



ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS
4 september 2019

SPEQTA

SATSNING GER RESULTAT

Innehåll

Satsning ger resultat	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Bra start på året för Speqta.....	4
Kv2 – klart bättre lönsamhet än väntat.....	4
Speqta Food & Beverage får fart på nytt intäktsben.....	5
Speqta Shopping - i väntan på kv4	6
Tillväxt genom förvärv.....	8
Prognoser och värdering	8
Säsong kan ge viss avmattning innan stark kv4	8
Motiverat värde	10
DCF-värdering.....	11
Multipelvärdering.....	12
Risker	13
Disclaimer.....	15

Satsning ger resultat

Speqta och levererade ett bra kv2 2019 med god tillväxt och ett EBITDA-resultat över vår förväntan. Satsning på att utöka antalet anslutna kunder till Shopello har gett resultat. Det bör kunna börja bära frukt under de kommande kvartalen. Vi ser fortsatt uppsida.



Speqta, tidigare Mytaste Group, redovisade nettointäkter om 25,6 MSEK under andra kvartalet, motsvarande en stark organisk tillväxt om 62 procent. Inkluderat förvärv uppgick tillväxten till 90 procent.

Speqta växte även sekventiellt med 10 procent. Segmentet Speqta Food & Beverage överraskade på uppsidan medan Speqta Shopping inte riktigt levde upp till förväntningarna. Avvikelsen är rimligtvis främst hänförlig till privatlån-vertikalen i Norge som under det gångna kvartalet hämmats av nya regleringar. Enligt bolagets ledning börja denna marknad dock stabiliseras igen. Samtidigt är bolaget aktiva med Shopello på totalt 17 marknader i Europa och antalet anslutna kunder till Shopello ökade kraftigt, från 1 720 till 2 680 stycken under det gångna kvartalet. Det tredje kvartalet tenderar dock att vara ett säsongsmässigt svagt kvartal. Men givet produktutvecklingen inom Food & Beverage-segmentet och med ett Shopello på frammarsch tror vi Speqta står väl rustade för fortsatt tillväxt.

EBITDA-resultatet landade på 5,2 miljoner kronor under andra kvartalet. Det motsvarar en marginal om 19,6 procent och kan jämföras med vår prognos på 4,1 miljoner kronor. Detta beror på att vi hade överskattat kostnader hänförliga till pågående expansion. Över tid tror vi att det finns viss uppsida i EBITDA-marginalen efter Shopping-segmentets koncept AffiliJet får fart, som kan reducera besökares genomsnittliga anskaffningskostnad.

Samtidigt var också kassaflödet under kvartalet starkt och balansräkningen har stärkts väsentligt. Efter andra kvartalet har vi justerat ner intäkterna aningen men samtidigt tagit upp marginalen litet. I basscenariot beräknar vi ett motiverat värde om 11,2 kronor (12,2) för de kommande 6 – 12 månaderna. Nedjusteringen beror främst på ökad riskpremie i marknaden. Vidare har bolagets finansiella ställning stärkts upp vilket underlättar för bolaget att fortsätta förvärva bolag inom lead generering. Flertalet diskussioner pågår. Potentiella förvärv kan snabbt förändra våra prognoser och skapar rimligtvis uppsida i värderingen.

Utfall och prognoser, Basscenario

	MSEK	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Nettointäkter		37	59	104	131	158
EBITDA-resultat		0	8	20	35	47
EV/Sales		7,5x	4,7x	2,6x	2,1x	1,7x
EV/EBITDA		-	36,7x	14,0x	8,2x	6,0x

Källa: Speqta och Carlsquare

Datum: 4 september 2019
Analytiker: Markus Augustsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Speqta (tidigare Mytaste Group)
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Andreas Friis (Fredrik Lindros tillträder 30 september 2019).
Styrelseordförande: Fredrik Burvall
Marknadsvärde: 290 MSEK
Senast: 7,5 SEK

Kort om Speqta: Speqta äger och driver ett stort nätverk av sajter och appar med information om allt från mat, vin till mode. Verksamheten har nu breddats mot fler vertikaler som privatlån och även AffiliJet som hjälper mediahus med olika jämförelser. Koncernens intäkter kommer från prestationsbaserad marknadsföring. Premium CSS-partnerskap har stärkt erbjudandet och internationell expansion förväntas driva tillväxten.

Möjligheter och styrkor: Bolagets är verksam inom prestationsbaserad marknadsföring med fokus på shopping online. E-handel är en marknad som förväntas växa.

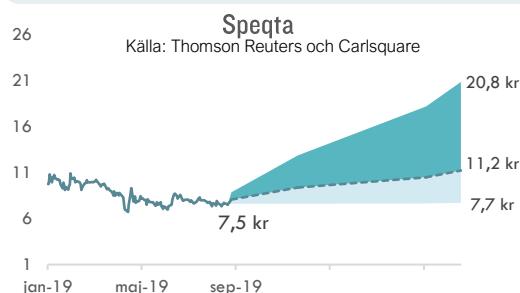
Speqta har stärkt styrelsen med Fredrik Burvall, tidigare vd på Cherry. I samband med detta förändrades bolagets sin strategi som numera även inkluderar förvärv. Vidare har Optimizer Invest klivit in som storägare vilka adderar ytterligare kompetens inom M&A, erfarenhet att bygga skalbara bolag och prestationsbaserad marknadsföring.

Bolaget har flaggat för fler förvärv under 2019 och stärkt upp finanserna.

Premium CSS-partnerskapet och bolagets automatiserade lösning har skapat möjligheter för bolaget att öka intäktsnivån på sin kundbas. Internationell expansion avser öka kundbasen som i sin tur kan fortsätta driva tillväxten. AffiliJet kan förbättra marginalerna på sikt.

Risker och svagheter: Vikande konjunktur påverkar e-handeln och därmed också bolagets möjligheter att växa. Konkurrens inom CSS kan pressa marginalerna.

Värdering: Bear 7,7 kr Bas 11,2 kr Bull 20,8 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Koncern- vd Andreas Friis och COO Jonas Söderqvist har 13 års erfarenhet av kundanskäffning till webbyråer samt etablering av e-handels-siter och kommer vara operativa i bolaget fortsatt nu när Fredrik Lindros tar över som vd 30 september. Styrelsen via ordförande Fredrik Burvall har en gedigen erfarenhet från det förvärvsintensiva Cherry. Optimizer Invest med gedigen kunskap att bygga skalbara och framgångsrika bolag och inom M&A gör teamet än starkare. På årsstämman adderades också Pär Sundberg och Lisa Gunnarsson i styrelsen vilket stärker styrelsen ytterligare.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Befintlig företagsledning kontrollerar tillsammans cirka 29 procent av aktierna, vilket ger ett bra incitament att driva verksamheten på ett aktieägarvänligt sätt. Efter kvartalets utgång har styrelsemedlemmarna Fredrik Burvall, Pär Sundberg och Andre Lavold köpt aktier. Optimizers Invest har distribuerat sitt innehav på sina aktieägare; André Lavold, Henrik Persson Ekdahl och Mikael Riese Harstad av administrativa skäl. Det ska inte påverka deras långsiktiga engagemang i bolaget. Fredrik Lindros, ny vd per 30 september har köpt in sig i aktien till ett värde om drygt 760 000 kronor.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Kassaflödet från den löpande verksamheten var positivt, 3,5 miljoner kronor vilket är en bra ökning relativt samma period föregående år. Kassen vid utgången av kv2 uppgick till 26 miljoner kronor. Bolaget har en kreditlina om 20 miljoner kronor och utestående men villkorade köpeskillingar om 16,6 miljoner kronor. Refinansieringen stärker upp finansieringsstrukturen vilket underlättar finansiering av framtida potentiella förvärv.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Internationell expansion förväntas driva den organiska tillväxten. Bolagets förvärvsstrategi kan ge en god utväxling framöver. Den sker dessutom i ett snabbt växande marknadssegment som prestationsbaserad marknadsföring inom primärt e-handel. I samband med Optimizer Invests intåg som största aktieägare har vyerna för förvärvsstrategin vidgats till en rad olika vertikaler inom prestationsbaserad marknadsföring.

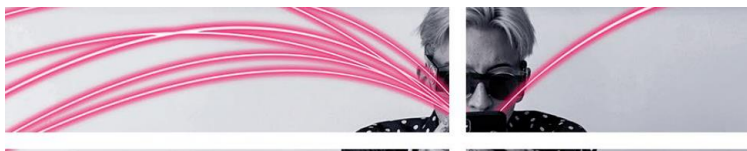
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsiktterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsiktterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Vikande konjunktur påverkar e-handeln och därmed också bolagets möjligheter att växa. Personberoendet i verksamheten är också ganska betydande men bolaget har aviserat att man ska stärka med fler nyckelpersoner. Konkurrenssituationen bland premium CSS-partners inom lead generering för e-handel kan pressa marginalerna på sikt.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Bra start på året för Speqta

Speqta erbjuder B2B-tjänster inom leadgenerering och prestationsbaserad marknadsföring online. Affärsmodellen bygger på att slussa leads (potentiella kunder) till bolagets kunder. För varje lead som slussas till kundernas butiker online (eller som genomför köp) erhåller bolaget en ersättning. Intäktsmodellen är därmed prestationsbaserad, vilket reducerar risk för bolagets kunder då, dessa bara betalar när bolaget levererat. Verksamheten är uppdelad på två segment; Speqta Food & Beverage och Speqta Shopping.

Speqta Food & Beverage fokuserar främst på kunder som vindistributörer. Bolaget har sedan tidigare tillgång till ett stort nätverk av dryck och matintresserade konsumenter. Inom segmentet erbjuds flera tjänster, varav sponsrade epost och riktad marknadsföring på Facebook är två.

Under segmentet Speqta Shopping är bolaget aktiva inom flertalet vertikaler som shopping (mode), privatlån och resor. En framstående tjänst under shopping-vertikalen är Shopello som växer starkt efter erhållet premium CSS-partnerskap och där Speqta hjälper e-handlare att driva försäljning på Google. Samtidigt har nya koncept lanserats via AffiliJet där bolaget arbetar tillsammans med mediahus.

Bolagets två grundare, Andreas Friis och Jonas Söderqvist är båda aktiva inom bolaget, då som vd respektive COO. I september tillträder Fredrik Lindros som vd samtidigt som Andreas tar en mer operativ roll som Chief Strategy Officer. I styrelsen sitter bland annat Fredrik Burvall som var tidigare vd på Cherry och ledde detta företag till stark utveckling, bland annat genom en förvävsstrategi. Bolagets största ägare är Optimizer Invest, tidigare storägare i Catena Media som likt Cherry utvecklats starkt, mycket tack vare en aktiv förvävsstrategi. Förvärv är numera också en stor del av bolagets tillväxtstrategi som tillsammans med innovation ska få bolaget att växa till en ledande aktör inom prestationsbaserad marknadsföring.

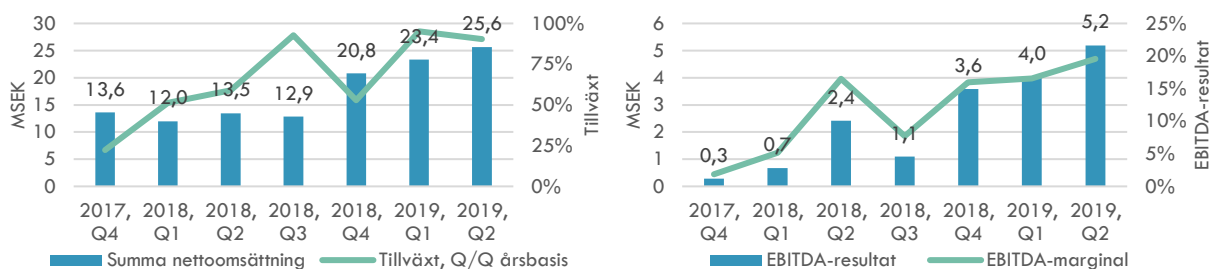
Speqtas balansräkning har också stärkts ytterligare, bland annat då ett konvertibellån om cirka 12 miljoner lösts in mot aktier. Vidare valde huvudägaren Optimizer invest att teckna sina optioner vilket tillförde bolaget 15 miljoner kronor. Vidare har finanserna stärkts efter refinansiering med nytt banklån hos Nordea om 20 miljoner kronor till en konkurrenskraftig ränta. Därtill har bolaget via samma bank en kreditfacilitet om 4 MSEK.

Kv2 – klart bättre lönsamhet än väntat

Under andra kvartalet redovisade Speqta en total nettoomsättning på 25,6 miljoner kronor. Vi hade förväntat oss totala nettointäkter om 26,1 miljoner kronor och

utfallet var således marginellt under vår prognos. Tillväxten, som uppgick till drygt 90 procent i årstakt inkluderat förvärv, är dock kvar på höga nivåer. Den organiska tillväxten landade på 62 procent och drevs på av fortsatt stark utveckling inom tjänsten Shopello. God utveckling i Speqta Food & Beverage bidrog till en bra sekventiella tillväxt om 10 procent. Nedan visas total nettoomsättning och tillväxt i årstakt tillsammans med EBITDA-resultat och EBITDA-marginal. Som framgår i har nettoomsättningen ökat sekventiellt under de tre senaste kvartalen.

Historisk nettoomsättning och EBITDA-resultat på kvartalsbasis



Källa: Speqta och Carlsquare

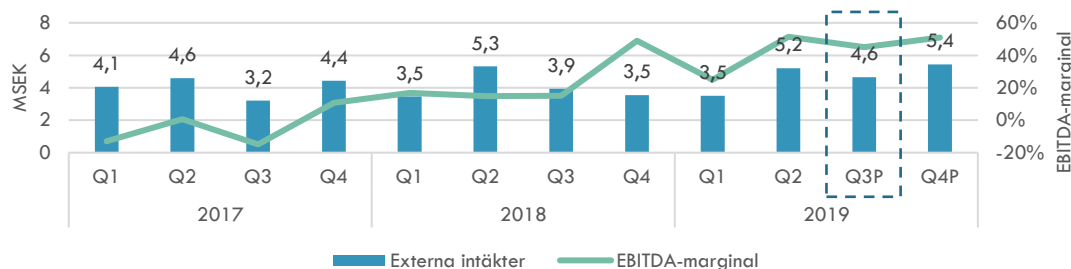
EBITDA-resultatet följer samma mönster med stigande marginal. Under andra kvartalet uppgick EBITDA-resultatet till 5,2 miljoner kronor och ökade därmed med 116 procent på årsbasis. Utfallet var klart bättre än de 4,1 miljoner kronor som vi räknat med i EBITDA-resultat. Detta berodde på att vi hade vi överskattat kostnader hänförliga till den pågående expansionen.

Efter justering för engångsposter om 0,4 miljoner kronor landade det justerade EBITDA-resultatet 5,6 miljoner kronor (vår prognos 4,3 miljoner kronor).

Speqta Food & Beverage får fart på nytt intäktsben

Speqta Food & Beverage genererade 5,2 miljoner kronor i nettoomsättning. Vi hade räknat med nettoomsättning på 3,7 miljoner kronor och utfallet var således bättre än väntat. Segmentet ökade också sin andel av koncernens totala nettoomsättning till 20 procent från föregående kvartals 15 procent. Graf nedan visar Speqta Food & Beverages historiska utveckling för externfakturering tillsammans med EBITDA-marginal (räknat på externa och interna intäkter).

Historiska och prognostiserade nettointäkter på kvartalsbasis, Totalt och för Speqta Shopping och Food & Beverage



Källa: Speqta och Carlsquare

Som kan tydas i grafen ovan har andra kvartalet historiskt varit ett säsongsmässigt starkt kvartal för segmentet. Men som framgår i kvartalsrapporten utgör nu den förhållandevis nyutvecklade tjänsten, att bistå vinföretag med riktad marknadsföring på Facebook, en substantiell del av segmentets intäkter. Att segmentets intäkter har spridits på nya produkter är klart positivt och påvisar att bolaget har förmåga att utveckla nya produkter allt eftersom efterfrågan förändras.

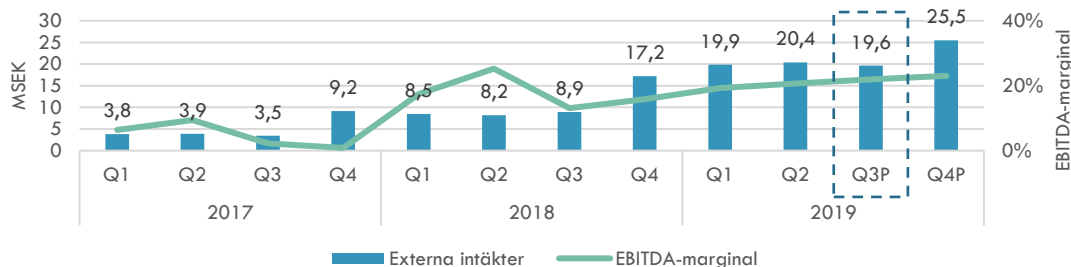
Segmentet fortsätter sin satsning för att skapa en hållbar tillväxt över tid. Därbland har bolaget påbörjat utvecklingen av en ny teknisk plattform som via ny funktionalitet och med värdeskapande innehåll skall öka intjäningsförmågan och utöka nätverket av dryck- och matintresserade. Effekt från detta kan dock dröja och historiken talar för att nettoomsättningen under det tredje kvartalet kan bli något svagare än det gångna andra kvartalet. Vi tror dock att den Facebook-relaterade tjänsten, som bolaget nu verkar fått fart på, kan bidra till tillväxt i årstakt. Vi prognostiserar total extern fakturering från Speqta Food & Beverage under tredje kvartalet till 4,6 miljoner kronor.

Det är också positivt att segmentets intjäningsförmåga har ökat kraftigt. Det som en kombination av effektiviseringsåtgärder och bra marginal i den nya Facebook-tjänsten. Med detta sagt tror vi att segmentets EBITDA-marginal kommer sjunka marginellt under det tredje kvartalet.

Speqta Shopping - i väntan på kv4

Speqta Shopping redovisade en nettoomsättning på 20,4 miljoner kronor under andra kvartalet. Vi hade räknat med en nettoomsättning på 22,4 miljoner kronor. Trots avvikelserna var tillväxten i årstakt på höga 151 procent. Stark utveckling inom Shopello och förvärv är framstående bidragande faktorer. Sekventiellt växte segmentet med cirka 3 procent. I slutet av mars 2019 fick bolaget tillträde till de förvärv av tillgångarna i Netpixel Media AS och Captana AS som stärkte bolagets position i Norge inom privatlån. I Norge har dock nya regleringar inom denna vertikal adderat tröghet i låneansökningsprocessen, något som har fått konverteringsgraden i Norge att falla. Regleringar var något bolaget var medvetna om vid förvärvet men det är svårt att prognostisera effekten. Enligt bolagets ledning har denna marknad börjat stabiliseras igen och regleringen har hämmat alla aktörer och möjligen är det också en förklaring till avvikelserna i utfallet relativt vår prognos.

Historiska och prognostiserade nettointäkter på kvartalsbasis, Totalt och för Speqta Shopping och Food & Beverage



Källa: Speqta och Carlsquare

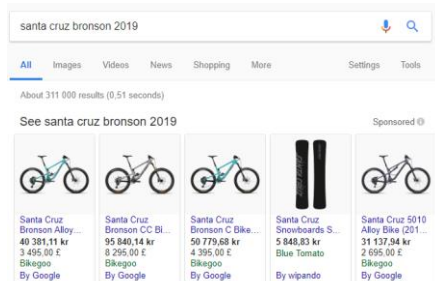
Efter att bolaget tilldelades premium CSS-partnerskap (Google Shopping) under fjärde kvartalet 2018 kan anslutna kunder till Shopello få en tydlig och effektiv placering i Googles flöde av sökresultat. Se bild till höger. CSS-partnerskapet gav omgående effekt på segmentets intäkter under fjärde kvartalet, vilket också framgår i grafen ovan. Att utöka antalet nätbutiker anslutna till Shopello är nu avgörande för att fortsätta växa denna affär. Därför har bolaget investerat i säljresurser i Europa som nu börjar bära frukt. Det i form av att 950 nätbutiker adderades under det andra kvartalet. Totalt är nu 2 680 nätbutiker anslutna till Shopello i 17 länder runt om i Europa. Satsningen tar dock inte slut här. Istället har bolaget nyligen lanserat sidan Shopello.net som ger information till potentiella kunder. Därtill avser bolaget anställa fler säljare för att fortsätta expansionen.

För att upprätthålla en bra marginal på CSS-relaterade intäkter har bolaget byggt ett unikt automatiserat system som säkerställer att kundernas produkter kommer upp på Google med optimerade attribut för att få bästa möjliga synlighet. Detta kombinerat med en budgivningsmodul som utnyttjar köpdata gemensamt mellan alla bolagets kunder gör att man kan leverera högkvalitativ trafik till konkurrenskraftigt pris. Samtidigt skall noteras att det tar tid för systemet att optimeras på nya marknader vilket gör att lönsamhet efter lansering på nya marknader kan dröja cirka 3–4 månader (enligt bolaget).

Det tredje kvartalet är historiskt sett ett svagt kvartal för shopping som i dag är bolagets största vertikal under Speqta Shopping-segmentet. Vi bedömer emellertid att säsongeffekten till stor del kan motverkas (denna gång) med ett utökat antal anslutna nätbutiker och modellerar därmed med en extern fakturering för Speqta Shopping på 19,6 miljoner kronor. Fjärde kvartalet är årets starkaste kvartal. Vi tror därför att effekten från det utökade antalet anslutna nätbutiker blir mer synligt under fjärde kvartalet. Givet uppstartskostnader på nya marknader (som främst adderades under första kvartalet) finns rimligtvis uppsida i segmentets marginal.

Tjänsten AffliJet har vidareutvecklats från tjänster inom rabattkoder och inkluderar nu också konceptet Bäst-i-test. Denna innebär att bolaget genomför tester av olika typer av produkter och jämför dess egenskaper för att guida konsumenten i dess köp. AffliJet är en tjänst anpassad för mediabolag med unikt innehåll och hög direkt trafik. Befintliga partners är Expressen i Sverige och Nettavisen i Norge.

CSS-partnerskap möjliggör för bolagets nätverk av e-handlare att få en tydlig och effektiv placering i Googles flöde. Detta var huvudanledning till den kraftigt positiva tillväxten under fjärde kvartalet 2018.



Dessa har kraftfulla domäner och genom att lägga exempelvis Bäst-i-test-tjänsten som en underdomän skapas goda möjligheter till hög ranking på Google vilket skulle få ner anskaffningskostnaden per besökare. Det tar tid att klättra på Google men på längre sikt har vi förhoppningar på att AffiliJet-tjänsten kan leverera både tillväxt och lönsamhet.

Tillväxt genom förvärv

Förvärv är en tydlig del av bolagets strategi för tillväxt. Bolaget har också bevisat sig aktiva med den nya strategin. Under årets första sex månader har två förvärv genomförts. Fler förvärv ligger sannolikt i korten. De senaste förvärven har varit ganska små men bolaget avser komma upp i storlek. Potentiella förvärv adderar uppsida till våra prognoser och värdering i basscenariot som vi idag inte modellerar med.

Bolaget har som tidigare nämnts också stärkt upp finanserna för att kunna fortsätta realisera på förvärvsstrategin. Tidigare nämnda långgivare har också visat intresse för att vidare bidra med finansiering av förvärv. Vidare har storägaren Optimizer Invest löst in sin option vilket stärkte kassan ytterligare med 15 miljoner kronor.

Prognoser och värdering

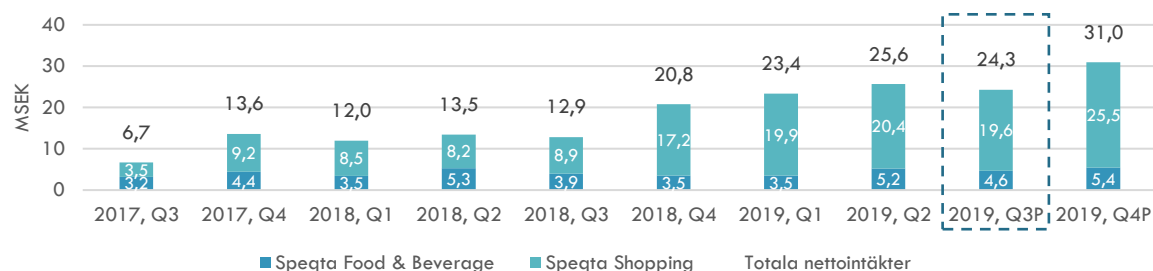
Säsong kan ge viss avmattning innan stark kv4

På aggregerad nivå modellerar vi med en total nettoomsättning om 24,3 miljoner under det tredje kvartalet. Det motsvarar en fortsatt stark tillväxt om nära 90 procent i årstakt men en modest negativ sekventiell tillväxt om minus en procent. Det med anledning av produktutveckling och försäljningsinsatser som börjat ge effekt. Givet främst den positiva utvecklingen inom shopping-segmentet för antalet anslutna kunder och säsongvariationer modellerar vi med en desto kraftigare tillväxt under fjärde kvartalet.

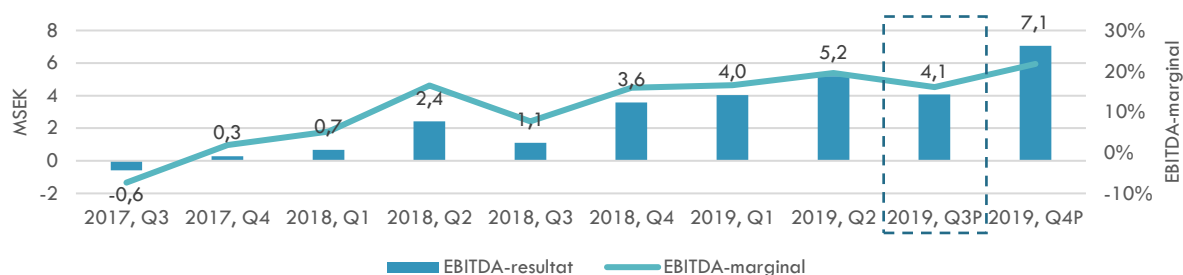
Givet lägre intäkter modellerar vi med något lägre EBITDA-resultat under tredje kvartalet. Skalbarheten i affären lyfter dock både EBITDA-resultat och marginal under det fjärde kvartalet.

Nedan visas historiska och prognostiserad nettoomsättning liksom EBITDA-resultat på kvartalsbasis på aggregerad nivå.

Historiska och prognostiserad nettoomsättning på kvartalsbasis, aggregerad nivå



Historiska och prognostiserade EBITDA-resultat på kvartalsbasis, aggregerad nivå

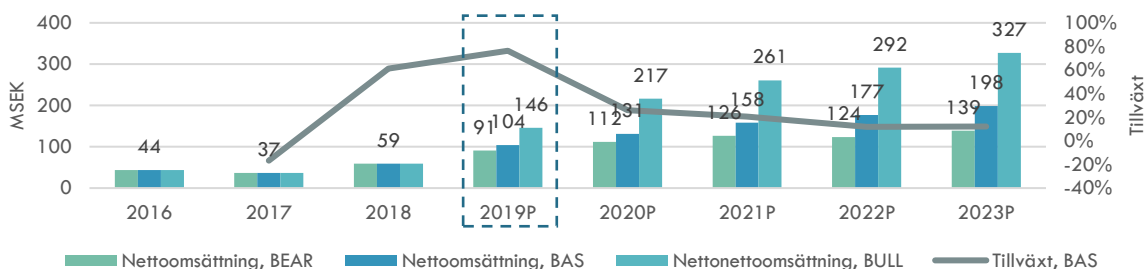


Källa: Speqta och Carlsquare

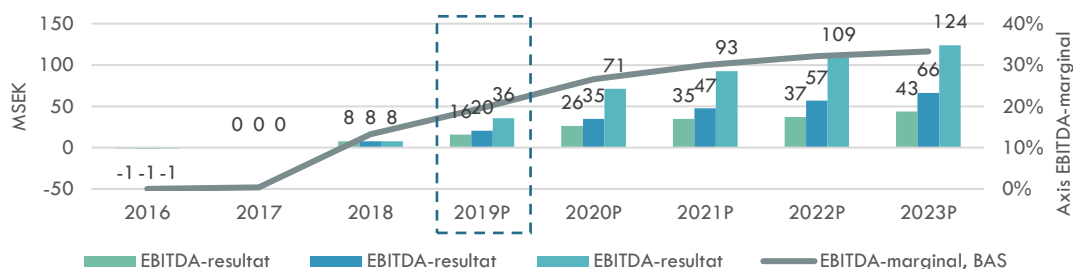
För helåret 2019 prognostiserar vi nettointäkter om cirka 104 miljoner kronor, något ner från tidigare analys. Det motsvarar en tillväxt om 76 procent inkluderat kommunicerade förvärv. I basscenariot är den genomsnittliga tillväxttakten per år 27 procent under den prognostiserade perioden 2019 - 2023. I ett mer offensivt Bull-scenario modellerar vi en tillväxt om höga 147 procent, motsvarande en nettoomsättning under 2019 om 146 miljoner kronor. Under den prognostiserade perioden modellerar vi med genomsnittlig tillväxttakt per år om 41 procent. I ett mer defensivt scenario, Bear-scenariot, modellerar vi med en tillväxt om 51 procent vilket ger en nettoomsättning på 91,2 miljoner kronor. Den genomsnittliga tillväxttakten per år i Bear-scenariot är antagen till 19 procent under den prognostiserade perioden.

Nedan följer vår prognos för nettoomsättning liksom EBITDA-resultat i tre scenarion under den prognostiserade perioden 2019 till 2023

Historisk och prognostiserad nettoomsättning på årsbasis, tre scenarion



Historiska och prognostiserade EBITDA-resultat på årsbasis, tre scenarion



Källa: Speqta och Carlsquare

Givet att det under de kommande två åren är premium CSS-partnerskapet som kommer driva tillväxten räknar vi med att de direkta kostnaderna kommer att ligga kvar runt 45 – 50 procent av omsättningen. I takt med att AffiliJet börjar ge effekt och möjliggöra för bolaget att generera organisk trafik till sina jämförelsesajter bedömer vi att bruttomarginalen kommer att stiga över tid.

Som visas i grafen nedan prognostiserar vi ett EBITDA-resultat om cirka 20 miljoner kronor i basscenariot för helåret 2019. Det är marginellt upp från senaste analystillfället. Det motsvarar en marginal om cirka 20 procent räknat på nettoomsättning.

I Bear- och Bull-scenarierna antas EBITDA-resultatet till cirka 16 miljoner kronor respektive cirka 36 miljoner kronor motsvarande marginaler om 17 procent och 24 procent.

Potentiella ytterligare förvärv kan addera ytterligare intäkter och lönsamhet. Som tidigare nämnt är förvärv inte inkluderade i våra prognoser.

Motiverat värde

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering till ett genomsnitt landar vi på ett motiverat pris per aktie i basscenariot om 11,2 (12,2) kronor för de kommande 6 – 12 månaderna.

DCF-värderingen driver det motiverade värdet då denna även tar hänsyn till de

goda tillväxtmöjligheterna i större utsträckning är multipelvärdering. Nedjusteringen berör dock på ett lägre DCF-värde som är en effekt av ökad riskpremie i marknaden (höjd diskonteringsränta).

I Bear-scenariot beräknas ett motiverat pris per aktie om 7,7 kronor och i Bull-scenariot till 20,8 kronor per aktie. Se tabell nedan. Förvärv kan snabbt förändra det motiverade värdet.

Värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
DCF-värdering, värde per aktie	8,3	13,8	28,4
Multipelvärdering, värde per aktie	7,2	8,6	13,2
Motiverat värde per aktie	7,7	11,2	20,8
Upp-/nedsida mot senast betalda (7,5 kr)	3%	49%	177%
Implicit EV/Sales, 2019P	3,1x	4,0x	5,4x
Implicit EV/EBITDA, 2019P	18,3x	20,5x	22,0x

Källa: Carlsquare

Aktie handlas i skrivande stund till 2,6x vår prognos för nettoomsättningen 2019 och 14x vår prognos för EBITDA-resultat 2019. Vår värdering i basscenariot motsvarar en EV/Sales-multipel om 4,0x vår intäktsprognos för 2019 och en EV/EBITDA-multipel om 20,5x vår EBITDA-prognos för 2019. Liknande bolag handlas till en median EV/Sales-multipel om 4,5x och EV/EBITDA-multipel om 10,4x.

DCF-värdering

Genom att nuvärdesberäkna antagna kassaflöden med en diskonteringsränta om 10,2 (9,3) procent beräknas ett värde per aktie om 13,8 kronor i basscenariot, 28,4 kronor per aktie i Bull-scenariot och 8,3 kronor i Bear-scenariot.

DCF-värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Diskonteringsränta	10,2%	10,2%	10,2%
CAGR, 2019 - 2023	19%	27%	41%
Rörelsevärde, EV	306	516	1 073
EV, varav restvärde	76%	80%	77%
Antagen nettokassa	10,2	10,2	10,2
Aktievärde	316	526	1083
Utestående aktier, miljoner	38,2	38,2	38,2
Värde per aktie	8,3	13,8	28,4
Upp-/nedsida mot senast betalda (7,5 kr)	10%	84%	278%
EV/Sales, 2019P	3,4x	4,9x	7,4x
EV/EBITDA, 2019P	27x	32x	34x

Källa: Carlsquare

Multipelvärdering

De bolag som är inkluderade i jämförelsegruppen nedan har verksamhet inom marknadsföring. Dock är jämförelsegruppen långt från en perfekt match.

Multipelvärderingen är baserat på jämförelsebolagens prognoser för kommande tolv månaders intäkter liksom EBITDA-resultat. De båda multiplarna är sedan applicerade på våra prognostiserade nettointäkter och EBITDA-resultat för bolaget kommande tolv månader. I multipelvärdering beräknas ett värde per aktie om 8,6 kronor i bas-scenariot. Samma värderingsansats i Bull- och Bear-scenarier motsvarar 13,2 respektive 7,2 kronor per aktie.

Multipelvärdering, tre scenarion

Bolag	Börsvärde, MSEK	EV/Sales, NTM	EV/EBITDA, NTM
Catena Media PLC	2 483	3,1x	6,5x
Better Collective A/S	3 592	4,6x	10,3x
Schibsted ASA	67 756	4,5x	20,4x
Moneysupermarket.Com Group PLC	23 266	4,6x	12,6x
Gocompare.Com Group PLC	3 705	2,2x	10,4x
Scout24 AG	61 559	9,6x	17,9x
Expedia Group Inc	215 400	1,6x	8,7x
	Median	4,5x	10,4x
	<u>BEAR</u>	<u>BAS</u>	<u>BULL</u>
Nettointäkter, 2019P	91,2	104,2	145,9
EBITDA, 2019P	11,2	16,0	31,2
Implicit EV, EV/Sales-multipel	414	473	662
Implicit EV, EV/EBITDA	117	166	325
Genomsnittligt EV	265	320	494
Nettokassa, kv2 2019	10,2	10,2	10,2
Aktievärde	276	330	504
Utestående aktier	38	38	38
Värde per aktie, kronor	7,2	8,6	13,2
Upp-/nedsida mot senast betalda (7,5 kr)	-4%	15%	76%

Källa: Thomson Reuters och Carlsquare

Risker

Etablering av nya sajter sker fortlöpande. Konsumenter och speciellt personer födda 1980 eller senare utnyttjar internet för att hitta både mötesplatser och de mest prisvärda varorna och tjänsterna. Utvecklingen går mot en konsolidering på de flesta områden, där värdet av att vara störst och ledande blir allt viktigare. Jätten Catena Media sprider affärsriskerna och har nyligen förvärvat en affiliateverksamhet inom tradingplattformar för valutahandel och CDF Handel medan Mytaste jobbar med privatlån och företagslån. Även Cherrys affiliateverksamhet, Game Lounge, har breddat sig genom förvärv mot lån. Det kommer inte att finnas plats för lika många sajter som nummer tre, fyra och så vidare inom respektive segment är vår tes.

Trots att Speqta varit tidiga med att lansera sajter inom olika områden och också snabbt fått många unika besökare och användare har detta inte resulterat i lika stora intäkter. Det kan förklaras av att bolaget tidigare haft en intäktmodell som varit beroende av att man haft egna etablerade säljkanaler på respektive marknad som sålt exponeringar av affärspartners varumärken på sina sajter. Om strategiförändringen att arbeta med prestationsbaserad marknadsföring likt ovan nämnda bolag ger den effekt som bolaget hoppats på återstår att se.

E-handeln växer men konsumenternas inköp och därmed bolagets intäkter tendera

att öka i tider av högkonjunktur och minska när det blir lågkonjunktur, precis som övriga inköp. Google kan från tid till annan komma att ändra de algoritmer som styr hur högt eller lågt en webbsajt placerar sig i en ranking. Detta styr i sin tur trafiken av besökare till dessa sidor. För närvarande gynnas sajter med egenproducerat och uppdaterat innehåll. Ny reglering av privatlån kan hämma vertikalens tillväxt.

Disclaimer

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 med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. 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.

Analytikern Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.