

## Uppdatering

### SPOTLIGHT GROUP AB

VD: Peter Gönczi  
SO: Thorbjörn Wennerholm  
[www.spotlightgroup.se](http://www.spotlightgroup.se)

Bloomberg: SPGR:SS  
Reuters Eikon: SPGR.TE

Lista: Spotlight Stock Market

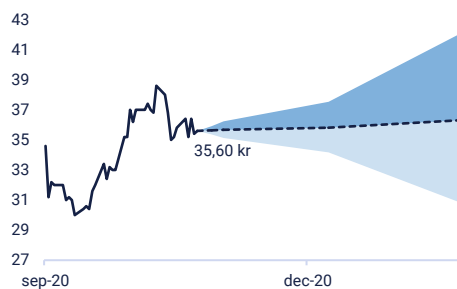
Aktie, senast: 35,6 kronor  
Marknadsvärde: 184,2 miljoner kronor

### AKTIEKURSUTVECKLING



Källa: Thomson Reuters Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	30,8	36,3	42,0
Upp-/nedsida (%)	-13,3	2,0	18,1

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson  
Head of Equity Research

Richard Ramanius  
Associate Equity Analyst

## Starkt kvartal med bra lönsamhet

Spotlight Group presenterade nyligen en stark rapport för det tredje kvartalet 2020. Gruppens provisionsintäkter ökade med hela 27 procent relativt samma kvartal föregående år. Övriga intäkter, som främst består av intäkter från MCL, växte med 22 procent. Rörelsemarginalen för kvartalet landade på 14,4 procent och vinstmarginalen 10,7 procent. Således förbättrades även lönsamheten mot samma kvartal föregående år. Vi justerar ned vårt motiverade värde i basscenariot marginellt till 36,3 kronor per aktie (37,7).

### Mer att ge under det säsongsmässiga fjärde kvartalet

Under årets första nio månader har Sedermera genererat provisionsintäkter om 29,4 miljoner kronor. Siffran är imponerande och innebär en tillväxt om hela 28,6 procent relativt samma period 2019. Detta påvisar Sedermeras förmågor även under ofördelaktiga marknadsförhållanden (Covid-19). Under det tredje kvartalet var Sedermeras provisionsintäkter 11,5 miljoner kronor, motsvarande cirka 39 procent av de totala intäkterna i Sedermera (till och med 30 september 2020). Samtidigt tenderar det tredje kvartalet att vara årets svagaste kvartal för branschen. En uppdämd pipeline i spåren av Covid-19 är rimligtvis en delförklaring. På helåret kvarstår nu det fjärde kvartalet, vilket också tenderar att vara det säsongsmässigt starkaste.

### Hög handel kan fortsätta gynna Spotlight Stock Market

Spotlight Stock Market ökade under de första nio månader sina provisionsintäkter med 16,2 procent relativt samma period 2019. Den främst bidragande faktorn är handelsintäkter. Av data från Reuters Eikon framgår att handelsvolymerna liksom omsättningen i aktier listade på Spotlight Stock Market var högre under andra kvartalet 2020 relativt samma kvartal föregående år. Detta har även hållit i sig under oktober. Vidare har volatiliteten kommit upp med valet i USA och stigande smittspridning, vilket vi tror kan bidra till att handelsintäkterna kan förbli relativt höga under kv4 2020. Antalet listade företag faller dock. Trenden måste vända.

### Motiverat värde i ett basscenario

Givet ett starkt tredje kvartal har vi justerat upp våra prognostiserade rörelseintäkter för helåret 2020 med 8,6 miljoner kronor till 127,8 miljoner kronor. EBIT-resultatet är uppjusterat till 18,5 miljoner kronor från tidigare 15,0 miljoner kronor. Vinst per aktie är uppjusterat till 2,82 kronor från tidigare 2,29 kronor. Givet en ljummen pipeline av nya IPO:er på Spotlight Stock Market har vi justerat om intäktsfördelningen till förmån för Sedermera. Det resulterar i en sänkt långsiktig marginal. Givet justeringar beräknas ett motiverat värde i vår DCF-modell till 36,3 kronor för de kommande 6-12 månaderna.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	113,1	123,5	143,0	147,1	161,0	167,6	174,2
Summa rörelseintäkter	96,1	110,1	127,8	133,7	148,1	155,0	162,0
EBITDA	1,2	18,1	26,9	23,8	26,1	30,1	34,0
EBIT	0,6	10,2	18,5	15,7	18,3	21,7	25,0
Vinst efter skatt	-0,3	7,3	14,5	12,5	14,5	17,2	19,8
Vinst per aktie	Neg.	1,50	2,82	2,41	2,81	3,33	3,84
Utdelning per aktie	0,0	1,0	1,4	1,2	1,4	1,7	1,9
Tillväxt, rörelseint.	3,3%	9,2%	15,8%	2,9%	9,4%	4,1%	3,9%
EBITDA-marginal	2,4%	15,2%	18,8%	16,4%	16,3%	18,1%	19,7%
EBIT-marginal	1,8%	8,8%	12,9%	10,9%	11,5%	13,1%	14,5%
EV/Sales	1,36	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x
EV/EBITDA	123,72	8,5x	5,7x	6,5x	5,9x	5,1x	4,5x
P/E	Neg.	25,3x	12,7x	14,8x	12,7x	10,7x	9,3x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Uppföljning och kommentarer

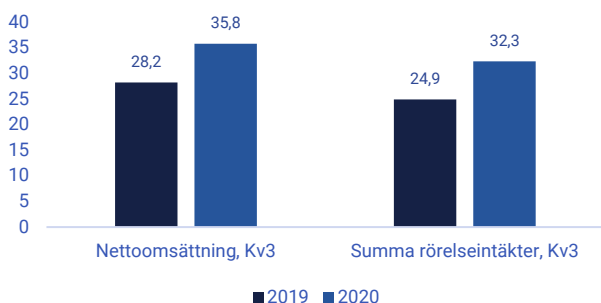
Spotlight Group (SPGR, bolaget, gruppen eller koncernen) levererade en stark rapport för tredje kvartalet 2020 med tillväxt för samtliga redovisade verksamhetsgrenar. Koncernens rörelseintäkter ökade med 29,9 procent i relation till samma kvartal föregående år. De två huvudsakliga verksamhetsgrenarna, Spotlight Stock Market och Sedermera ökade sina provisionsintäkter med 15,1 procent respektive 56,3 procent. Antalet listade företag på Spotlight Stock Market har minskat men handeln var fortsatt mer aktiv än föregående år. Givet detta är det handelsintäkter som fortsatt driver på Spotlight Stock Markets tillväxt. Sedermera växer starkt och antalet genomförda uppdrag ökade liksom den genomsnittliga provisionsintäkten per uppdrag. Sedermera har också nyanställt, vilket signalerar att den befintliga och pågående projektportföljen fortfarande är stark. Rörelseresultatet för kvartalet om 4,6 miljoner kronor ökade med hela 79,4 procent och motsvarar en rörelsemarginal på 14,4 procent.

### Stark tillväxt för samtliga verksamhetsgrenar

Spotlight Group redovisade för det tredje kvartalet 2020 en nettoomsättning, räknat som provisionsintäkter plus övriga rörelseintäkter, om 35,8 miljoner kronor. Motsvarande siffra under det tredje kvartalet 2019 var 28,2 miljoner kronor och nettoomsättningen växte således med 24,6 procent. Summa rörelseintäkter, som räknas ut genom att justera nettoomsättningen med räntenettet, provisionskostnader och nettoresultat av finansiella transaktioner, landade för kvartalet på 32,3 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt om 29,9 procent. Differensen i tillväxttakt mellan nettoomsättning och summa rörelseintäkter är främst hänförligt till provisionskostnader som inte ökade i samma takt som nettoomsättningen.

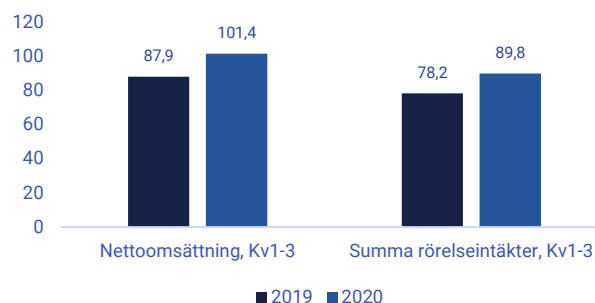
I posten Övriga rörelseintäkter finns intäkter kopplade till den huvudsakliga verksamheten i Spotlight Stock Market och Sedermera som inte kan klassificeras som provisionsintäkter. Kontot innefattar även intäkter i MCL och Nordic Issuing.

#### Intäkter, Spotlight Group Kv3 2019 vs. 2020 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

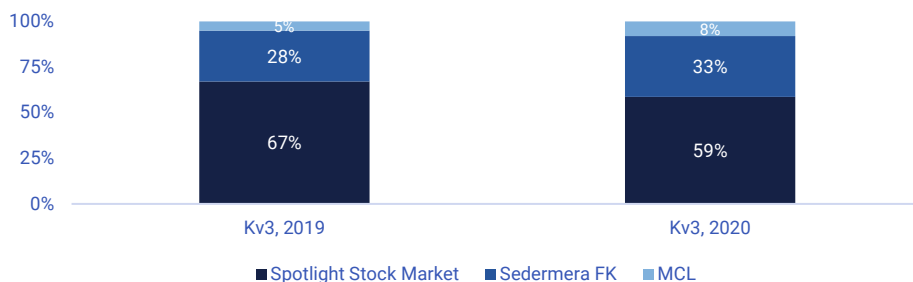
#### Intäkter, Spotlight Group Kv1-3 2019 vs. 2020 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Enligt rapporten redovisades tillväxt för samtliga av gruppens verksamhetsgrenar; Spotlight Stock Market, Sedermera, MCL och Nordic Issuing (även om den sistnämnda inte särredovisas). Nedan visas fördelning av gruppens totala nettoomsättning (ej justerat för elimineringar) mellan tre verksamhetsgrenar under det tredje kvartalet.

#### Intäktsfördelning tre verksamhetsgrenar, Kv3 2019 vs. 2020



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Som framgår är Spotlight Stock Market den viktigaste intäktskällan men minskade sitt procentuella bidrag när både Sedermera och MCL växer snabbare.

### Spotlight Stock Market gynnas av fortsatt hög handel

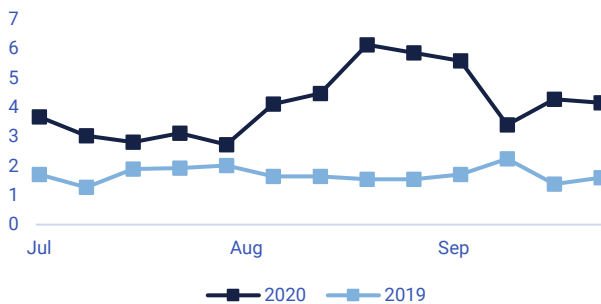
Spotlight Stock Market redovisade totala provisionsintäkter om 21,6 miljoner kronor under det tredje kvartalet 2020. Verksamhetsgrenens provisionsintäkter växte därmed med cirka 15,1 procent. Vidare kan provisionsintäkterna fördelas mellan handelsintäkter, listningsintäkter och anslutningsavgifter. Givet ett tapp om tio listade företag relativt samma kvartal 2019 är det rimligt att anta att det var stigande handelsintäkter som utgjorde tillväxten.

Handelsintäkter varierar med hur aktiv handeln är i de aktier som finns listade på Spotlight Stock Market. Under det tredje kvartalet 2020 var den genomsnittliga omsättningen/värdet på handeln för en aktie listad på Spotlight Stock Market cirka 4,1 miljoner kronor per vecka. Denna siffra var 1,7 miljoner kronor för samma period 2019. I termer av volym, alltså antalet omsatta aktier, var det veckovisa genomsnittet 4,8 miljoner aktier under tredje kvartalet 2020 jämfört med 1,1 miljoner aktier under samma kvartal 2019. (Källa: Thomson Reuters Eikon).

Handelsomsättningen under tredje kvartalet 2020 var 9,4 miljarder kronor – en ökning med nästan 125 procent relativt tredje kvartalet 2019.

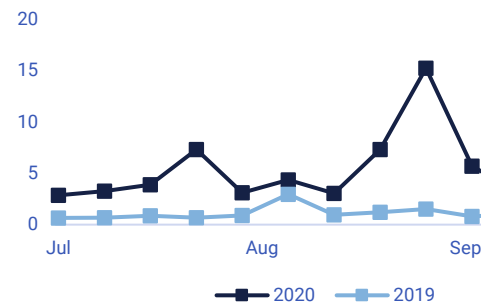
Nedan visas utvecklingen för den genomsnittliga veckovisa omsättningen per aktie för 2019 och 2020 jämte veckovis genomsnittligt antal handlade aktier (volym) per bolag listade på Spotlight Stock Market. Som framgår är den genomsnittliga handelsaktiviteten högre under 2020 relativt 2019 både i termer av volym och omsättning.

#### Genomsnittlig omsättning per aktie, 2019 vs. 2020 (MSEK)



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

#### Genomsnittlig (volym) per aktie, 2019 vs. 2020 (milj. st.)



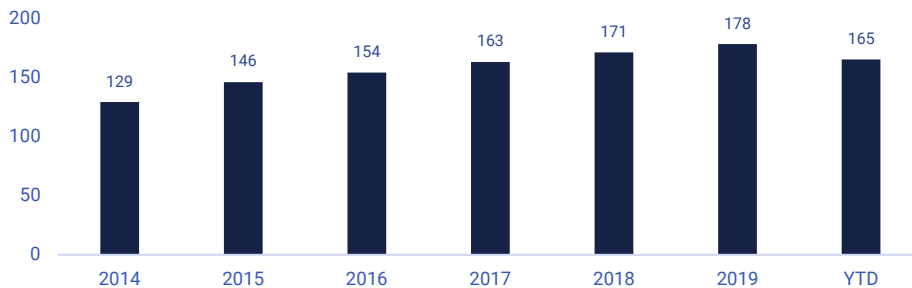
Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

### Fallande antal listade företag – en varningens flagga

Antalet listade företag på Spotlight Stock Market per dagens datum är 165 stycken. Vid författandet av grundanalysen som publicerades den 3 september var antalet listade företag på Spotlight Stock Market cirka 170 och vid utgången av 2019 var det 178. Som bekant har Corona-krisen har givetvis varit en starkt bidragande faktor till fallande antal listade företag. Ett antal företag har också valt att byta lista till Nasdaq First Nordic Growth Market.

Under årets första tre kvartal har totalt sju nya företag listats på Spotlight Stock Market. Det är ned från samma period 2019 då tio företag listades på Spotlight Stock Market. Under det gångna kvartalet listades två företag. Under kv3 2019 listades ett företag.

#### Utveckling antal listade företag på Spotlight Stock Market



YTD = till dagens datum. Källa: Bolagsinformation

Om inte antalet listade företag ökar finns det en risk för att handelsintäkterna faller när volatiliteten på marknaden återgår till ett normalläge. Om antalet listade företag istället

ökar kommer tappet i handelsintäkter inte vara lika synligt då det finns fler aktier att handla och fler bolag som betalar avgifter för att vara listad.

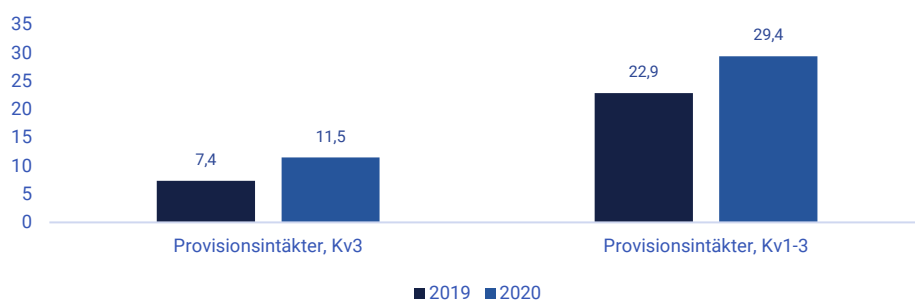
Tappet till Nasdaq uppskattas av oss som ovanligt stor just nu. Till detta skall nämnas att Nasdaq First North Growth Market har en lång rad bolag som skall listas innan årsskiftet. Enligt hemsidan nyemissioner.se uppgår antalet till 20 tycken. Enligt samma källa är det fyra nya företag som skall listas på Spotlight innan årsskiftet. Detta visar att Spotlight Stock Market inte lyckas attrahera nya bolag på ett effektivt sätt just nu.

Trots ett tapp i antalet listade företag har Spotlight Stock Market som nämnts ökat sina intäkter. Det påvisar att de olika intäktsmodeller kompletterar varandra väl. Det skall också nämnas att bolaget under de senaste fem åren netto-ökat antalet listade företag vilket gör att vi tror att dippen är temporär.

## Starkt även från Sedermera

Sedermera genererade provisionsintäkter om 11,5 miljoner kronor under det tredje kvartalet 2020. På kvartalsbasis växte provisionsintäkterna med höga 56,1 procent relativt det tredje kvartalet 2019. Totalt under årets första tre kvartal var provisionsintäkterna 29,4 miljoner kronor vilket kan jämföras mot samma period 2019 då motsvarande siffra var 22,9 miljoner kronor. Tillväxten beräknas till 28,6 procent.

### Sedermera provisionsintäkter (före elimineringar), 2019 vs 2020

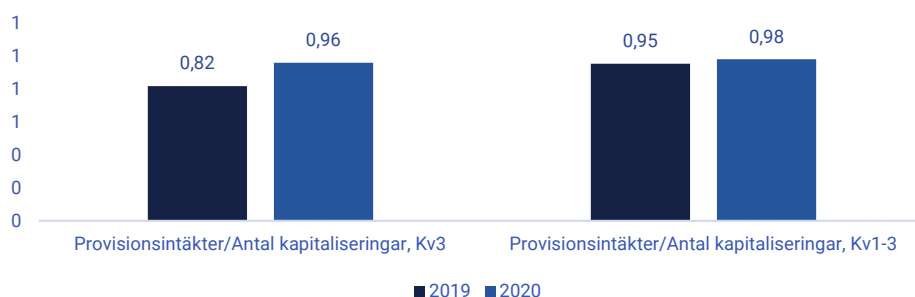


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Antalet kapitaliseringar genomförda av Sedermera under det tredje kvartalet 2020 var 12 stycken, relativt nio stycken under tredje kvartalet 2019. Under årets första tre kvartal genomfördes 30 kapitaliseringar, relativt 24 under samma period 2019. Att Sedermera kan visa upp tillväxt över de tre kvartalen påvisar att verksamhetsgrenen kan växa under ofördelaktiga marknadsförhållanden som Corona-krisen medfört. Det påvisar också att en uppdamd projektportfölj inte är den enda förklaringen till ett starkt tredje kvartal utan även att Sedermera har fått upp momentum.

Graferna nedan visar den genomsnittliga provisionsintäkten per uppdrag (provisionsintäkter dividerat med antalet genomförda kapitaliseringsuppdrag). Som framgår stiger denna siffra. Det är klart positivt då det innebär att bolaget kan ta högre betalt, alternativt att transaktionsvärdet ökar – där skalbarheten finns.

### Genomsnittlig provisionsintäkt per kapitaliseringsuppdrag, 2019 vs 2020



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Övriga rörelseintäkter under Sedermera föll tillbaka under det tredje kvartalet. Denna post inkluderar tjänster som likviditetsgaranti och värderingar.

### MCL växer som väntat snabbt

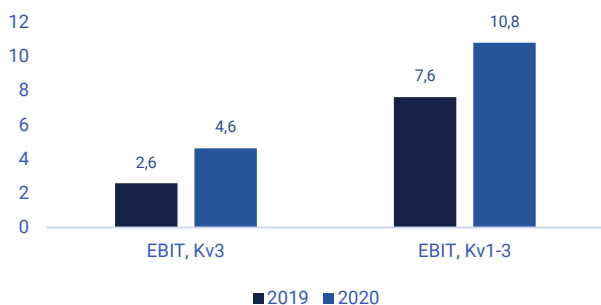
Under det tredje kvartalet var övriga rörelseintäkter totalt sett under vår förväntan men relativt nystartade MCL växte procentuellt sett mycket starkt, med hela 114,3 procent i relation till samma kvartal 2019. Enligt statistik från IPO-guiden som avser IPO:er på en svensk MTF eller SME-marknad där den legala rådgivaren varit huvudrådgivare var MCL den juristfirma som genomfört flest IPO:er fram till den 1 oktober 2020.

MCL:s intäkter under årets första tre kvartal uppgick till 8,9 miljoner kronor, relativt 6,1 miljoner kronor för samma period 2019. Tillväxten under de tre första kvartalen beräknas till 47 procent. En större andel av MCL:s intäkter är internfakturerade.

### Handelsintäkter och skalbarhet ger ökad lönsamhet

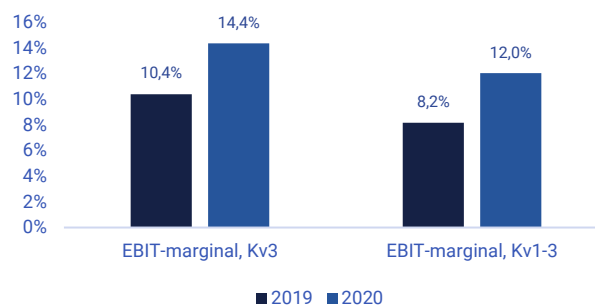
Gruppens redovisade rörelseresultat landade på 4,6 miljoner kronor under det tredje kvartalet 2020. Det motsvarar en EBIT-marginal om 14,4 procent. Nedan visas jämförelser mellan 2019 och 2020 för rörelseresultatet och rörelsemarginalen för det tredje kvartalet och de tre första kvartalen.

#### EBIT-resultat, Kv3 och Kv1-3 2019 vs. 2020 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

#### EBIT-marginal, Kv3 och Kv1-3 2019 vs. 2020

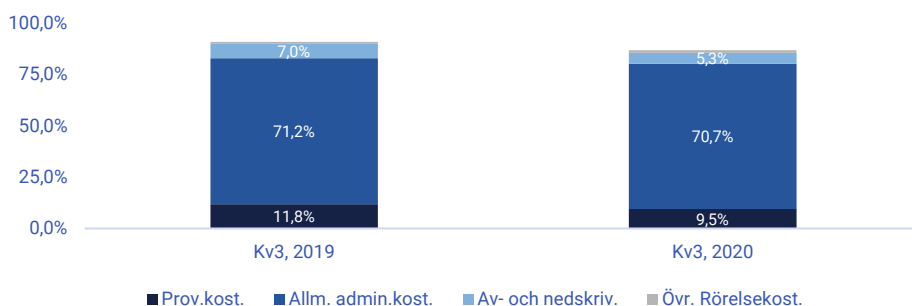


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Som framgår i grafen ovan till höger har marginalen under det gångna kvartalet förbättrats med fyra procentenheter relativt föregående år. Vi bedömer att marginalförbättringen i huvudsak är hänförlig till en hög andel handelsintäkter och till viss utsträckning även till högre genomsnittlig intäkt per genomfört uppdrag av Sedermera.

Nedan visas kostnader som andel av nettoomsättningen (provisionsintäkter plus övriga rörelseintäkter). Fallande andelar påvisar en allmän skalbarhet i verksamheten.

#### Kostnader som andel av nettoomsättning, Kv3 2019 vs. 2020



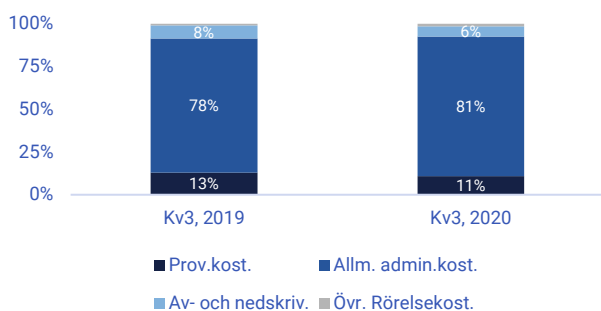
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Provisionskostnader under Spotlight Stock Market består till största del av avgifter för nyttjande av handelssystemet Elasticia. Aktieomsättningen på Spotlight Stock Market under det tredje kvartalet 2019 var cirka 4,2 miljarder kronor och under tredje kvartalet 2020

cirka 9,3 miljarder kronor. Dividerar vi provisionskostnader för Spotlight Stock Market med aktieomsättningen syns att kostnad per krona omsatt i aktier har reducerats med cirka hälften, från 0,068 procent till 0,034 procent. Det är i linje med bolagets avtal med NGM – det vill säga att om aktieomsättningen ökar så faller NGM:s ersättning som procentsats, och vice versa.

Allmänna administrationskostnader, som främst utgörs av löner, är den största kostnads-posten. Under det tredje kvartalet 2020 var allmänna administrationskostnaders bidrag till den totala kostnadsbasen (inkluderat provisionskostnader) cirka 81 procent. Det kan ställas i relation till cirka 78 procent för det tredje kvartalet 2019 och 79 procent under helåret 2019. För att Sedermera skall klara av att växa måste också organisationen utvidgas.

### Kostnadsfördelning, Kv3 2019 vs. 2020



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

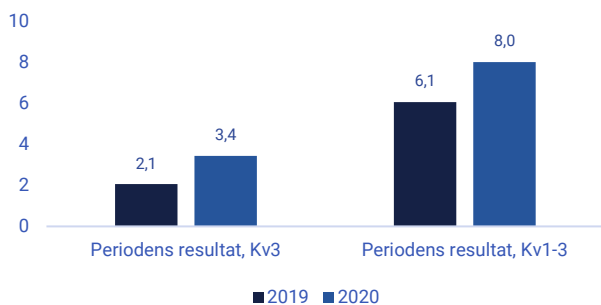
### Historisk kostnadsfördelning på årsbasis



IFRS 16, fr.o.m. 2019. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

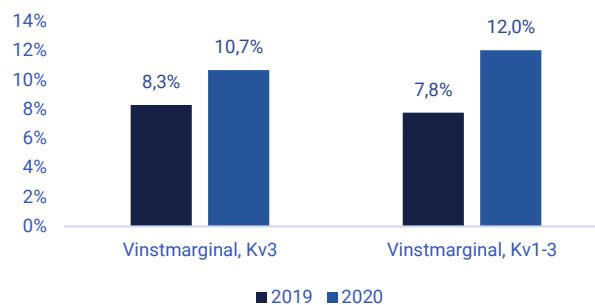
För det tredje kvartalet 2020 redovisade gruppen en vinst efter skatt om 3,4 miljoner kronor, motsvarande en ökning om 67,4 procent relativt det tredje kvartalet 2019. Vinstmarginalen förbättrades från 8,3 procent under tredje kvartalet 2019 till 10,7 procent under det tredje kvartalet 2020.

### Vinst, Kv3 och Kv1-3 2019 vs. 2020



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Vinstmarginal, Kv3 och Kv1-3 2019 vs. 2020



IFRS 16, fr.o.m. 2019. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Vinst per aktie ökade under kvartalet till 0,67 kronor, relativt 0,42 kronor per aktie under det tredje kvartalet 2019 (justerat för split i juli 2020).

## Investment case, prognoser och värdering

Spotlight Group har genom konstant utveckling av sina tjänster under de fristående och tydligt separerade verksamhetsgrenarna växt till en CAGR om 17,2 procent under perioden 2014-2019. Med Spotlight Stock Markets starka position på marknaden och ett bra momentum för Sedermera tror vi att gruppen kan fortsätta växa under de kommande åren – det med en utökad andel återkommande intäkter och till förbättrad lönsamhet. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 36,3 kronor för de kommande 6-12 månaderna.

### Investment case: Stark historik med goda utsikter

Spotlight Group etablerades 1997 och består i dag av handelsplattformen Spotlight Stock Market (tidigare AktieTorget) liksom de fristående och tydligt separerade verksamhetsgrenarna Sedermera, MCL samt Nordic Issuing som erbjuder finansiell rådgivning respektive legal rådgivning och emissionstjänster. Gruppen har sedan 2015 gjort över 135 noteringar, genomfört över 520 transaktioner och tagit in över 12,1 miljarder kronor i kapital till sina kunder. Inom gruppen finns naturliga möjligheter till korsförsäljning mellan verksamhetsgrenarna – inte minst då gruppen kommer i kontakt med företag från många olika vinklar/ärenden. Då verksamhetsgrenarna är kompletterande kan också processer effektiviseras genom tydliga samarbetsrutiner inom gruppen, vilket snabbar på processer och ökar kundvärdet. Det är samtidigt viktigt att framhäva att verksamhetsgrenarna är separerade med "kinesiska murar" och agerar oberoende av varandra.

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

Under perioden 2014-2019 har gruppens nettoomsättning växt i genomsnitt med hela 17,2 procent per år. Trots ett skakigt marknadsklimat i kölvattnet av Covid-19 har nettoomsättning under årets första nio månader ökat med 15,4 procent i relation till samma period föregående år när marknadsförutsättningarna var betydligt mer fördelaktiga. Det påvisar styrkan i gruppens erbjudande och en motståndskraft mot temporära dippar. Givet att det fjärde kvartalet är det säsongsmässigt starkaste kvartalet tror vi tillväxten på helåret kan stiga. Den genomsnittliga redovisade rörelsemarginalen över perioden 2014-2019 har legat på 11,4 procent. För de första tre kvartalen ligger rörelsemarginalen på 12,0 procent. På helåret tror vi att marginalen kan komma att förbättras ytterligare som en effekt av skalbarhet i affären.

Ökade intäkter och förbättrad lönsamhet trots en skakig marknad påvisar styrka.

### Spotlight Stock Market: Värdeskapande erbjudande

Spotlight Stock Market har en stark position på marknaden. Räknat till antal listade företag bland de tre MTF:erna i Sverige uppskattas Spotlight Stock Markets marknadsandel i dag till cirka 30 procent. Nasdaqs First North Growth Market är den dominerande MTF:en i Sverige och gynnas bland annat av sitt starka varumärke.

Spotlight Stock Market har värdefulla återkommande intäkter som varierar med antalet listade företag.

I en ansats att ta upp kampen mot Nasdaq First North Growth Market har Spotlight Stock Market utvecklat ett unikt erbjudande med fokus på enkelhet som är attraktivt för tillväxtbolag med mindre organisationer. Ytterligare ett intressant initiativ är lanseringen av listan Spotlight Next. Listan är framtagen för större SME-bolag, eller de redan listade företagen som växer och vill kliva upp ett steg som listat företag. Från gruppens perspektiv kan listan medföra förlängda kundrelationer till de framgångsrikt växande bolagen som typiskt genererar mer handelsintäkter. Den kan också medföra ett ökat antal större IPO:er.

Spotlight Stock Market utmanar Nasdaqs First North Growth Market med ett attraktivt erbjudande.

### Sedermera: Fler och större uppdrag = skalbar tillväxt

Sedermera har historiskt växt starkt och växer genom att ta på sig fler uppdrag. Det kan också växa genom att utföra uppdrag med större transaktionsvärden. Möjligheten att växa genom större uppdrag skapar också skalfördelar i verksamheten då de resurser som krävs ofta är desamma oberoende av transaktionens värde. En lyckad utveckling med Spotlight Next kommer även ha positiva effekter för Sedermera. Det i form av att Sedermera får möjlighet att genomföra större transaktioner, både vid nyemissioner och IPO:er. I den målgrupp som Sedermera riktar in sig mot finns också en stor population av företag som många gånger genomför flertalet kapitalanskaffningar för att uppnå sina mål. Det skapar möjligheter för återkommande uppdrag.

Fler och större uppdrag skapar tillväxt liksom förbättrad lönsamhet.

### MCL och Nordic Issuing driver på gruppens tillväxt

MCL grundades mot slutet av 2018 och hade rörelseintäkter före elimineringar om 10,9 miljoner kronor under 2019. Hittills i år har MCL växt med höga 47,2 procent. Nordic



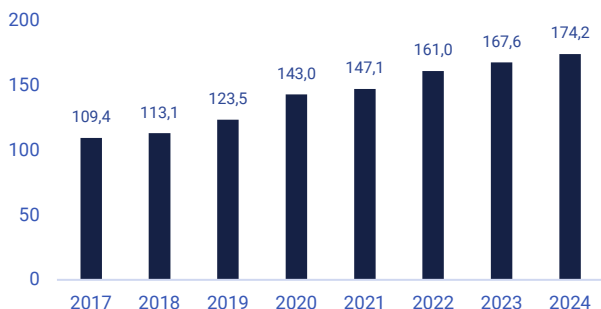
Issuing började marknadsföra sina tjänster externt i april 2020 och har redan hunnit agera emissionsinstitut vid över 30 transaktioner. Som en del av Spotlight Group tror vi att de båda verksamhetsgrenarna har goda förutsättningar till en stark tillväxt under de kommande åren.

## Intäktsprognoser, Spotlight Group

Givet utfallet för det tredje kvartalet har vi justerat upp provisionsintäkterna för Sedermera. Vi har samtidigt justerat ned intäkterna något för Spotlight Stock Market givet en ljummen (känd) pipeline för antalet nya listningar. Vi tror fortfarande att Spotlight Stock Market kommer växa avseende antalet listade företag över tid, men givet dippen under 2020 är basen att växa ifrån de kommande åren någon lägre än vad vi tidigare räknat med. Efter våra justeringar modellerar vi nu med en total nettoomsättning på 143,0 miljoner kronor och rörelseintäkter på 127,8 miljoner för helåret. Tidigare prognos låg på 135,3 miljoner kronor, respektive 119,2 miljoner kronor.

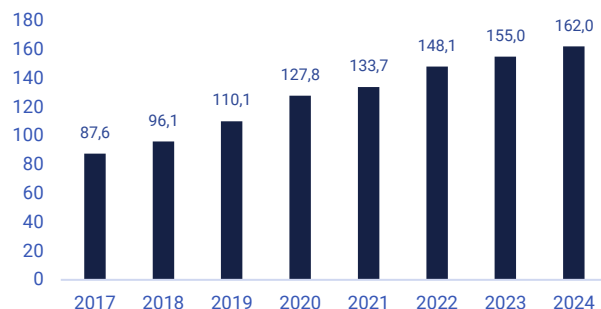
Under den prognostiserade perioden, 2020-2024 modellerar vi med en CAGR om 7,1 procent för nettoomsättning och 8,0 procent för rörelseintäkter. CAGR över den prognostiserade perioden för nettoomsättningen är nedjusterad från tidigare 8,0 procent. Den främst bidragande faktorn till tillväxten över den prognostiserade perioden är Sedermera, följt av övriga rörelseintäkter. CAGR för rörelseintäkter är nedjusterad från tidigare 9,4 procent. Nedjusteringen förklaras av, som tidigare nämnts, att basen listade företag vid utgången av 2020 är något lägre än vad vi tidigare räknat med. Vårt antagande för genomsnittlig tillväxttakt per år är också något under bolagets egna mål, att växa organiskt med cirka tio procent per år. Nedan visas historisk och prognostiserad nettoomsättning jämte rörelseintäkter.

### Prognostiserad nettoomsättning, 2020-2024 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Prognostiserade rörelseintäkter, 2020-2024 (MSEK)

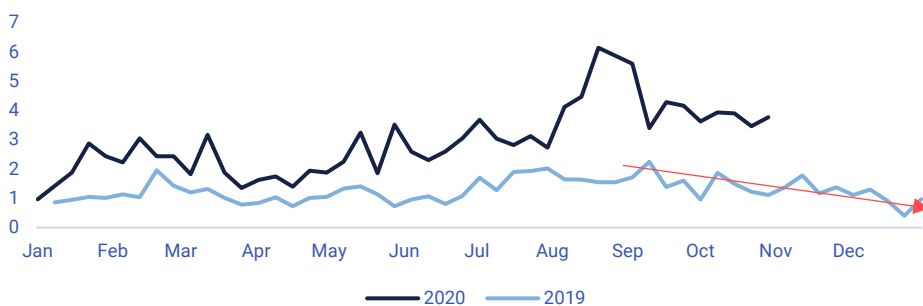


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Spotlight Stock Market

Som framgår i graf nedan tenderar aktiehandeln att falla under det fjärde kvartalet. Det är rimligtvis en effekt av ledighet i samband med jul och nyår. Av denna anledning modellerar vi också med att provisionsintäkterna under Spotlight Stock Market kommer falla sekventiellt med cirka tre procent under fjärde kvartalet 2020.

### Genomsnittlig veckovis aktieomsättning per bolag, 2019 vs. 2020 (MSEK)



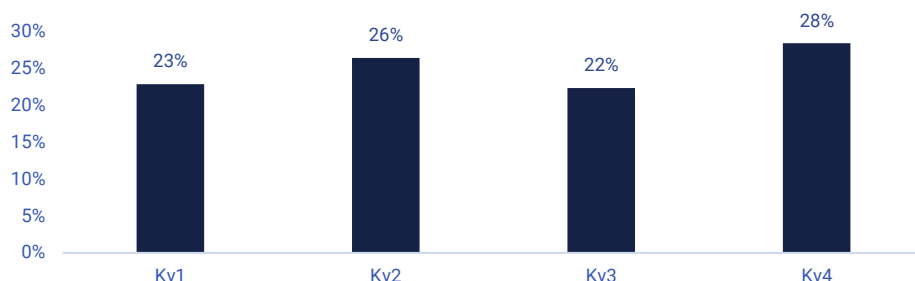
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser



## Sedermera

Det fjärde kvartalet är typiskt sett det säsongsmässigt starkaste kvartalet för företag verk- samma inom samma bransch som Sedermera. Nedan visas den genomsnittliga fördel- ningen av intäkter över de fyra kvartalen för ABG, Pareto och Mangold.

### Genomsnittlig veckovis aktieomsättning per bolag, 2019 vs. 2020 (MSEK)



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare prognoser

Givet ovan modellerar vi med en sekventiell tillväxt om cirka 20 procent för Sedermera under det fjärde kvartalet. Dock skall det noteras att spridningen av Covid-19 har tilltagit under de senaste veckorna och stater nu åter börjar införa restriktioner. Samtidigt har vola- tiliteten på de finansiella marknaderna börjat tillta. Detta är givetvis en risk för Sedermera som åter en gång kan få uppdrag att skjutas på framtiden. Som nämnts har det dock histo- riskt påvisats att Spotlight Stock Markets handelsintäkter ökar under volatila marknader.

## Övriga rörelseintäkter

Rörande övriga rörelseintäkter räknar vi att dessa i stora drag samvarierar väl med intäk- terna i Sedermera. Föregående år ökade övriga rörelseintäkter starkt under det fjärde kvar- talet. Givet detta räknar vi med en sekventiell tillväxt på kvartalsbasis även för övriga rö- relseintäkter, väl över 100 procent. Över tid har vi dock justerat ned tillväxttakten.

## Prognos, gruppens rörelseresultat och vinst

### Ökad vinst under 2020

Vi räknar med ett redovisat rörelseresultat för helåret 2020 om 18,5 miljoner kronor. Det är en uppjustering från senaste analysen då prognosen låg på 15,0 miljoner kronor. Vår pro- gnos på 18,5 miljoner kronor motsvarar en rörelsemarginal om 12,9 procent, vilket kan jämföras mot rörelsemarginalen om 9,2 procent under 2019. Förbättringen i marginalen är bland annat hänförlig till en större andel handelsintäkter under Spotlight Stock Market.

Vi tror på uppställ i lönsamheten under 2020 med en större andel handelsintäkter.

### Rörelseresultat (MSEK) och rörelsemarginal



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Under 2021 räknar vi dock med en fallande rörelsemarginal då handelsintäkternas andel av de totala intäkterna faller tillbaka till förmån för andra verksamhetsgrenar med lägre marginal. Över tid tror vi att det finns uppsida i lönsamheten allteftersom att verksamhets- grenarna växer in i sina kostymer och Sedermera gör större transaktioner. Vi modellerar med en hållbar justerad rörelsemarginal över tid om 14,5 procent. Det är en nedjustering från tidigare analys då den låg på 15,9 procent. Det beror på en högre andel intäkter från Sedermera. 14,5 procent är dock väl över bolagets målsättning.

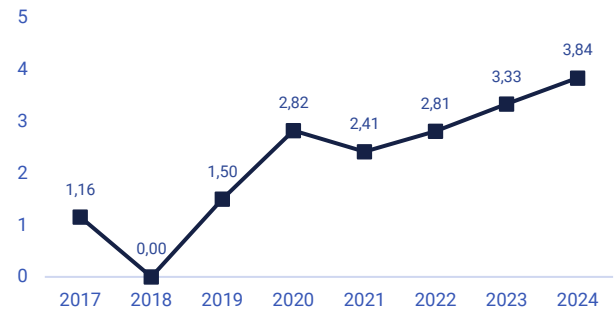
Nedan visas prognostiserad vinst och vinst per aktie.

### Prognostiserad vinst, 2020-2024 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Prognostiserad EPS, 2020-2024 (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 diskonteringsränta om 13,1 procent. Genom denna metod beräknar vi ett motiverat rörelsevärde (EV) för SPGR om 158 miljoner kronor. Efter nettokassan per den 30 september 2020 om 29,9 miljoner kronor beräknas ett totalt aktievärde om cirka 188 miljoner kronor. Med cirka 5,2 miljoner utestående aktier beräknas ett motiverat värde i vårt basscenario till 36,3 kronor för de kommande 6-12 månaderna. Det motiverade värdet är marginellt nedjusterat från 37,7 kronor per aktie tidigare.

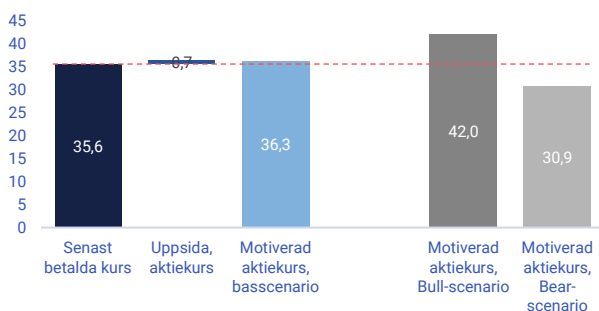
I basscenarioet beräknas ett motiverat värde per aktie om 37,7 kronor för de kommande 12 månaderna.

### Sammanställning värdering, basscenario

DCF värdering			Disk.ränta		
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	52,9		Riskfri ränta, prognostiserad period	0,0%	
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	105,0		Marknadsriskpremie	7,7%	
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>157,8</b>		Småbolagspremie	4,3%	
Nettokassa	29,9		Beta	1,1x	
<b>Aktievärde</b>	<b>187,8</b>		<b>Avkastningskrav, EK</b>	<b>13,1%</b>	
Antal aktier (milj.)	5,2		Beläningsgrad	0,0%	
<b>Motiverat värde per aktie (kr)</b>	<b>36,3</b>		WACC	13,1%	
			Bolagsspec. Tillägg	0,0%	
			<b>Disk.ränta</b>	<b>13,1%</b>	
Antaganden		Implicita värderingsmultiplar		Disk.ränta TV	15,1%
CAGR rörelseintäkter, 2019-2024	8,0%	EV/Sales, 2019	1,3x		
EBITDA-marginal, 2024	21,0%	EV/sales, 2020P	1,1x		
EBIT-marginal, 2024	15,4%	EV/EBITDA, 2019	8,4x		
Tillväxttakt, evighet	3,5%	EV/EBITDA, 2020P	5,9x		
Skattesats	21,4%-20,6%	P/E 2020	12,9x		

Källa: Carlsquare prognoser

### Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare prognoser

### Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Det motiverade värdet per aktie om 36,3 kronor motsvarar en EV/Sales-multipel på utfallet 2019 om 1,3x och 1,1x vår intäktsprognos för 2020. EV/EBITDA-multipeln är 8,4x utfallet 2019 och 5,9x prognostiserat EBITDA-resultat 2020. P/E-talet för basscenariot är 12,9x på vår prognos 2020.

### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Implicit P/S	1,5x	1,3x	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x
Implicit P/E	25,7x	12,9x	15,0x	12,9x	10,9x	9,5x
Implicit EV/Sales	1,3x	1,1x	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x
Implicit EV/EBITDA (just.)	8,4x	5,9x	6,5x	6,0x	5,2x	4,6x

Källa: Carlsquare prognoser

### Värdering: En rimlighetsbedömning

Det är svårt att hitta listade företag vars verksamhet är en exakt match med den som gruppen bedriver och/eller har en liknande sammansättning av verksamheter, tillväxt och marginaler som SPGR. I en ansats att göra en rimlighetsbedömning av vår värdering har vi därför studerat listade finansiella rådgivare.

Vi har identifierat åtta företag/koncerner med en någorlunda fokuserad verksamhet kring Corporate Finance och blockaffärer/aktiemäklari listade i Europa. Nedan visas en lista på dessa med EV/Sales-multipel för rullande tolv månaders försäljning och EV/EBITDA-multipel på rullande tolv månaders EBITDA-resultat. Som också framgår handlas gruppen till ett medianvärde för EV/Sales om 2,4x och EV/EBITDA om 9,8x senaste tolv månader. P/E-talet är 32,3x. De inkluderade företagen är många gånger betydligt större än Sedermera. Därför har vi, enligt samma logik som med småbolagspremierna som adderas till diskonteringsräntan, rabatterat median-multiplarna med 25 procent. Efter rabatt så beräknas gruppens medianvärde för EV/Sales till 1,8x, EV/EBITDA till 7,3x och P/E-tal till 24,2x.

### Finansiella rådgivare (MSEK)

Bolag	Land	Marknadsvärde	EV/Sales, LTM	EV/EBITDA, LTM	P/E, LTM
ABG Sundal Collier Holding ASA	NO	2 439	1,2x	4,0x	10,5x
Berliner Effektengesellschaft AG	DE	5 011	3,1x	5,7x	13,4x
Catella AB	SE	1 828	0,9x	4,9x	NULL
Finncap Group PLC	GB	385	1,1x	11,9x	45,9x
Frp Advisory Group PLC	GB	2 815	3,7x	36,0x	118,3x
Mangold AB	SE	716	4,6x	26,5x	32,3x
Numis Corporation PLC	GB	3 415	1,6x	12,8x	33,0x
Pareto Bank ASA	NO	2 513	6,0x	7,6x	6,4x
<b>Median</b>		<b>2 476</b>	<b>2,4x</b>	<b>9,8x</b>	<b>32,3x</b>
Average		2 390	2,8x	13,7x	37,1x
Max		5 011	6,0x	36,0x	118,3x
Min		385	0,9x	4,0x	6,4x
Rabatt			25%	25%	25%
<b>Rabatterade median-multiplar</b>			<b>1,8x</b>	<b>7,3x</b>	<b>24,2x</b>

Källa: Thomson Reuters Eikon

Givet multiplar ovan bedömer vi att värderingen av Spotlight Group med den implicita EV/Sales-multipeln om 1,5x 2019 års intäkter och en implicita EV/EBITDA-multipeln om 8,4x 2019 års EBITDA-resultat i basscenariot är rimlig. Gruppen har samtidigt stor andel återkommande listningsavgifter. Det medför rimligtvis att risken i värderingen finns på uppsidan.

Vi har också identifierat en grupp av listade företag som bedriver en verksamhet som påminner om den som Spotlight Stock Market bedriver med hög andel återkommande månadsintäkter och handelsintäkter. Dessa bolag är teknikintensiva och har andra affärsmodeller och erbjudanden vilket medför höga EBITDA-marginaler över de som SPGR historiskt kunnat visa upp eller förväntas kunna göra framledes. Dessa handlas således också till helt andra multiplar, vilket framgår i tabell nedan.

## Handelsplatser och relaterade tjänster (MSEK)

Bolag	Land	Marknads- värde	Omsättning 2020P	EBITDA-marg. 2020P	EV/Sales 2020P	EV/EBITDA 2020P	P/E 2020P
Deutsche Boerse AG	DE	246 782	32 783	62%	7,6x	12,4x	19,8x
Euronext NV	FR	65 405	9 039	58%	8,3x	14,2x	19,6x
London Stock Exchange Group PLC	GB	333 601	27 177	57%	NaN	NaN	39,9x
Nasdaq Inc	US	180 985	24 761	55%	8,2x	14,7x	20,7x
CME Group Inc	US	485 522	43 026	67%	11,6x	17,6x	22,6x
Intercontinental Exchange Inc	US	475 601	52 818	64%	13,4x	21,1x	21,6x
Cboe Global Markets Inc	US	82 666	11 038	70%	8,1x	11,6x	16,7x
TMX Group Ltd	CA	49 436	5 716	58%	9,2x	15,9x	22,1x
<b>Median</b>		<b>213 883</b>	<b>25 969</b>	<b>60%</b>	<b>8,3x</b>	<b>14,7x</b>	<b>21,1x</b>
<b>Average</b>		<b>240 000</b>	<b>25 795</b>	<b>61%</b>	<b>9,5x</b>	<b>15,4x</b>	<b>22,9x</b>
<b>Max</b>		<b>485 522</b>	<b>52 818</b>	<b>70%</b>	<b>13,4x</b>	<b>21,1x</b>	<b>39,9x</b>
<b>Min</b>		<b>49 436</b>	<b>5 716</b>	<b>55%</b>	<b>7,6x</b>	<b>11,6x</b>	<b>16,7x</b>

Källa: Thomson Reuters Eikon

## Värderingsintervall

För att landa i en övre gräns i ett värderingsintervall (Bull) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 8,1 procent. Vi har också genomgående justerat upp den justerade EBIT-marginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 15,5 procent år 2024. Detta scenario ger ett motiverat värde om 42,0 kronor per aktie.

För att landa i en nedre gräns av intervallet (Bear) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 6,1 procent. Vi har också genomgående justerat ned de justerade EBIT-marginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 13,5 procent år 2024. Detta scenario ger ett motiverat värde om 30,8 kronor per aktie.

## 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. En andra våg av restriktioner i kölvattnet av tilltagande spridning av Covid-19 kan medföra ytterligare en period av ofördelaktiga marknadsförhållanden.

Det är viktigt att Spotlight Stock Market upprätthåller ett bra 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 en annan marknadsplats.

Spotlight Stock Market har nettominakat antalet listade företag, främst på grund av listbyten. Denna trend måste brytas.

Sedermeras intäkter är i stor utsträckning baserad på att uppdragen lyckas och transaktionerna genomförs. Uteblir en transaktion uteblir också den stora intäkten. Sedermera är också beroende av ett förtroende bland 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.

Den befintliga konkurrensen är stenhård och Nasdaq First North Growth Market är på frammarsch under starkt momentum. Konkurrensen tilltar även från alternativa finansieringsmöjligheter. Däribland finns exempelvis Pepins som inkräktar på SPGR:s målgrupp. De konkurrerande alternativa erbjudandena saknar dock kontinuerlig realtidshandel som Spotlight Stock Market erbjuder. Pepins fick också sin ansökan om MTF avslagen.

# Räkenskaper och nyckeltal

## Resultaträkning som redovisad (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Ränteintäkter	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Räntenetto	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Totala provisionsintäkter	91,7	103,1	124,1	120,6	127,8	132,8	137,6
Provisionskostnader	-15,5	-12,6	-15,2	-13,0	-12,7	-12,4	-11,9
Nettores. av finansiella transaktioner	-1,5	-0,6	0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
Övriga rörelseintäkter	21,3	20,3	18,9	26,5	33,1	34,8	36,5
<b>Summa Rörelseintäkter</b>	<b>96,1</b>	<b>110,1</b>	<b>127,8</b>	<b>133,7</b>	<b>148,1</b>	<b>155,0</b>	<b>162,0</b>
Allmänna admin.kostnader	-90,7	-89,3	-98,4	-107,2	-119,1	-121,8	-124,9
Av- och nedskrivningar	-0,7	-7,9	-8,4	-8,1	-7,8	-8,4	-9,0
Övriga rörelsekostnader	-4,1	-2,7	-2,6	-2,6	-2,9	-3,0	-3,1
Totala rörelsekostnader	-95,5	-99,9	-109,3	-118,0	-129,8	-133,2	-137,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>18,1</b>	<b>26,9</b>	<b>23,8</b>	<b>26,1</b>	<b>30,1</b>	<b>34,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>0,6</b>	<b>10,2</b>	<b>18,5</b>	<b>15,7</b>	<b>18,3</b>	<b>21,7</b>	<b>25,0</b>
Skatt	-0,9	-2,9	-4,0	-3,2	-3,8	-4,5	-5,1
<b>Periodens resultat</b>	<b>-0,3</b>	<b>7,3</b>	<b>14,5</b>	<b>12,5</b>	<b>14,5</b>	<b>17,2</b>	<b>19,8</b>

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Vinst per aktie (kr) <sup>1</sup>	0,00	1,50	2,82	2,41	2,81	3,33	3,84
Utdelning per aktie (kr)	0,00	1,00	1,41	1,21	1,41	1,67	1,92
Nettoomsättning <sup>2</sup>	113,1	123,5	143,0	147,1	161,0	167,6	174,2
Just. EBIT-resultat <sup>3</sup>	2,0	10,9	18,5	16,1	18,5	22,0	25,2
Provisionsintäkter, Spotlight Stock Market	65,3	68,0	80,8	68,7	70,7	72,8	74,7
Provisionsintäkter, Sedermera	20,3	30,7	43,3	51,9	57,1	60,0	63,0

Tillväxt	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Totala provisionsintäkter	-1,3%	12,5%	20,3%	-2,8%	6,0%	3,9%	3,6%
Övriga rörelseintäkter	29,0%	-4,7%	-6,9%	40,0%	25,0%	5,0%	5,0%
Summa Rörelseintäkter	9,7%	14,6%	16,1%	4,6%	10,8%	4,7%	4,5%
EBITDA	-87,9%	1352%	48,6%	-11,4%	9,4%	15,5%	12,9%
EBIT	-93,8%	1656%	81,8%	-15,1%	16,6%	18,5%	15,1%
Periodens resultat	-106,2%	-2210%	99,4%	-14,2%	16,6%	18,5%	15,1%
Nettoomsättning	3,3%	9,2%	15,8%	2,9%	9,4%	4,1%	3,9%
Just. EBIT-marginal	1,8%	8,8%	12,9%	10,9%	11,5%	13,1%	14,5%
Provisionsintäkter, Spotlight Stock Market	-1,8%	4,1%	18,7%	-15,0%	3,0%	3,0%	2,5%
Provisionsintäkter, Sedermera	28,0%	51,4%	40,9%	20,0%	10,0%	5,0%	5,0%

Marginaler	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EBITDA-marginal	1,3%	16,4%	21,0%	17,8%	17,6%	19,4%	21,0%
EBIT-marginal	0,6%	9,2%	14,5%	11,8%	12,4%	14,0%	15,4%
Vinstmarginal	-0,4%	6,6%	11,4%	9,3%	9,8%	11,1%	12,3%
Just. EBIT-resultat <sup>4</sup>	1,8%	8,8%	12,9%	10,9%	11,5%	13,1%	14,5%

<sup>1</sup>Justerad för split 2020. <sup>2</sup>Nettoomsättning = Provisionsintäkter plus övriga rörelseintäkter. <sup>3</sup>Justerat rörelseresultat = Nettoomsättning reducerat med provisionskostnader, allmänna administrationskostnader, av- och nedskrivningar och övriga rörelsekostnader. <sup>4</sup>Just. Rörelsemarginal = Justerat rörelseresultat dividerat med nettoomsättning.

IFRS 16 infördes 2019.

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning (MSEK)**

	2 018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Utlåning till kreditinst.	14,0	18,8	38,6	43,6	50,5	59,7	70,5
Aktier och andelar	1,5	1,8	2,3	2,4	2,6	2,8	3,1
<b>Immateriella anläggningstillg.</b>							
Goodwill	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0
Övriga immateriella tillg.	4,4	3,0	1,0	0,4	0,7	0,9	1,0
<b>Materiella anläggningstillg.</b>							
Inventarier	4,6	4,9	4,8	4,8	4,8	4,3	3,3
Nyttjanderätter	0,0	6,9	6,5	6,8	7,1	7,3	7,5
Övriga tillgångar	25,3	22,0	29,3	30,9	34,6	36,9	39,2
Förutbet. kostnader och upplupna intäkt.	4,5	11,7	5,7	5,9	6,5	6,7	7,0
<b>Summa tillgångar</b>	<b>80,3</b>	<b>95,0</b>	<b>114,2</b>	<b>120,8</b>	<b>132,7</b>	<b>144,5</b>	<b>157,5</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
<b>Eget kapital</b>							
Aktiekapital	12,1	12,1	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Balanserat resultat	40,0	39,7	34,5	41,8	48,0	55,3	63,9
Periodens resultat	-0,3	7,3	14,5	12,5	14,5	17,2	19,8
<b>Summa eget kapital</b>	<b>51,8</b>	<b>59,1</b>	<b>74,0</b>	<b>79,2</b>	<b>87,5</b>	<b>97,5</b>	<b>108,7</b>
Övriga skulder	11,0	11,5	13,2	13,7	14,9	15,6	16,1
Leasingskulder hänförliga till finansiella leasing-avtal	0,0	5,7	5,3	5,7	5,9	6,1	6,3
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	17,5	18,7	21,6	22,3	24,4	25,4	26,3
<b>Summa skulder</b>	<b>28,5</b>	<b>35,9</b>	<b>40,2</b>	<b>41,6</b>	<b>45,2</b>	<b>47,1</b>	<b>48,8</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>80,3</b>	<b>95,0</b>	<b>114,2</b>	<b>120,8</b>	<b>132,7</b>	<b>144,5</b>	<b>157,5</b>
<b>Soliditet</b>							
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	3,0	7,4	38,6	43,6	50,5	59,7	70,5
Nettoskuld/just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Nettoskuld/EK	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Skuld/EK	21%	19%	18%	17%	17%	16%	15%
Soliditet	65%	62%	65%	66%	66%	67%	69%
<b>Lönsamhetsmått</b>							
ROA	0,7%	10,7%	16,2%	13,0%	13,8%	15,0%	15,9%
ROE	-0,7%	12,3%	19,7%	15,8%	16,6%	17,7%	18,3%
ROIC	1,7%	10,8%	19,8%	17,2%	18,5%	21,3%	23,9%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Löpande verksamhet</b>							
Rörelseresultat	0,6	10,2	18,5	15,7	18,3	21,7	25,0
Justeringar	-1,8	9,4	8,4	8,1	7,8	8,4	9,0
Betad inkomstskatt	-2,0	-3,5	-4,0	-3,2	-3,8	-4,5	-5,1
Delta rörelsekapital	-6,5	-2,5	3,3	-0,7	-0,9	-0,9	-1,1
<b>KF, löpande verksamhet</b>	<b>-9,7</b>	<b>13,6</b>	<b>26,3</b>	<b>19,9</b>	<b>21,4</b>	<b>24,7</b>	<b>27,8</b>
<b>Investeringsverksamheten</b>							
Köp/försäljning av materiella tillgångar	-1,5	-1,2	-1,0	-1,5	-1,9	-1,7	-1,5
Köp/försäljning av immateriella tillgångar	-4,4	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Netto, köp/försäljningar av värdepapper	3,4	-1,8	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>KF, investeringsverksamhet</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>							
Amortering av leasingskuld	0,0	-5,8	-5,3	-5,5	-5,7	-5,9	-6,1
Emission	0,0	0,0	5,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Utbetald utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	-5,2	-7,3	-6,2	-7,3	-8,6
<b>KF, finansieringsverksamhet</b>	<b>0,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-12,8</b>	<b>-11,9</b>	<b>-13,2</b>	<b>-14,7</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>-12,2</b>	<b>4,9</b>	<b>19,8</b>	<b>5,0</b>	<b>6,9</b>	<b>9,2</b>	<b>10,8</b>
Likvida medel, periodens början	26,2	14,0	18,8	38,6	43,6	50,5	59,7
Likvida medel, periodens slut	14,0	18,8	38,6	43,6	50,5	59,7	70,5
<b>Nyckeltal</b>							
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	n.m.	0,1x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,2x
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	n.m.	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Utdelning per aktie (kr)	0,00	1,00	1,41	1,21	1,41	1,67	1,92

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser



## Friskrivning

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

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

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

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

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

Analytikerna Markus Augustsson och Richard Ramanius äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.