan ta in mindre kapital. Rådande marknadsklimat försämrar också utsikterna för nya bolag att listas och ta in pengar. Förhållandena för första kvartalet är således inte optimala för Sedermera. Samtidigt går den svenska ekonomin bra vilket talar för att tillväxt i antal listningar över tid ändå kommer vara stadig.

Resterande verksamhetsgrenar fortsätter takta på bra

Bolagets resterande verksamhetsgrenar taktar på bra. MCL genererade intäkter på 6,3 miljoner kronor och växte med starka 63,5 procent. Vår prognos var 4,9 miljoner kronor.

Shark Communication genererade intäkter på 3,6 miljoner kronor. Vår prognos var 2,9 miljoner kronor. Jämförelsekvartal från föregående år saknas men det är vår bedömning att verksamhetsgrenen växer bra.

Nordic Issuing genererade intäkter på 3,8 miljoner kronor. Jämförelsekvartal saknas men det är vår bedömning att tillväxttakten var något högre än den redovisad av Sedermera.

FinReg Solutions genererade intäkter på 2,1 miljoner kronor. Det var det första fulla kvartalet efter konsolideringen av eAktiebok. Jämförelsekvartal saknas. Vår prognos var 1,1 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 och fondverksamheten Gainbridge redovisade intäkter på 2,1 miljoner kronor. Vår prognos låg på 2,3 miljoner kronor. Elimineringar som innefattar internfakturering kom in på minus 7,6 miljoner kronor. Det påvisar en hög interaktion mellan dotterbolagen, vilket i slutändan skall rendera i högre intäkter från extern part. Vi hade räknat med elimineringar på minus 4,5 miljoner kronor.

Investment case, prognoser och värdering

Med ett bra marknadssentiment under 2021 har Spotlight Group frodats med god intäktsstillväxt till förbättrad lönsamhet. Mönstret återupprepade sig därmed från de två föregående åren. Med en skakig inledning på 2022 ser vi att de kortsiktiga utsikterna försämrats. Samtidigt kommer marknaden förr eller senare stabiliseras och utsikterna på medellång och lång sikt bedöms därmed som oförändrade. Vi har justerat ned våra intäktsprognoser för första halvåret. Personalbasen var större än väntat vilket medför att vi tagit ned vår lönsamhetsprognos för helåret 2022. Med uppdaterade prognoser beräknas ett motiverat värde per aktie om 73,5 kronor (76,6) för de kommande 6-12 månaderna.

Hack i kurvan efter starkt år

Finanskoncernen 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, Kalqyl Impact Attracts och Placing Corporate finance (under uppstart). 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.

Genom kontinuerlig utveckling av sina tjänster har gruppen växt nettoomsättningen till en CAGR om 19,8 procent, 2014-2021. Bolaget har också påvisat motståndskraft mot skakiga marknadsförhållanden, senast i kölvattnet av Covid-pandemin. I jämförelse med Covid-krisen är dock rådande marknadssituation anorlunda. Bland annat har investeringsviljan i tillväxtbolag svalnat, vilket bland annat förklaras av inflation och snabbt stigande räntor. Det bland annat då nuvärdet av framtida kassaflöden långt in i framtiden blir lägre med en högre ränta. Parallellt har även Ryssland/Ukraina-konflikten skakat upp investerare.

Marknadsförhållandena kan hämma Sedermera som kan få det svårare att lyckas med noteringsuppdrag. Sedermera kan också hämmas av fallande värderingar som i sin tur kan medföra att mindre pengar tas in. Även Spotlight Stock Market kan hämmas med ett försvagat inflöde av nya listade företag. Med ett svalare intresse för tillväxtbolag kan också handelsvolymerna komma ned, vilket vi såg tecken på redan under det fjärde kvartalet.

Marknadssentimentet bedöms temporärt

Dock är det vår övertygelse att investerare kommer hitta tillbaka till tillväxtbolag, troligen redan när ränteläget stabiliserats. Räntorna är i dag historiskt sett heller inte höga och befinner sig fortfarande i en långsiktig fallande trend. Det skall också noteras att så länge den ekonomiska utvecklingen rör sig i rätt riktning är det troligt att exempelvis noteringsuppdrag flyttas på framtiden, snarare än avbryts. Ett sådant scenario innebär att intäkter (och lönsamhet) fördröjs i stället för att helt utebli.

Lönsamheten utvecklas i rätt riktning med uppsida kvar

Under de tre senaste åren har lönsamheten rört sig i rätt riktning och under 2021 kunde en rörelsemarginal på 15,7 procent redovisas. Det är en förbättring från 10,8 procent 2020. Samtidigt finns ytterligare potential över tid. Kollar vi på branschkollegor verksamma inom Corporate Finance och kapitalförvaltning tenderar dessa att ligga på en rörelsemarginal på 20 procent eller mer. 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 kostymer.

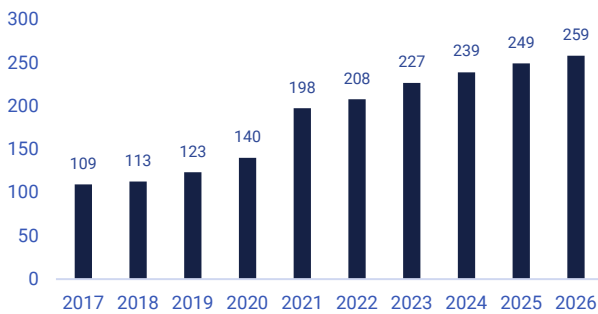
Intäkts- och lönsamhetsprognoser

Små justeringar i intäktsprognoser

Vi justerar ned våra intäktsförväntningar på årets första sex månader men räknar med åter tilltagande aktivitet under andra halvan. Netto blir förändringarna marginella. För 2022 modellerar vi med en nettoomsättning på 208 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 5,3 procent. Fallande handelsintäkter håller tillbaka tillväxten. Vår prognos för 2022 är en marginell nedjustering från tidigare drygt 211 miljoner kronor.

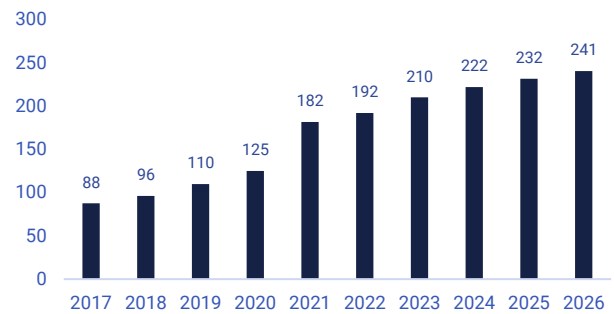
Under 2023 räknar vi en nettoomsättning på 227 miljoner kronor motsvarande en tillväxt på 9,2 procent. Det är också en marginell uppjustering från föregående analystillfälle och avspeglar tidigare nämnda "förskjutning" av intäktskurva orsakad av rådande marknadssituation.

Nettoomsättning (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Totala rörelseintäkter (MSEK)

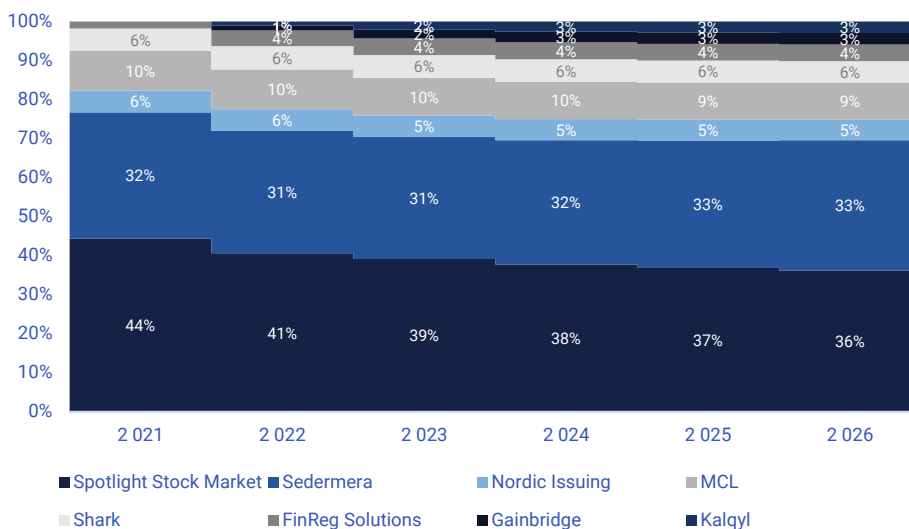


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Under prognosperioden, 2022-2024, räknar vi med att gruppen kan växa nettoomsättningen med i genomsnitt 6,6 procent per år. Över hela prognosperioden, 2022-2026 är motsvarande siffra 5,8 procent. Detta kan ses som konservativt givet bolagets egna mål om att i genomsnitt växa med minst tio procent per år.

Nedan visas den antagna intäktsfördelningen före intäkter under Övrigt och eliminerings.

Antagen intäktsfördelning 2021-2025



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Större personalbas än väntat sänker marginalen

Vi räknar med att redovisat rörelseresultat för helåret 2022 kan landa på 18,6 miljoner kronor. Detta är en tydlig nedjustering från tidigare analysuppdatering och förklaras av fler medarbetare vid utgången av 2021 än vad vi räknat med (98 vs 88) liksom lägre handelsintäkter. Vår prognos för redovisad rörelsemarginal under 2022 är 9,0 procent.

Under 2023 stiger dock marginalen igen till 13,5 procent. Allteftersom de nya verksamheterna växer i sina kostymer räknar vi med att den redovisade rörelsemarginalen kan klättra upp mot 16,7 procent till utgången av 2026, räknat på nettoomsättning. Det är en mindre nedrevidering med cirka 0,3 procentenheter från senaste analysens antagande.

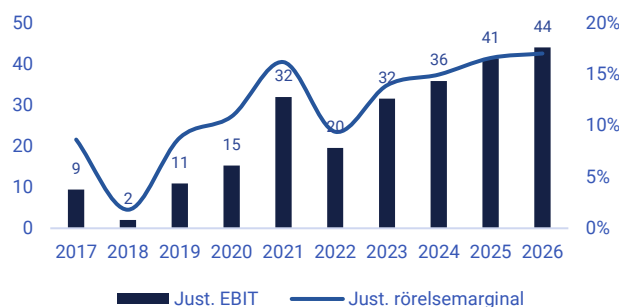
Samtidigt skall noteras att den genomsnittliga rörelsemarginalen i vårt scenario är 14,0 procent, väl över bolagets eget mål om att kunna leverera en genomsnittlig rörelsemarginal överstigande tio procent. Våra marginalantaganden kan således ses som något optimistiska. Dock kan de motiveras av hur andra företag med liknande verksamheter kan uppnå för marginaler om cirka 20 procent eller mer.

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



Marginal beräknad på nettoomsättning. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

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



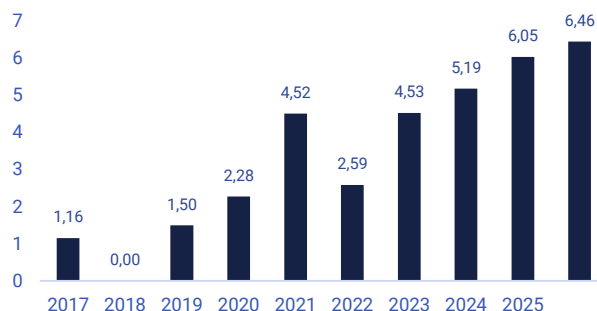
Justerat rörelseresultat är beräknat som nettoomsättning minus provisionskostnader, allmänna admin.kostnader och av- och nedskrivningar samt övriga rörelsekostnader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vinst efter skatt (MSEK) och marginal (%)



Vinstmarginal beräknad på nettoomsättning. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Vinst per aktie (kronor)



Före utspädning. Historik justerat för split 2020. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Utdelning

Bolaget har föreslagit en utdelning på 2,2 kronor per aktie för 2021. Trots tapp i vinst under 2022 räknar vi med att bolaget behåller 2,2 kronor i utdelning även för årets resultat.

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 12,4 procent. Med denna metod beräknar vi ett motiverat rörelsevärde (EV) för SPGR om 363 miljoner kronor. Tillsammans med en antagen nettokassa vid utgången av det fjärde kvartalet 2021 beräknas ett totalt aktievärde om 388 miljoner kronor. Givet cirka 5,3 miljoner utestående aktier beräknas ett motiverat värde i vårt basscenario till 73,5 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna. Det motiverade värdet i basscenarioet är en nedjustering från 76,6 kronor per aktie i vår tidigare analys. Nedjusteringen är i huvudsak en effekt av reviderade lönsamhetsprognoser samt en lägre nettokassa.

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

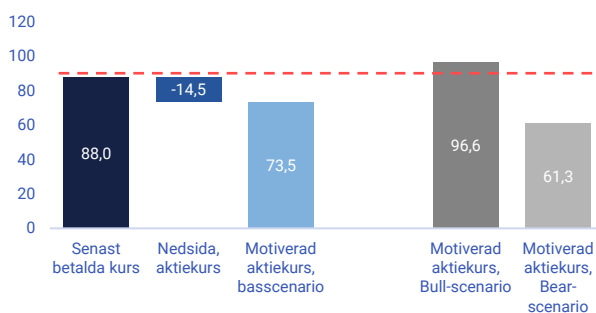
Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta			
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	111	Risikfri ränta, prognostiserad period	0,6%		
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	251	Marknadsriskpremie	6,7%		
Rörelsevärde (EV)	362	Småbolagspremie	3,2%		
Nettokassa	26	Beta	1,2x		
Aktievärde	388	Avkastningskrav, EK	12,4%		
Antal akter (milj.)	5,3	Belåningsgrad	0,0%		
Motiverat värde per aktie (kr)	73,5	WACC	12,4%		
		Bolagsspec. Tillägg	0,0%		
Antaganden		Värderingsmultiplar		Disk.ränta	12,4%
CAGR nettoomsättning, 2021-2026	5,6%	EV/Sales, 2021 (nettooms.)	1,8x	Disk.ränta TV	12,4%
Redov. EBIT-marginal, 2026	16,7%	EV/Sales, 2022 (nettooms.)	1,7x		
Just. EBIT-marginal, 2026	17,0%	EV/Just. EBIT, 2021	11,4x		
Tillväxttakt, evighet	3,0%	EV/Just. EBIT, 2022	18,5x		
Skattesats	20,6%	P/E 2022	28,5x		

Källa: Carlsquare prognoser

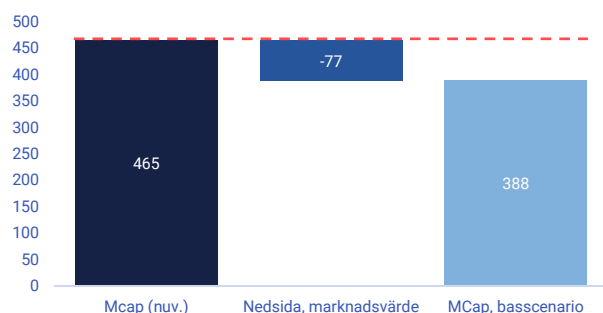
Det motiverade värdet om 73,5 kronor per aktie hamnar i intervallet 61,3 kronor per aktie i ett mer försiktigt Bear-scenario till 96,6 kronor per aktie givet ett mer optimistiskt Bull-scenario.

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	2026
Implicit P/S (nettooms.)	3,1x	2,8x	2,0x	1,9x	1,7x	1,6x	1,6x	1,5x
Implicit P/E	53,2x	34,0x	16,4x	28,5x	16,2x	14,2x	12,2x	11,4x
Implicit EV/Sales (nettooms.)	2,9x	2,6x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	1,5x	1,4x
Implicit EV/EBITDA (redov.)	20,0x	15,9x	9,8x	13,7x	9,1x	8,0x	7,3x	6,8x
Implicit EV/EBIT (redov.)	35,6x	23,8x	11,7x	19,5x	11,8x	10,4x	9,0x	8,4x
Implicit EV/EBIT (justerat)	33,2x	23,7x	11,4x	18,5x	11,4x	10,1x	8,7x	8,2x

Källa: Carlsquare prognoser

Det motiverade värdet om 73,5 kronor per aktie motsvarar ett P/E-tal på 28,5x vår vinstprognos 2022 och 16,2x vinstprognosen 2023. Företag verksamma inom Corporate Finance

och kapitalförvaltning listade i Norden handlas till P/E 2022 på 20,5x. Börser och handelsplatser runt om i världen handlas till P/E 21,2x 2022.

Värderingsintervall

För att landa i en övre gräns på ett värderingsintervall (Bull) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om tio procent (5,6 procent i basscenariot). Vi har också genomgående höjt de justerade rörelsemarginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 18,5 procent år 2026 (17,0 procent i basscenariot). Bull-scenariot ger ett motiverat värde om 96,6 kronor per aktie.

För att landa i en nedre gräns av intervallet (Bear) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om fyra procent. Vi har genomgående reducerat de justerade rörelsemarginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 15,5 procent år 2026. Detta Bear-scenario ger ett motiverat värde om 61,3 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 9,4x och 20,5x. Börser och handelsplatser handlas till ett P/E 2022 på 21,2x. Referensgruppens medianvärde för P/E 2022 är 17,3x.

Finansiella rådgivare, börsvärden (MSEK) och nyckeltal

	MCAP (MSEK)	Tillväxt 2022P	EBIT-marginal 2022P	P/S, LTM	P/S 2022	P/E LTM	PE 2022
IB/AM/Brokers: Norden							
ABG Sundal Collier Holding ASA	4 043	NaN	NaN	1,4x	NaN	7,4x	NaN
Catella AB (publ)	3 301	36%	4%	2,0x	1,4x	130,0x	26,6x
Mangold Fondkommission AB	1 992	NaN	NaN	7,7x	NaN	24,2x	NaN
United Bankers Oyj	1 519	9%	31%	3,4x	3,0x	17,9x	14,4x
Median	2 647	23%	18%	2,7x	2,2x	21,1x	20,5x
Genomsnitt	2 714	23%	18%	3,6x	2,2x	44,9x	20,5x
IB/AM/Brokers: International							
Numis Corporation Plc	3 603	Neg.	25%	1,5x	NaN	6,5x	5,8x
FRP Advisory Group plc	3 594	5%	26%	3,5x	3,1x	32,2x	17,3x
finncap Group plc	604	Neg.	NaN	0,9x	NaN	7,1x	6,8x
Raymond James Financial, Inc.	208 006	10%	18%	2,6x	1,8x	17,8x	14,4x
Jefferies Financial Group Inc.	79 931	3%	23%	1,3x	1,3x	6,8x	9,4x
Houlihan Lokey, Inc.	63 837	Neg.	30%	3,1x	2,8x	16,9x	14,2x
Berliner Effektengesellschaft AG	12 206	NaN	NaN	4,3x	NaN	18,0x	NaN
Rothschild & Co SCA	28 602	Neg.	34%	1,3x	1,1x	9,8x	4,8x
Alantra Partners, S.A.	6 432	NaN	NaN	2,7x	NaN	19,7x	NaN
Median	12 206	5%	25%	2,6x	1,8x	16,9x	9,4x
Genomsnitt	45 202	6%	26%	2,4x	2,0x	15,0x	10,4x
Börser/handelsplatser							
Deutsche Börse AG	296 736	7%	50%	6,8x	6,9x	27,6x	21,1x
Euronext N.V.	89 196	4%	50%	6,7x	5,4x	19,8x	15,2x
London Stock Exchange Group plc	462 848	11%	35%	9,2x	4,9x	42,8x	23,6x
Nasdaq, Inc.	263 609	6%	52%	5,0x	7,4x	28,9x	21,4x
CME Group Inc.	793 496	6%	66%	20,2x	16,1x	40,1x	31,5x
Intercontinental Exchange, Inc.	651 363	5%	60%	10,1x	8,9x	19,4x	22,1x
Cboe Global Markets, Inc.	114 443	5%	60%	3,7x	7,3x	25,4x	18,7x
TMX Group Limited	51 264	5%	47%	7,3x	6,4x	23,1x	17,7x
Median	280 172	5%	51%	7,1x	7,1x	26,5x	21,2x
Genomsnitt	340 369	6%	53%	8,6x	7,9x	28,4x	21,4x
Hela referensgruppen, median				3,5x	4,9x	19,7x	17,3x
Hela referensgruppen, genomsnitt				5,0x	5,2x	25,8x	16,8x
Spotlight Group (nuv.)*	443			2,2x	2,1x	18,7x	18,7x
Spotlight Group (CSQ imp.)	388	5%	9%	2,0x	1,9x	16,4x	28,5x

*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.

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

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.

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

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

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1, 2021	Kv2, 2021	Kv3, 2021	Kv4, 2021	Kv1, 2022	Kv2, 2022	Kv3, 2022	Kv4, 2022
Nettoomsättning	42,0	54,8	49,1	51,8	41,6	55,1	53,8	57,5
Totala rörelseintäkter	38,1	50,5	45,2	48,0	38,0	51,3	49,7	53,2
EBITDA	9,0	10,8	9,2	8,4	-3,7	5,9	9,7	14,5
Rörelseresultat	7,7	9,2	7,6	6,7	-5,5	3,9	7,7	12,5
Vinst efter skatt	6,1	7,2	5,8	4,5	-5,5	3,1	6,1	9,9
Vinst per aktie	1,19	1,37	1,11	0,86	-1,05	0,59	1,16	1,87

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, årsbasis (MSEK)

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Räntenetto	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala provisionsintäkter	91,7	103,1	133,8	171,8	173,7	189,1	199,5	208,4	216,6
Provisionskostnader	-15,5	-12,6	-15,1	-14,9	-14,7	-15,7	-16,1	-16,5	-16,9
Nettores. av finansiella transaktioner	-1,5	-0,6	0,0	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Övriga rörelseintäkter	21,3	20,3	6,6	25,8	34,3	37,7	39,8	41,0	42,0
Summa rörelseintäkter	96,1	110,1	125,2	181,8	192,2	210,2	222,3	231,9	240,7
Nettoomsättning	113,1	123,5	140,4	197,4	207,9	226,8	239,3	249,4	258,6
Allmänna admin.kostnader	-90,7	-89,3	-98,6	-138,2	-160,1	-165,0	-171,6	-176,8	-182,1
Av- och nedskrivningar	-0,7	-7,9	-7,6	-6,3	-7,9	-9,0	-10,1	-9,0	-9,8
Övriga rörelsekostnader	-4,1	-2,7	-3,8	-6,2	-5,7	-5,6	-5,7	-5,7	-5,7
Totala rörelsekostnader	-95,5	-99,9	-110,0	-150,7	-173,6	-179,6	-187,4	-191,5	-197,6
Rörelseres. före av- och nedskriv.	1,2	18,1	22,8	37,4	26,5	39,6	45,0	49,4	52,9
Rörelseresultat	0,6	10,2	15,2	31,1	18,6	30,7	34,9	40,5	43,1
Skatt	-0,9	-2,9	-3,8	-7,5	-5,0	-6,7	-7,5	-8,5	-9,0
Periodens resultat	-0,3	7,3	11,4	23,7	13,6	23,9	27,4	32,0	34,1

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Lönsamhet									
Vinst per aktie (kr)	0,00	1,50	2,28	4,52	2,59	4,53	5,19	6,05	6,46
Utdelning per aktie (kr)	0,00	1,00	2,00	2,16	1,29	2,27	2,60	3,02	3,23
Just. EBIT-resultat	2,0	10,9	15,3	31,7	19,6	31,6	35,9	41,4	44,1

Per verk.sgren (exkl. övrigt och elim.)	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Spotlight Stock Market	65,3	68,0	80,7	92,8	89,9	95,1	97,0	99,0	100,9
Sedermera CF	20,3	30,7	42,6	67,6	69,3	75,8	81,9	87,6	92,8
MCL			12,8	21,2	22,5	23,6	24,5	25,3	26,0
Nordic Issuing				11,6	12,4	13,3	14,0	14,6	15,0
Shark				12,0	13,2	14,2	14,9	15,3	15,6
FinReg Solutions				3,8	9,0	10,4	11,2	11,5	11,7
Gainbridge				0,0	2,6	5,3	7,1	7,8	8,4
Kalqyl				0,0	2,4	5,1	6,6	7,5	8,1

Tillväxt	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Totala provisionsintäkter	-1,3%	12,5%	29,8%	28,3%	1,1%	8,9%	5,5%	4,4%	4,0%
Övriga rörelseintäkter	29,0%	-4,7%	-67,5%	291,3%	32,6%	10,1%	5,6%	3,0%	2,3%
Nettoomsättning	3,3%	9,2%	13,7%	40,6%	5,3%	9,1%	5,5%	4,2%	3,7%
Summa rörelseintäkter	9,7%	14,6%	13,7%	45,1%	5,8%	9,4%	5,7%	4,3%	3,8%
Rörelseres. före av- och nedskriv.	-87,9%	1352%	26,0%	63,8%	-29,1%	49,6%	13,5%	9,9%	7,1%
Rörelseresultat	-93,8%	1656%	49,6%	104,3%	-40,2%	64,8%	13,8%	15,9%	6,6%
Periodens resultat	-106,2%	-2210%	56,6%	107,2%	-42,3%	75,5%	14,6%	16,5%	6,8%

Marginaler	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Rörelsemarginal före av- och nedskriv.	1,3%	16,4%	18,2%	20,6%	13,8%	18,9%	20,2%	21,3%	22,0%
Rörelsemarginal	0,5%	8,2%	10,8%	15,7%	9,0%	13,5%	14,6%	16,2%	16,7%
Vinstmarginal	-0,3%	5,9%	8,1%	12,0%	6,6%	10,6%	11,5%	12,8%	13,2%
Just. rörelsemarginal	1,8%	8,8%	10,9%	16,1%	9,4%	13,9%	15,0%	16,6%	17,0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Balansräkning (MSEK)

	2 018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
TILLGÅNGAR									
Utlåning till kreditinst.	14,0	18,8	42,6	26,1	27,7	40,8	57,9	76,6	95,9
Aktier och andelar	1,5	1,8	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Immateriella anläggningstillg.									
Goodwill	26,0	26,0	26,0	34,2	34,2	34,2	34,2	34,2	34,2
Övriga immateriella tillg.	4,4	3,0	3,0	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Materiella anläggningstillg.									
Inventarier	4,6	4,9	5,4	7,9	7,9	6,8	4,9	4,2	2,8
Nyttjanderätter	0,0	6,9	5,1	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Övriga tillgångar	25,3	22,0	16,2	27,3	30,3	31,8	33,4	34,8	36,1
Förutbet. kostnader och upplupna intäkt.	4,5	11,7	5,4	14,3	15,8	16,6	17,4	18,2	18,8
Summa tillgångar	80,3	95,0	105,1	137,4	143,4	157,7	175,3	195,4	215,3
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital									
Aktiekapital	12,1	12,1	12,9	13,2	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	15,8
Innehav utan bestämmande inflytande	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Balanserat resultat	40,0	39,7	34,5	55,1	51,7	62,9	77,2	94,1	111,6
Periodens resultat	-0,3	7,3	11,4	4,5	9,9	11,1	12,2	13,5	14,2
Summa eget kapital	51,8	59,1	70,8	88,2	90,2	102,5	118,0	136,2	154,4
Övriga skulder	11,0	11,5	9,9	16,7	18,5	19,4	20,4	21,3	22,0
Leasingskulder hänf. till finansiella leasingavtal	0,0	5,7	4,6	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	17,5	18,7	18,8	19,9	22,0	23,1	24,3	25,3	26,2
Summa skulder	28,5	35,9	33,3	46,6	50,6	52,5	54,7	56,6	58,3
Summa eget kapital och skulder	80,3	95,0	105,1	137,4	143,4	157,7	175,3	195,4	215,3
Soliditet									
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	3,0	7,4	42,6	26,1	27,7	40,8	57,9	76,6	95,9
Nettoskuld/just. EBITDA	n.m.	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.	n.m.
Skuld/EK	21%	19%	14%	19%	21%	19%	17%	16%	14%
Soliditet	65%	62%	67%	64%	63%	65%	67%	70%	72%
Lönsamhetsmått									
ROA (inkl. kassa)	0,7%	10,7%	14,5%	22,7%	13,0%	19,5%	19,9%	20,7%	20,0%
ROE	-0,7%	12,3%	16,1%	26,8%	15,1%	23,4%	23,2%	23,5%	22,1%
ROIC	1,7%	10,8%	19,1%	22,6%	13,0%	22,0%	24,9%	28,6%	30,3%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Löpande verksamhet									
Rörelseresultat	0,6	10,2	15,2	31,1	18,6	30,7	34,9	40,5	43,1
Justeringar	-1,8	9,4	8,6	10,1	7,9	9,0	10,1	9,0	9,8
Betad inkomstskatt	-2,0	-3,5	-3,5	-4,2	-5,0	-6,7	-7,5	-8,5	-9,0
Delta rörelsekapital	-6,5	-2,5	9,5	-18,6	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
KF, löpande verksamhet	-9,7	13,6	29,8	18,4	21,0	32,6	37,2	40,7	43,7
Investeringsverksamheten									
Köp av andelar i dotterbolag	0,0	0,0	0,0	-12,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Köp/försäljning av materiella tillgångar	-1,5	-1,2	-1,4	-3,9	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3	-3,3
Köp/försäljning av immateriella tillgångar	-4,4	0,0	-1,5	-9,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Netto, köp/försäljningar av värdepapper	3,4	-1,8	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
KF, investeringsverksamhet	-2,5	-2,9	-1,9	-25,4	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3	-3,3
Finansieringsverksamheten									
Amortering av leasingkulld	0,0	-5,8	-4,5	-3,2	-4,7	-4,8	-4,9	-5,0	-5,1
Emission	0,0	0,0	5,5	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utbetald utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	-5,2	-10,3	-11,6	-11,6	-12,0	-13,7	-16,0
KF, finansieringsverksamhet	0,0	-5,8	-4,2	-9,5	-16,3	-16,4	-16,9	-18,7	-21,1
Periodens kassaflöde	-12,2	4,9	23,8	-16,5	1,6	13,1	17,1	18,7	19,3
Likvida medel, periodens börj.	26,2	14,0	18,8	42,6	26,1	27,7	40,8	57,9	76,6
Likvida medel, periodens slut	14,0	18,8	42,6	26,1	27,7	40,8	57,9	76,6	95,9
Nyckeltal									
KF, löpande verksamhet/nettoomsättning	n.m.	0,1x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	n.m.	0,1x	0,3x	0,1x	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Utdelning per aktie (kr)	0,0	1,0	2,0	2,2	2,2	2,3	2,6	3,0	3,2

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