

Uppföljning: kv4 2020

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: 43,9 kronor
 Marknadsvärde: 227 MSEK

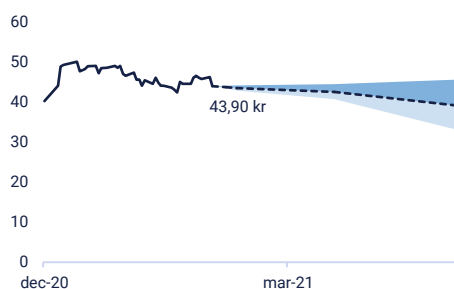
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	33,4	-6,2	33,4	-0,6

Källa: Thomson Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	33,1	39,1	45,5
Upp-/nedsida (%)	-24,7	-10,9	3,6

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Richard Ramanius
 Associate Equity Analyst

Goda utsikter och extrautdelning på tapeten

Spotlight Group redovisade en stark tillväxt om 13,7 procent under 2020 till förbättrad lönsamhet. Givet en stark finansiell ställning är en utdelning om 2,0 kronor per aktie föreslagen. Utsikterna för 2021 ser goda ut givet fortsatt hög handelsaktivitet och ett bra börsklimat. Vi höjer motiverat värde i ett basscenario till 39,1 kronor.

Bra tillväxt till förbättrad lönsamhet

Under 2020 redovisade Spotlight Group en nettoomsättning på 140,4 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt om 13,7 procent. Det är en stark siffra givet ett tapp i antalet listade företag och en stundvis haltande marknad i spåren av Covid-19. Nettoomsättningen var samtidigt något under vår prognos på 143,0 miljoner kronor. Det justerade rörelseresultatet landade på 15,3 miljoner kronor. Resultat efter skatt kom in på 11,4 miljoner kronor och ökade med 56,6 procent relativt 2019. Med en lägre nettoomsättning än väntat var också lönsamheten något under vår prognos.

Med stark finansiell ställning föreslås extrautdelning

Bolaget har föreslagit en utdelning per aktie om 2,0 kronor, då inkluderat en extrautdelning om 0,9 kronor. Givet ett starkt fritt kassaflöde samt likvida medel om 42,6 miljoner kronor vid utgången av 2020 bedömer vi att utdelningen är genomförbar utan att hämma bolagets tillväxtplaner samtidigt som bolaget kan behålla en stark finansiell ställning.

Fortsatt goda utsikter, nya initiativ och höjt motiverat värde

Antalet listade företag på Spotlight Stock Market backade till 164 vid utgången av 2020, från 178 vid utgången av 2019. Ökad handelsaktivitet och handelsrelaterade intäkter väjde dock upp för nedstället i antalet listade företag. Handelsaktiviteten är fortfarande hög, vilket innebär att förutsättningar finns på plats för att handelsintäkterna skall fortsätta komma in på nära samma nivåer. Med stigande börser är klimatet för kapitalanskaffningar och IPO:er gott, vilket också underlättar det för Sedermera att upprätthålla sitt momentum.

Givet de goda förutsättningarna har vi justerat upp våra prognoser en aning. I vår DCF-modell beräknas ett motiverat värde per aktie om 39,1 kronor (36,3) för de kommande 6-12 månaderna, efter utdelning om 2,0 kronor per aktie. Lönsamheten rör sig i rätt riktning men är kvar en bra bit under sektor-kollegor inom både finansiell rådgivning och marknadsplatser. Initiativ, så som förändring i koncernstruktur och nya affärsben kan dock bidra till både ökad tillväxt och förbättrad lönsamhet. Genomförs och lyckas satsningarna skapas uppsida i aktien.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	113,1	123,5	140,4	152,4	163,6	170,2	177,6
Summa rörelseintäkter	96,1	110,1	125,2	136,7	147,5	153,6	160,7
Just. EBIT	2,0	10,9	15,3	17,1	19,1	22,4	26,0
Redovisat rörelseresultat	0,6	10,2	15,2	16,7	18,8	22,1	25,7
Vinst efter skatt	-0,3	7,3	11,4	13,2	15,0	17,5	20,4
Vinst per aktie	Neg.	1,50	2,28	2,56	2,89	3,39	3,95
Utdelning per aktie	0,0	1,0	2,0	1,4	1,4	1,7	2,0
Tillväxt, nettoomsättning	3,3%	9,2%	13,7%	8,5%	7,4%	4,0%	4,3%
Tillväxt, rörelseintäkter	9,7%	14,6%	13,7%	9,1%	7,9%	4,2%	4,6%
Just. EBIT-marginal	1,8%	8,8%	10,9%	11,2%	11,7%	13,2%	14,6%
Redovisad rörelsemarg.	0,6%	9,2%	12,2%	12,2%	12,8%	14,4%	16,0%
EV/Sales (nuv.)	1,7x	1,5x	1,4x	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x
EV/EBIT (nuv.)	92,7x	17,4x	12,4x	11,1x	10,0x	8,5x	7,3x
P/E (nuv.)	Neg.	31,1x	19,9x	17,2x	15,2x	13,0x	11,1x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

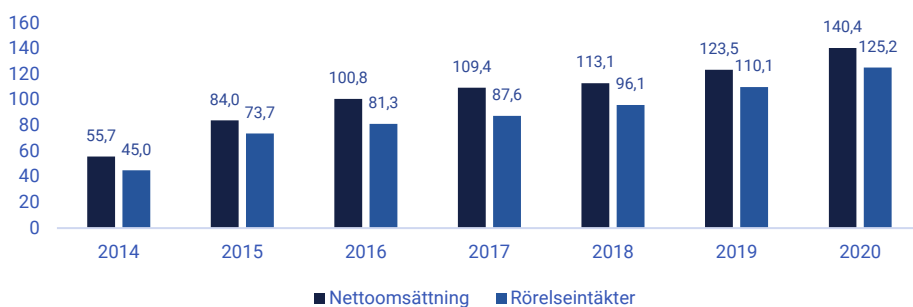
Uppföljning och kommentarer

Spotlight Group (SPGR, bolaget, gruppen eller koncernen) hade ett starkt 2020. Samtliga verksamhetsgrenar visade upp tillväxt samtidigt som koncernen kunde lyfta sin lönsamhet. Bolagets lönsamhet är en bra bit under liknande handelsplatser och finansiella rådgivare. Dock kan nya initiativ som förändrad koncernstruktur och lansering av nya affärsben bättra på lönsamheten. Närmast till hands ligger renodlingen av ett bolag inriktat på aktiemarknadskommunikation och investerarrelationer.

Stark tillväxt för samtliga verksamhetsgrenar

Nettoomsättningen, räknat som provisionsintäkter plus övriga rörelseintäkter, landade på 140,4 miljoner kronor under helåret 2020. Det motsvarar en tillväxt på 13,7 procent. Vår prognos var 143,0 miljoner kronor.

Intäkter Spotlight Group, 2014-2020 (MSEK)

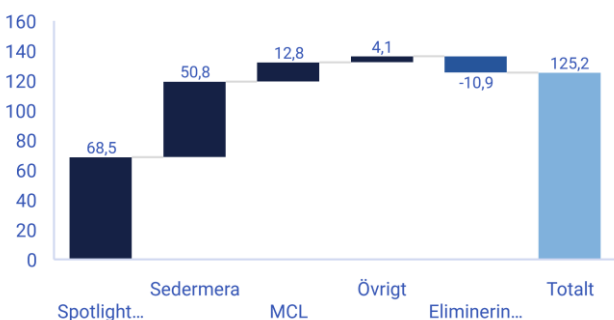


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Summan av rörelseintäkter, som räknas ut genom att justera nettoomsättningen med räntenettot, provisionskostnader och nettoresultat av finansiella transaktioner, landade under 2020 på 125,2 miljoner kronor och växte också med 13,7 procent på årsbasis. Vår prognos för rörelseintäkter var 127,8 miljoner kronor.

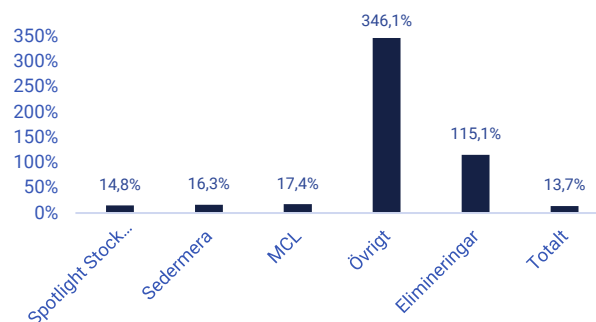
Nedan till vänster visas bolagets respektive verksamhetsgrens bidrag till de totala rörelseintäkterna. Som framgår är Spotlight Stock Market fortsatt den största verksamhetsgrenen. Väl värt att notera är dock att Spotlight Stock Markets andel av de totala rörelseintäkterna före elimineringar backade under 2020 till 50,3 procent, jämfört med 51,8 procent under 2019. Övrigt, som i huvudsak innefattar intäkter från Nordic Issuing, har ökat sin andel till 3,0 procent från 0,8 procent.

Rörelseintäkter per verksamhetsgren, 2020 (MSEK)



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

Tillväxt i rörelseintäkter per verksamhetsgren



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

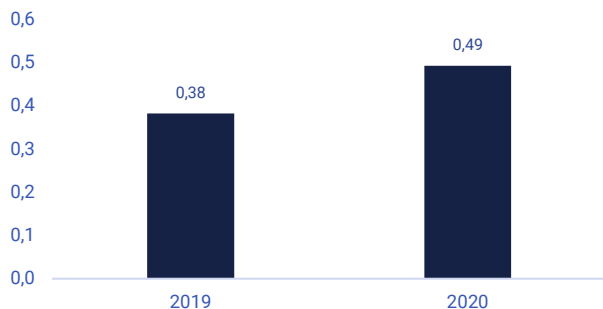
Såsom framgår i den högra grafen ovan växte samtliga verksamhetsgrenar före elimineringar på årsbasis. Verksamhetsgrenen Övrigt sticker ut. Även elimineringar ökar vilket kan tolkas som att de olika verksamhetsgrenarna jobbar "i symbios" med varandra.

Hög handel gynnar Spotlight Stock Market

Spotlight Stock Market redovisar provisionsintäkter om 80,7 miljoner kronor motsvarande en tillväxt om 18,7 procent. Vår prognos låg på 80,8 miljoner kronor. Då antalet listade företag backade till 164 stycken vid utgången av 2020, från 178 stycken vid utgången av 2019, var den ökade handelsaktiviteten den bakomliggande förklaringen till intäktstillväxten.

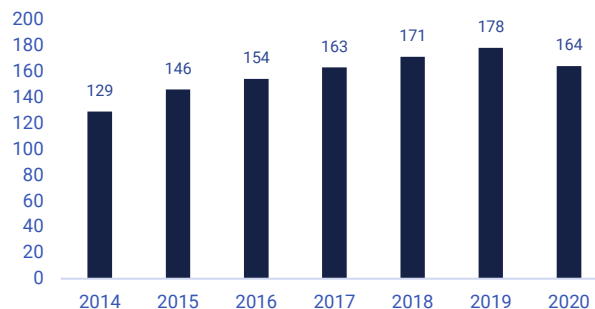
Genomsnittlig provisionsintäkt per listat bolag uppgick till 0,49 miljoner kronor under 2020, upp från 0,38 miljoner kronor under 2019. Det motsvarar en tillväxt om 17,6 procent. Handelsvolymen ökade med 121,5 procent.

Provisionsintäkt per listat företag (MSEK), 2019-2020



Antal listade bolag per periodens slut. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Antal listade företag, 2014-2020

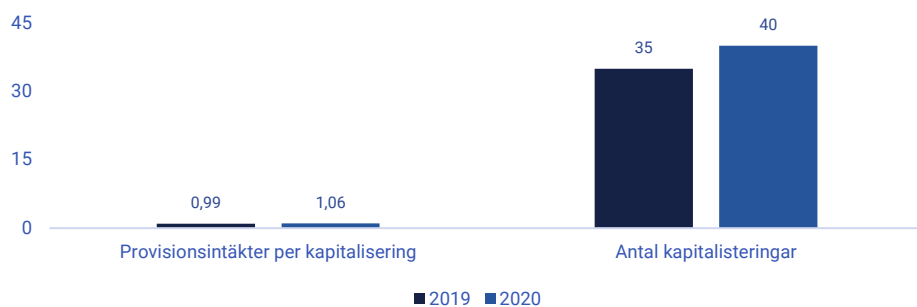


Antal listade bolag per periodens slut. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Sedermera ökar båda antal uppdrag och intäkt per uppdrag

Sedermera ökade antalet kapitalanskaffningar till 40 stycken under 2020, jämfört med 35 stycken under 2019. Samtidigt ökade verksamhetsgrenens provisionsintäkter under året 2020 med 23,5 procent till 42,6 miljoner kronor. Vår prognos låg på 43,3 miljoner kronor. Den genomsnittliga intäkten per kapitalanskaffning var således cirka 1,06 miljoner kronor, motsvarande en ökning med 8,1 procent jämfört med 2019. Utvecklingen går således i rätt riktning.

Provisionsintäkt per kapitalanskaffning, 2019 vs 2020



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

MCL och Nordic Issuing växer som väntat snabbt

De två förhållandevis nya affärsområdena MCL och Övrigt genererade tillsammans intäkter på 18,0 miljoner kronor före elimineringar. Vår prognos var 18,9 miljoner kronor.

Totalt uppgick elimineringar under året till 11,5 miljoner kronor. Det är svårt att matcha dessa med intäkter från extern part utan tillgång till bolagets interna bokföring. Dock är det vår uppskattning att stora delar ligger i provisionsintäktsdelningar mellan Sedermera och MCL.

MCL hade ett bra år. Enligt information från bolaget var också MCL den legala aktör som var delaktig i flest noteringar i Norden under 2020. Intäkterna, före elimineringar, växte också under 2020 med 17,4 procent till 12,8 miljoner kronor.

Verksamhetsgrenen Övrigt redovisade intäkter före elimineringar om 5,1 miljoner kronor för helåret 2020. Givet ett lågt jämförelsetal var tillväxten också hög, 346,1 procent. Den höga tillväxten är sannolikt i stor utsträckning hänförlig till just Nordic Issuing som började marknadsföra sina tjänster externt först i april 2020. Med detta sagt finns goda utsikter för fortsatt tillväxt även under 2021 för Nordic Issuing.

Skalbarhet ger ökad lönsamhet

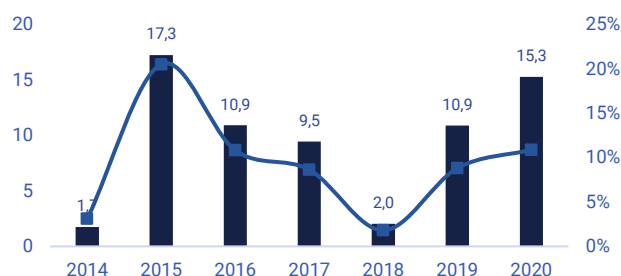
Gruppens redovisade rörelseresultat landade på 15,2 miljoner kronor under 2020. Det motsvarar en EBIT-marginal om 12,2 procent räknat på rörelseintäkter. Vår prognos låg på 18,5 miljoner kronor. Lejonparten av differensen förklaras dels av något lägre rörelseintäkter än väntat och något högre övriga rörelsekostnader än väntat.

Redovisat rörelseres. (MSEK) och marginal (%), 2014-2020



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

Just. rörelseres. (MSEK) och marginal (%), 2014-2020



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

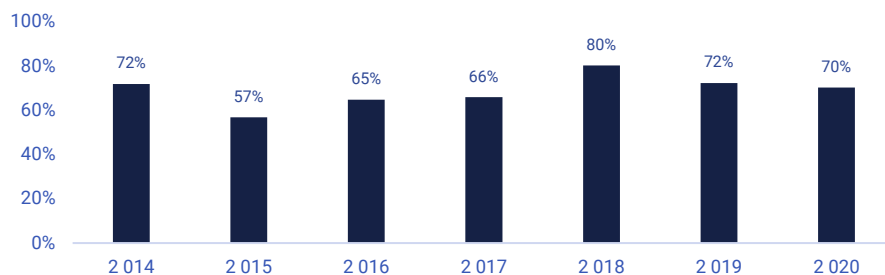
Justerat rörelseresultat, beräknat som nettoomsättning reducerat med provisionskostnader och rörelsekostnader (ej inkluderat räntenetto och nettoresultat av finansiella transaktioner), landar på 15,3 miljoner kronor under 2020. Det motsvarar en ökning med cirka 40 procent. Den justerade rörelsemarginalen var 10,9 procent. Se graf ovan till höger.

Fallande andel allmänna administrationskostnader

Skalbarhet i verksamheten syftar i detta sammanhang till möjligheten att öka intäkter snabbare än kostnadsbasen. Bolaget kan erhålla skalbarhet bland annat genom att öka provisionsintäkt per kapitalanskaffning eller öka provisionsintäkt per listat bolag. Detta kan i sin tur bland annat åstadkommas genom att Sedermera tar på sig större kapitalanskaffningsuppdrag eller att Spotlight Stock Market tar ut högre avgifter och/eller genererar mer handelsintäkter per listat bolag.

Nedan visas kostnadsposten Allmänna administrationskostnader (den största kostnadsposten som bland annat innefattar löner med mera) som andel av nettoomsättningen. Den minskande andelen sedan 2018 påvisar att bolaget lyckas ta fram skalbarheter i verksamheten. Genomsnittet över perioden 2014-2020 är 69 procent.

Kostnader som andel av nettoomsättning, Kv 3 2019 vs. 2020



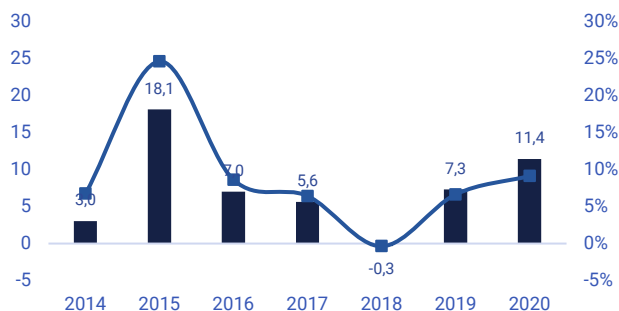
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Samtidigt kommer bolaget periodvis behöva öka exempelvis antalet anställda för att proaktivt anpassa verksamheten för den avsedda tillväxten. Det kommer i sin tur skapa viss fluktuation från år till år i lönsamhet.

Vinst och förslag till extrautdelning

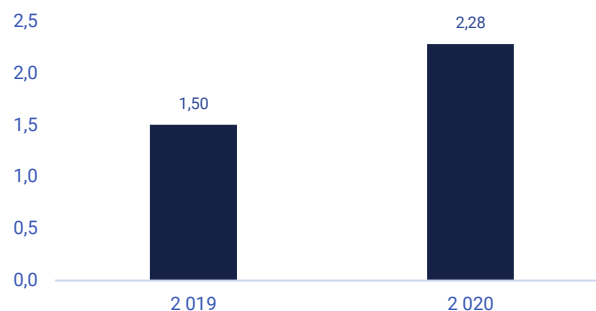
Under 2020 redovisade gruppen en vinst efter skatt om 11,4 miljoner kronor, motsvarande en ökning om 56,6 procent relativt 2019. Vinstmarginalen förbättrades till 9,1 procent under 2020, från 6,6 procent under 2019. Vår prognos låg på 11,4 procent. Vinst per aktie ökade under 2020 till 2,28 kronor, vilken kan jämföras med 1,50 kronor per aktie under 2019 (justerat för split i juli 2020).

Periodens resultat (MSEK), 2014-2020



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

Vinst per aktie, 2018-2020 (kronor)



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

Bolaget har föreslagit en utdelning om 2,0 kronor per aktie. Utöver bolagets målsättning, att dela ut 50 procent av vinsten inkluderar den föreslagna utdelningen även en extrautdelning om 0,9 kronor per aktie.

Bolaget hade vid utgången av 2020 42,6 miljoner kronor i likvida medel. Samtidigt dubbades det fria kassaflödet jämfört med 2019. Det är således vår bedömning att bolaget klarar av att genomföra extrautdelningen och fortfarande behålla en stark finansiell ställning.

Nya initiativ

Spotlight Group har tidigare kommunicerat ett antal intressanta initiativ för att driva verksamheten framåt. Bland annat är avsikten att förändra koncernstrukturen och bilda enskilda dotterbolag för de specifika funktionerna med separata och anpassade tillstånd. Det kan över tid leda till en reducerad arbetsbörda relaterad till Compliance-frågor. Det kan också öka möjligheten för respektive verksamhetsgrenar att vidare fokusera och träffa nya samarbeten genom att verksamhetsgrenen i fråga upplevs som mer oberoende. Vår bedömning är att nya affärsmöjligheter från detta initiativ ändå kommer vara begränsat.

Dock undersöks också möjligheterna att addera nya affärsområden i form av fondförvaltning och uppdragsanalys. Det initiativ som vi tror ligger närmast tillhands och kan införas redan under de kommande kvartalen är uppdragsanalys.

Uppdragsanalys kan lyfta lönsamheten

I dag köper Spotlight bland annat in löpande uppdragsanalys från externa parter till bolag listade på Spotlight Next. Denna kostnadspost kan därmed förhållandevis enkelt elimineras som i sin tur kan öka lönsamheten. Med detta sagt tror vi alltså att uppdragsanalys relativt omgående kan reducera kostnaderna samtidigt som ett intäktslyft kan dröja.

Samtidigt kan det möjligen vid första anblick förefalla aningen tveksamt att analysera bolag som är listade hos ett systembolag då koncernen gynnas av en ökad omsättning i aktierna. Omsättning skapas både vid ned- och uppgångar och det finns således inget uppenbart incitament att överdriva ett motiverat värde åt något håll. Traditionell bankanalys (sell-side) är också finansierat indirekt via omsättning och direkt genom bland annat mäklararvoden. Med väl fungerande kinesiska murar mellan verksamhetsgrenarna är det också väletablerat att bedriva finansiell rådgivning och analys under samma tak.

Investment case, prognoser och värdering

Spotlight Group har genom konstant utveckling av sina tjänster ökat nettoomsättningen till en CAGR om 16,6 procent under 2014-2020. Handelsaktiviteten stiger nu, vilket skapar förutsättningar för ett mildare nedställe i handelsintäkterna för Spotlight Stock Market än vad vi tidigare väntat oss. Samtidigt växer MCL och Nordic Issuing snabbt, men vi tror att dessa har mer att ge under innevarande år. Med ett bra börsklimat finns förutsättningar på plats för Sedermera att upprätthålla ett bra momentum. Bolaget har också flaggat för nya initiativ som över tid kan bidra till både bättre lönsamhet och tillväxt. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 39,1 kronor (efter utdelning) för de kommande 6-12 månaderna. Ett moln på himmeln är dock tappet i antalet listade företag och en förhållandevis ljummen pipeline av IPO:er.

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. Verksamhetsgrenarna kompletterar varandra väl och medför förenklade processer som gynnar både kunden och bolaget.

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

Under åren 2015-2020 har gruppens nettoomsättning ökat i genomsnitt med hela 16,6 procent per år. Förmågan att växa även under det minst sagt skakiga marknads-förhållandena under 2020 påvisar styrkan i gruppens erbjudande och en motståndskraft mot temporära dippar. Vi tror att det finns fortsatt goda förutsättningar för gruppen att växa givet att handelsaktivitet på Spotlight Stock Market rör sig i rätt riktning, ett bra momentum för Sedermera med ökad intäkt per uppdrag tillsammans med nya initiativ.

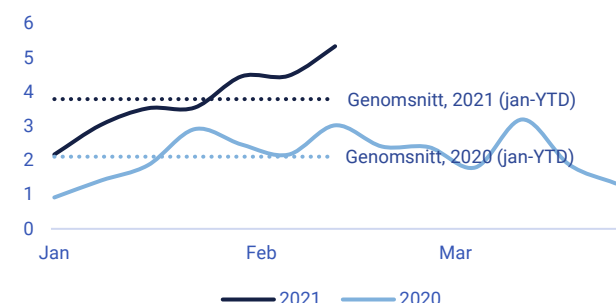
Pilarna rör sig i rätt riktning

Spotlight Stock Market: Stigande handelsaktivitet lovar gott för 2021

Under 2020 ökade handelsaktiviteten på Spotlight Stock Market med hela 121,5 procent jämfört med 2019. Ökad handelsaktivitet genererar ökade handelsintäkter vilket också var en bidragande faktor det gångna årets fina tillväxt. Givet att 2020 var ett minst sagt volatilt år på världens börser finns givetvis en överhängande risk att handelsaktiviteten faller tillbaka under 2021.

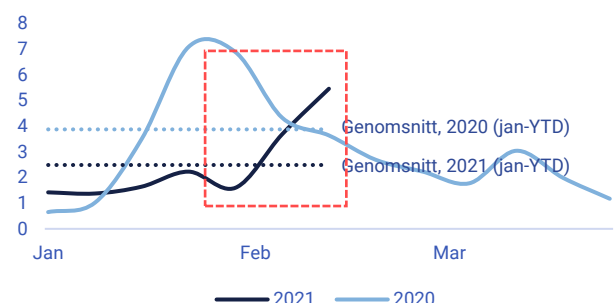
Dock är handelsaktiviteten, då i termer av omsättning, över föregående årets omsättning (se graf till vänster nedan) samtidigt som handelsaktivitet i termer av handelsvolym är på väg upp (se graf till höger nedan). Det skapar i sin tur goda förutsättningar för att Spotlight Stock Markets handelsintäkter inte faller tillbaka i den utsträckning som vi tidigare räknat med.

Genomsnittlig veckovis omsättning per aktie (MSEK), 2020 vs. 2021



Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare

Genomsnittlig veckovis handelsvolym per aktie (miljoner aktier), 2020 vs. 2021



Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare

Att omsättningen är högre kan rimligtvis förklaras av högre bolagsvärderingar. Att handelsvolymerna stiger kan möjligen förklaras av att bolagesresultaten under den senaste rapportsäsongen i allmänhet varit över förväntan. För helåret räknar vi ändå med att Spotlight Stock Market genererar något lägre intäkter under 2021 jämfört med 2020 – det på

grund av lägre handelsintäkter som en följd av lägre handelsaktivitet och mindre bas listade företag.

Över tid är det givetvis viktigt att antalet listade företag åter börjar öka. Då vi inte har insyn i bolagets pipeline har vi studerat information tillgänglig på Nyemissioner.se. Enligt denna källa planeras det per dagens datum för sex listningar på Spotlight Stock Market. Detta antal kommer rimligtvis att öka under årets gång. Spotlight ligger samtidigt betydligt efter Nasdaq First North Growth Market när det kommer till planerade listningar. I dag finns det 37 planerade IPO:er eller listbyten på/till Nasdaq First North Growth Market enligt samma källa.

Sedermera: Bra börsklimat underlättar för ett bibehållet momentum

Pilarna rör sig även i rätt riktning för Sedermera som växer genom att ta på sig fler uppdrag. Det kan också växa genom att utföra uppdrag med större transaktionsvärden. Som tidigare nämnts ökade både antalet uppdrag liksom den genomsnittliga intäkten per uppdrag under 2020. Givet ett fortsatt fördelaktigt börsklimat finns också goda förutsättningar för Sedermera att kunna upprätthålla sitt starka momentum.

Med detta sagt räknar vi med att antalet planerade noteringar under 2021 kommer öka förhållandevis markant under årets gång jämfört med de sex som är annonserade på Nyemissioner.se. Givet att Sedermera i huvudsak också jobbar med mindre tillväxtbolag tror vi också att bolaget kommer generera intäkter från kapitaliseringsuppdrag (exempelvis företädesemissioner eller riktade emissioner) något över 2020.

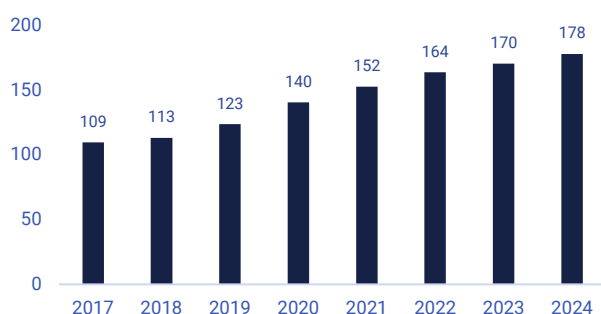
MCL och Nordic Issuing: Mer att ge

MCL har efter kort tid tagit en stark position på marknaden inom sitt område. Vi tror därför att tillväxttakten under 2021 kommer falla tillbaka något från den höga nivå som redovisades för 2020. Dock ser vi fortsatt goda förutsättningar för Nordic Issuing att försätta växa till höga tillväxttal, inte minst då verksamhetsgrenen kommer vara aktiv med att marknadsföra sina tjänster under hela 12 månader – då i stället för som under 2020 då marknadsföringen först kom i gång i april. Fler referensuppdrag under varumärket Nordic Issuing kan också underlätta tillväxttakten.

Intäkts- och lönsamhetsprognoser, Spotlight Group

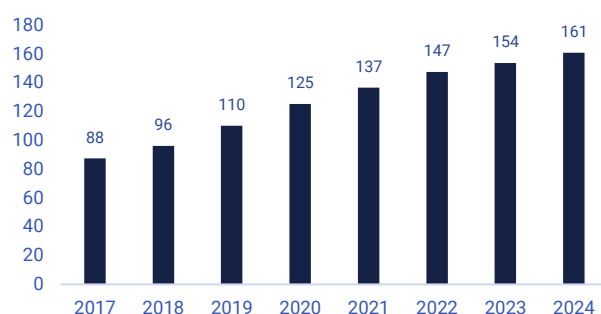
Givet en fortsatt hög handelsaktivitet och ett bra klimat för både kapitalanskaffningar och IPO:er har vi justerat upp prognosen för 2021 aningen och modellerar med en nettoomsättning på 152 miljoner kronor. Under den prognostiserade perioden, 2021-2024 räknar vi med att gruppen kan växa i genomsnitt per år med 6,0 procent. Vi har inte tagit höjd för nya initiativ som fondverksamhet och uppdragsanalys.

Prognostiserad nettoomsättning, 2021-2024 (MSEK)



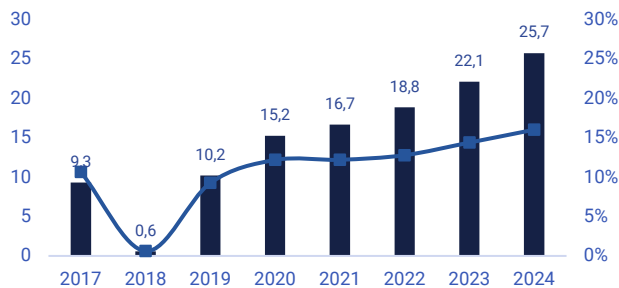
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Prognostiserade rörelseintäkter, 2021-2024 (MSEK)



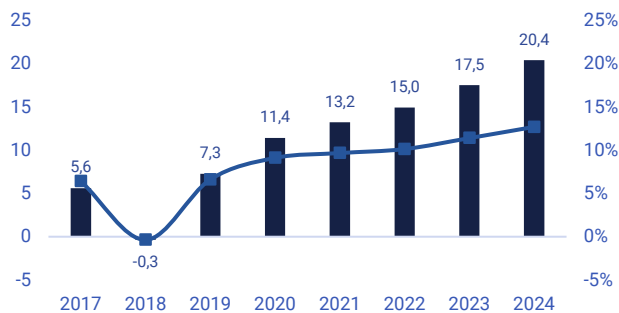
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Nedan till vänster visas redovisat rörelseresultat för helåret 2021 som vi tror kan landa på 16,7 miljoner kronor. Det är alltså en mindre uppjustering sedan senaste analysuppdateringen och motsvarar en redovisad rörelsemarginal (räknat på totala rörelseintäkter) om 12,2 procent, vilket kan jämföras mot rörelsemarginalen om 12,2 procent under 2020. Lägre andel handelsintäkter med hög lönsamhet är en bidragande faktor till att marginalen förblir oförändrad jämfört med 2020. Över tid räknar vi med att den redovisade rörelsemarginalen kan stiga upp mot 16,0 procent till utgången av 2024.

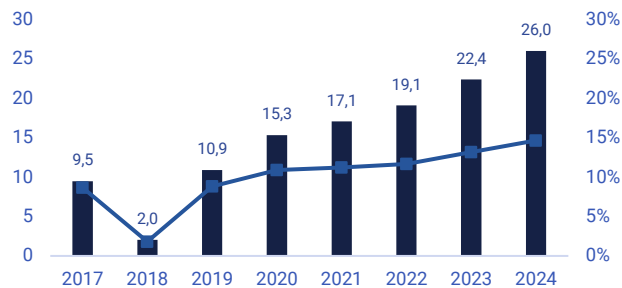
Redov. rörelseres. (MSEK) och rörelsemarg. (%). 2021-24


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

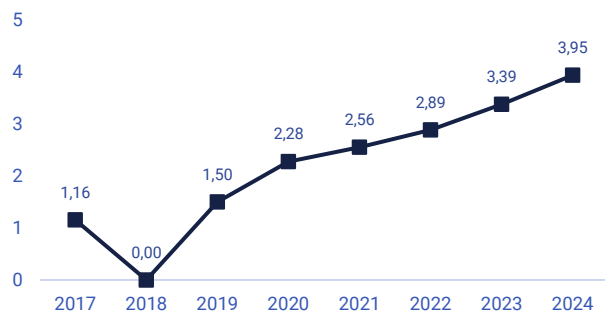
Nedan visas prognostiserad vinst och vinst per aktie.

Prognostiserad vinst, 2021-2024 (MSEK)


Vinstmarginal beräknad på totala rörelseintäkter. IFRS 16, fr.o.m. 2019. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Just. rörelseres. (MSEK) och rörelsemarg. (%), 2021-2024


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

Prognostiserad vinst per aktie, 2021-2024 (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 13,0 procent. Genom denna metod beräknar vi ett motiverat rörelsevärde (EV) för SPGR om 164,9 miljoner kronor. Tillsammans med en antagen nettokassa per den 31 december 2021 beräknas ett totalt aktievärde om cirka 202,2 miljoner kronor. Med cirka 5,2 miljoner utestående aktier beräknas ett motiverat värde i vårt basscenario till 39,1 kronor för de kommande 6-12 månaderna. Det motiverade värdet i basscenariot är en uppjustering från 36,3 kronor per aktie i tidigare analys. Uppjusteringen är en effekt av en lägre diskonteringsränta (lägre småbolagspremie) och uppjusterade prognoser.

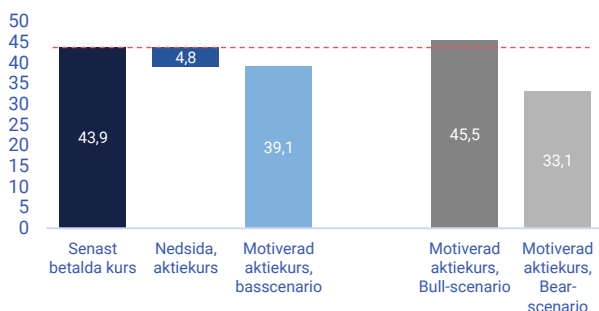
I basscenariot beräknas ett motiverat värde per aktie om 39,1 kronor för de kommande 6-12 månaderna.

Sammanställning värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	49,3	Risikfri ränta, prognostiserad period	0,0%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	115,6	Marknadsriskpremie	7,7%
Rörelsevärde (EV)	164,9	Småbolagspremie	4,1%
Nettokassa	37,3	Beta	1,1x
Aktievärde	202,2	Avkastningskrav, EK	13,0%
Antal akter (milj.)	5,2	Belåningsgrad	0,0%
Motiverat värde per aktie (kr)	39,1	WACC	13,0%
		Bolagsspec. Tillägg	0,0%
Antaganden		Värderingsmultiplar	
CAGR nettoomsättning, 2020-2024	6,0%	EV/sales, 2020	1,2x
Redov. EBIT-marginal, 2024	16,0%	EV/sales, 2021	1,1x
Just. EBIT-marginal, 2024	14,6%	EV/EBIT, 2020	10,8x
Tillväxttakt, evighet	3,5%	EV/EBIT, 2021	9,7x
Skattesats	20,6%	P/E 2021	15,3x
		Disk.ränta	13,0%
		Disk.ränta TV	15,0%

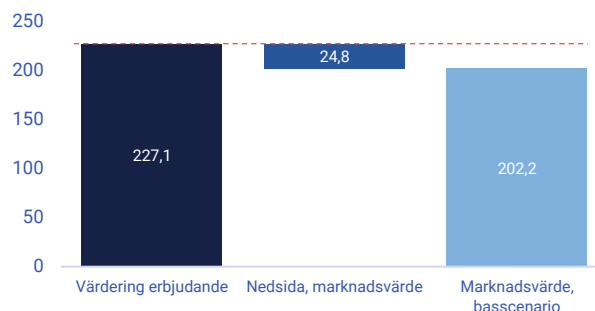
Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Det motiverade värdet per aktie om 39,1 kronor motsvarar en EV/Sales-multiplik på utfallet 2020 om 1,5x och 1,3x vår nettoomsättningsprognos för 2021. EV/EBITDA-multiplik är 7,2x utfallet 2020 och 7,0x prognostiserat justerat EBITDA-resultat 2021. P/E-talet för basscenariot är 15,3x på vår prognos 2020.

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Implicit P/S	1,5x	1,5x	1,3x	1,3x	1,3x	1,3x
Implicit P/E	25,2x	18,2x	15,3x	14,0x	12,5x	11,3x
Implicit EV/Sales	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x
Implicit EV/EBITDA (just.)	8,8x	7,2x	7,0x	6,3x	5,4x	4,8x
Implicit EV/EBIT (just.)	15,1x	10,8x	9,7x	8,6x	7,4x	6,3x

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 och listade företag som erbjuder handelsplatser för aktier och andra instrument.

Vi har identifierat sju företag/koncerner med en någorlunda fokuserad verksamhet kring Corporate Finance och blockaffärer/aktiemäkleri 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 EBIT-resultat. Som framgår handlas gruppen till ett medianvärde för EV/Sales om 2,5x och EV/EBITDA om 8,5x senaste tolv månader. P/E-talet är 14,0x.

Finansiella rådgivare (MSEK)

Bolag	Land	Marknadsvärde	Sales, LTM	EBIT, LTM	EBIT-marginal, LTM	EV/Sales, LTM	EV/EBIT, LTM	P/E, LTM
ABG Sundal Collier Holding ASA	NO	3 635	1 848	610	33%	1,3x	3,9x	10,3x
Berliner Effektengesellschaft AG	DE	13 358	1 893	1021	54%	7,8x	14,4x	36,5x
Catella AB	SE	2 866	2 531	492	19%	1,1x	5,6x	13,2x
Finncap Group PLC	GB	430	389	54	14%	1,2x	8,5x	14,0x
Frp Advisory Group PLC	GB	2 986	803	-41	-5%	3,7x	NULL	NULL
Mangold AB	SE	775	194	27	14%	4,8x	34,6x	29,4x
Numis Corporation PLC	GB	4 344	1 838	431	23%	1,4x	5,9x	13,4x
United Bankers Plc	FI	1 390	741	104	14%	4,2x	14,3x	18,8x
Median		2 926	1 321	267	17%	2,5x	8,5x	14,0x
Average		3 723	1 280	337	21%	3,2x	12,5x	19,4x
Max		13 358	2 531	1 021	54%	7,8x	34,6x	36,5x
Min		430	194	-41	-5%	1,1x	3,9x	10,3x

Källa: Thomson Reuters Eikon

Givet multiplarna ovan bedömer vi att värderingen av Spotlight Group med den implicita EV/Sales-multipeln om 1,5x 2020 års intäkter och en implicita EV/EBIT-multipeln om 10,8x 2020 års EBIT-resultat i basscenariot är rimlig. Även om gruppen har en låg lönsamhet jämfört med referensgruppen har bolaget samtidigt en stor andel återkommande listningsavgifter. Det medför rimligtvis att riskerna begränsas och att det finns en möjlighet till uppvärdering på sikt.

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 EBIT-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	Marknadsvärde	Omsättning, NTM	EBIT, NTM	EBIT-marginal, NTM	EV/Sales, NTM	EV/EBIT, NTM	P/E, NTM
Deutsche Boerse AG	DE	258 540	35 293	17 792	50%	8,1x	16,0x	20,5x
Euronext NV	FR	64 645	10 445	6 048	58%	7,2x	14,7x	19,1x
London Stock Exchange	GB	602 662	27 993	15 370	55%	8,0x	20,2x	31,7x
Nasdaq Inc	US	197 562	25 888	13 930	54%	8,4x	16,9x	22,6x
CME Group Inc	US	578 910	40 156	26 671	66%	14,6x	23,5x	28,8x
Intercontinental Exchange Inc	US	531 659	57 493	36 881	64%	11,5x	19,7x	22,9x
Cboe Global Markets Inc	US	89 446	10 992	6 859	62%	8,8x	14,7x	19,5x
TMX Group Ltd	CA	46 493	6 184	3 647	59%	8,2x	14,5x	19,4x
Median		228 051	26 940	14 650	58%	8,3x	16,4x	21,6x
Average		296 240	26 805	15 900	59%	9,3x	17,5x	23,1x
Max		602 662	57 493	36 881	66%	14,6x	23,5x	31,7x
Min		46 493	6 184	3 647	50%	7,2x	14,5x	19,1x

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 8,0 procent. Vi har också genomgående justerat upp de

justerade EBIT-marginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 16,6 procent år 2024. Detta scenario ger ett motiverat värde om 45,5 kronor per aktie.

För att landa i en nedre gräns av intervallet (Bear) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 4,0 procent. Vi har också genomgående justerat ned de justerade EBIT-marginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 12,6 procent år 2024. Detta scenario ger ett motiverat värde om 33,1 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 under 2020. Fler 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 nettominuskat 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 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.

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	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Ränteintäkter	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Räntekostnader	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Räntenetto	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Totala provisionsintäkter	91,7	103,1	123,1	127,0	135,0	139,6	145,5
Provisionskostnader	-15,5	-12,6	-15,1	-15,3	-15,9	-16,3	-16,6
Nettores. av finansiella transaktioner	-1,5	-0,6	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2
Övriga rörelseintäkter	21,3	20,3	17,4	25,4	28,6	30,6	32,1
Summa rörelseintäkter	96,1	110,1	125,2	136,7	147,5	153,6	160,7
Allmänna admin.kostnader	-90,7	-89,3	-98,6	-109,4	-117,4	-119,8	-122,7
Av- och nedskrivningar	-0,7	-7,9	-7,6	-6,7	-7,3	-7,9	-8,6
Övriga rörelsekostnader	-4,1	-2,7	-3,8	-3,9	-4,0	-3,9	-3,8
Totala rörelsekostnader	-95,5	-99,9	-110,0	-120,0	-128,6	-131,5	-135,0
EBITDA	1,2	18,1	22,8	23,3	26,1	30,0	34,3
EBIT	0,6	10,2	15,2	16,7	18,8	22,1	25,7
Skatt	-0,9	-2,9	-3,8	-3,4	-3,9	-4,5	-5,3
Periodens resultat	-0,3	7,3	11,4	13,2	15,0	17,5	20,4

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Vinst per aktie (kr) ¹	0,00	1,50	2,28	2,56	2,89	3,39	3,95
Utdelning per aktie (kr)	0,00	1,00	2,00	1,41	1,45	1,69	1,97
Nettoomsättning ²	113,1	123,5	140,4	152,4	163,6	170,2	177,6
Just. EBIT-resultat ³	2,0	10,9	15,3	17,1	19,1	22,4	26,0
Provisionsintäkter, Spotlight Stock Market	65,3	68,6	80,7	75,7	77,5	79,2	80,7
Provisionsintäkter, Sedermera	20,3	34,5	42,6	51,3	57,5	60,4	64,7

Tillväxt	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Totala provisionsintäkter	-1,3%	12,5%	19,3%	3,2%	6,3%	3,4%	4,2%
Övriga rörelseintäkter	29,0%	-4,7%	-14,5%	46,0%	12,8%	6,8%	4,9%
Summa rörelseintäkter	9,7%	14,6%	13,7%	9,1%	7,9%	4,2%	4,6%
EBITDA	-87,9%	1352%	26,0%	2,2%	11,9%	14,8%	14,3%
EBIT	-93,8%	1656%	49,6%	9,3%	13,1%	17,2%	16,5%
Periodens resultat	-106,2%	-2210%	56,6%	15,8%	13,1%	17,2%	16,5%
Nettoomsättning	3,3%	9,2%	13,7%	8,5%	7,4%	4,0%	4,3%
Just. EBIT-marginal	1,8%	8,8%	10,9%	11,2%	11,7%	13,2%	14,6%
Provisionsintäkter, Spotlight Stock Market	-1,8%	4,1%	18,7%	-6,2%	2,3%	2,1%	2,0%
Provisionsintäkter, Sedermera	28,0%	51,4%	38,7%	20,4%	12,2%	5,1%	7,1%

Marginaler	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
EBITDA-marginal	1,3%	16,4%	18,2%	17,1%	17,7%	19,5%	21,3%
EBIT-marginal	0,6%	9,2%	12,2%	12,2%	12,8%	14,4%	16,0%
Vinstmarginal	-0,4%	6,6%	9,1%	9,7%	10,1%	11,4%	12,7%
Just. EBIT-resultat ⁴	1,8%	8,8%	10,9%	11,2%	11,7%	13,2%	14,6%

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

IFRS 16 infördes 2019.

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
TILLGÅNGAR							
Utlåning till kreditinst.	14,0	18,8	42,6	37,3	44,3	54,0	65,4
Aktier och andelar	1,5	1,8	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9
Immateriella anläggningstillg.							
Goodwill	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0
Övriga immateriella tillg.	4,4	3,0	3,0	2,8	2,5	2,1	1,6
Materiella anläggningstillg.							
Inventarier	4,6	4,9	5,4	5,7	5,7	5,4	4,8
Nyttjanderätter	0,0	6,9	5,1	5,2	5,3	5,5	5,7
Övriga tillgångar	25,3	22,0	16,2	32,0	35,2	37,4	40,0
Förutbet. kostnader och upplupna intäkt.	4,5	11,7	5,4	6,1	6,6	6,8	7,1
Summa tillgångar	80,3	95,0	105,1	116,6	127,2	139,0	152,5
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital							
Aktiekapital	12,1	12,1	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Balanserat resultat	40,0	39,7	34,5	35,6	41,5	49,0	57,8
Periodens resultat	-0,3	7,3	11,4	13,2	15,0	17,5	20,4
Summa eget kapital	51,8	59,1	70,8	73,7	81,4	91,4	103,1
Övriga skulder	11,0	11,5	9,9	14,2	15,2	15,8	16,4
Leasingskulder hänförliga till finansiella leasingavtal	0,0	5,7	4,6	4,7	4,8	5,0	5,2
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	17,5	18,7	18,8	23,1	24,8	25,8	26,9
Summa skulder	28,5	35,9	33,3	42,0	44,9	46,6	48,5
Summa eget kapital och skulder	80,3	95,0	105,1	116,6	127,2	139,0	152,5
Soliditet							
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	3,0	7,4	42,6	37,3	44,3	54,0	65,4
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%	14%	19%	19%	17%	16%
Soliditet	65%	62%	67%	63%	64%	66%	68%
Lönsamhetsmått							
ROA	0,7%	10,7%	14,5%	14,3%	14,8%	15,9%	16,9%
ROE	-0,7%	12,3%	16,1%	17,9%	18,4%	19,2%	19,8%
ROIC	1,7%	10,8%	19,1%	17,7%	18,9%	21,7%	24,6%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Löpande verksamhet							
Rörelseresultat	0,6	10,2	15,2	16,7	18,8	22,1	25,7
Justeringar	-1,8	9,4	8,6	6,7	7,3	7,9	8,6
Betad inkomstskatt	-2,0	-3,5	-3,5	-3,4	-3,9	-4,5	-5,3
Delta rörelsekapital	-6,5	-2,5	9,5	-8,0	-0,9	-0,9	-1,1
KF, löpande verksamhet	-9,7	13,6	29,8	11,9	21,3	24,5	27,9
Investeringsverksamheten							
Köp/försäljning av materiella tillgångar	-1,5	-1,2	-1,4	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0
Köp/försäljning av immateriella tillgångar	-4,4	0,0	-1,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Netto, köp/försäljning av värdepapper	3,4	-1,8	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
KF, investeringsverksamhet	-2,5	-2,9	-1,9	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6
Finansieringsverksamheten							
Amortering av leasingskuld	0,0	-5,8	-4,5	-4,5	-4,7	-4,9	-5,0
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	-10,3	-7,3	-7,5	-8,8
KF, finansieringsverksamhet	0,0	-5,8	-4,2	-14,9	-12,0	-12,3	-13,8
Periodens kassaflöde	-12,2	4,9	23,8	-5,3	7,0	9,7	11,5
Likvida medel, periodens börj.	26,2	14,0	18,8	42,6	37,3	44,3	54,0
Likvida medel, periodens slut	14,0	18,8	42,6	37,3	44,3	54,0	65,4
Nyckeltal	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
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	0,3x	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x
Utdelning per aktie (kr)	0,00	1,00	2,00	1,41	1,45	1,69	1,97

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