



Penser Access by Carnegie

Internet, Mjukvara & Tjänster | Sverige | 03 maj 2024

Raketech Group Holding

Sänker guidning på helåret

Preliminära siffror visar på magnituden av Googles uppdatering

Raketech har släppt preliminära siffror för bolagets första kvartal, omsättningen väntas uppgå till EUR 19m och justerad EBITDA till EUR 5,1m. De preliminära siffrorna för omsättning var ca 13% under våra estimat för kvartalet. För justerad EBITDA uppgick avvikelsen till 12%. Anledningen till den svaga utvecklingen är, precis som vi flaggade för i vår preview att bolaget har påverkats negativt av den större Google uppdatering som skett under Q1 och inledningen av Q2. Denna uppdatering har främst berört bolagets affiliate tillgångar vilka har högst bruttomarginal. Baserat på den svaga starten av året sänker bolaget sin helårsgudning på EBITDA från EUR 24-26m till EUR 20m. Den främsta orsaken till sänkningen är att Casumba-tillgångarnas sämre resultat efter uppdateringen.

Fortsatt starka kassaflöden

Bolaget bedömer att det fria kassaflödet under 2024 kommer uppgå till strax under given EBITDA guidning, vilket motsvarar nästan 40% av bolagets börsvärde. Under året ska dock tilläggsköpeskillingar om EUR 15m betalas ut till säljarna av Casumba. Vi bedömer dock att aktien kommer fortsätta handla till en rabatt vs peers givet att de tillgångar som tilläggsköpeskillingarna berör har presterat sämre än under förra året. Vinstvarningen belyser även att Raketechs skifte i intäktsmix, där en högre del up-front betalningar höjer risken i estimaten samt gör bolaget mer sårbart för större förändringar i Googles algoritmer. Vi ser således en fortsatt rabatt vs peers som motiverad, men anser att värderingen i förhållande till kassaflödet är högintressant.

Avvaktar estimatförändringar men uppdaterar motiverat värde

Bolagets nya guidning på EBITDA är ca 17% lägre än vårt helårsestimat som låg i nedre delen av bolaget tidigare givna guidning. Under de senaste åren har Raketech antingen höjt eller uppnått sin guidning för helåret vid inledningen av året. Detta är således ett tydligt trendbrott för bolaget. Vi inväntar den fullständiga rapporten den 15e maj för att genomföra estimatförändringar. Vi anser dock att vinstvarningen motiverar ett högre avkastningskrav i vår DCF vilket gör att vi sänker motiverat värde till 18-22 kr (24-28). Vårt nya avkastningskrav uppgår till 16% mot tidigare 13%.

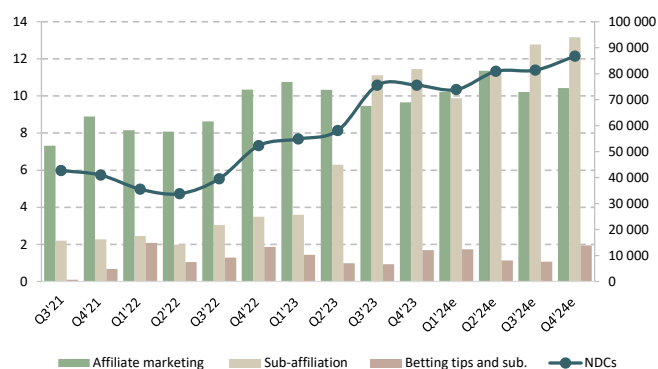
Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	18,0 - 22,0 kr		
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	78	95	107	116	Aktiekurs	11,4 kr		
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	48%	23%	12%	8%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	-0,9%	-0,9%	-0,9%	EBITDA, just.	24	24	26	28	Kursutveckling 12 mån		
Kommande händelser				EBIT, just.	12	12	14	16			
Q1 - rapport		15 maj 2024		EPS, just.	0,2	0,2	0,3	0,3			
Q2 - rapport		14 augusti 2024		EPS-tillväxt, just.	-22%	50%	19%	15%			
Bolagsfakta (m€)				EK/aktie	2,3	2,4	2,6	2,7			
Antal aktier			43m	Utdelning per aktie	0,1	0,2	0,2	0,2			
Börsvärde			42	EBIT-marginal	15,0%	12,7%	13,4%	14,0%			
Nettoskuld			43	ROE, just.	6,7%	9,6%	10,9%	12,0%			
EV			85	ROCE, just.	10,6%	10,8%	12,3%	13,4%			
Free float			74%	EV/Sales	1,4x	0,9x	0,8x	0,7x			
Daglig handelsvolym, snitt			258k	EV/EBITDA	4,7x	3,5x	3,2x	3,0x			
Bloomberg Ticker			RAKE SS EQUITY	EV/EBIT	9,5x	7,0x	5,9x	5,2x	Intressekonflikter		
Analytiker				P/E, just.	10,4x	4,3x	3,6x	3,1x		Yes	No
Rikard Engberg				P/EK	0,7x	0,4x	0,4x	0,4x	Likviditetsgarant		✓
rikard.engberg@carnegie.se				Direktavkastning	7,3%	16,4%	20,1%	22,5%	Certified adviser	✓	
				FCF yield	23%	47%	51%	54%	Transaktioner 12m		✓
				Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	0,1x	0,0x	0,1x			

Kvartalsvisa estimat

	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e
Affiliate marketing	8,2	8,1	8,6	10,3	10,8	10,3	9,5	9,7	10,2	11,4	10,2	10,4
Sub-affiliation	2,5	2,0	3,1	3,5	3,6	6,3	11,1	11,4	9,9	11,3	12,8	13,2
Betting tips and sub.	2,1	1,1	1,3	1,9	1,4	1,0	0,9	1,7	1,7	1,1	1,1	1,9
Totala Intäkter	12,7	11,1	13,0	15,7	15,8	17,6	21,5	22,8	21,8	23,8	24,1	25,5
COGS	-3,6	-2,7	-3,6	-4,3	-4,2	-6,6	-10,5	-11,3	-10,4	-11,3	-12,3	-13,2
Bruttoresultat	9,1	8,4	9,4	11,4	11,6	11,0	11,0	11,5	11,5	12,5	11,7	12,3
Personalkostnader	-2,1	-2,2	-2,1	-2,3	-2,3	-2,6	-2,5	-2,6	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
Övriga kostnader	-1,9	-2,0	-1,9	-2,3	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-3,2	-3,5	-3,5	-3,7
Av- och nedskrivningar	-1,9	-1,8	-1,9	-2,1	-2,3	-3,0	-3,4	-3,3	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
EBIT	3,3	2,4	3,6	4,7	4,2	2,5	2,2	2,8	2,8	3,5	2,7	3,1
Finansnetto	-0,3	-0,3	-0,4	-0,7	-0,7	-0,6	-0,4	-0,6	-0,8	-0,6	-1,1	-1,3
Vinst före skatt	3,0	2,1	3,2	4,0	3,5	1,9	1,8	2,2	2,0	2,9	1,6	1,8
Skatt	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2
Periodens resultat	2,7	2,0	2,9	3,0	3,3	1,7	1,5	1,9	1,8	2,7	1,4	1,5
Affiliate marketing tillväxt y/y	0	0	0	0	32%	28%	10%	-7%	-5%	10%	8%	8%
Sub-affiliation tillväxt y/y	0	0	0	0	46%	217%	264%	228%	175%	80%	15%	15%
Betting tips and sub tillväxt y/y	0	0	0	0	-31%	-6%	-28%	-9%	20%	15%	15%	15%
Bruttomarginal	72%	76%	73%	72%	73%	62%	51%	51%	53%	52%	49%	48%
EBITDA	5,2	4,2	5,5	6,8	6,5	5,5	5,6	6,0	5,8	6,5	5,7	6,1
EBITDA-marginal	41%	38%	42%	43%	41%	31%	26%	27%	27%	27%	24%	24%
EBIT-marginal	26%	21%	28%	30%	27%	14%	10%	12%	13%	15%	11%	12%
EPS	0,05	0,03	0,05	0,06	0,07	0,04	0,02	0,03	0,05	0,07	0,05	0,06

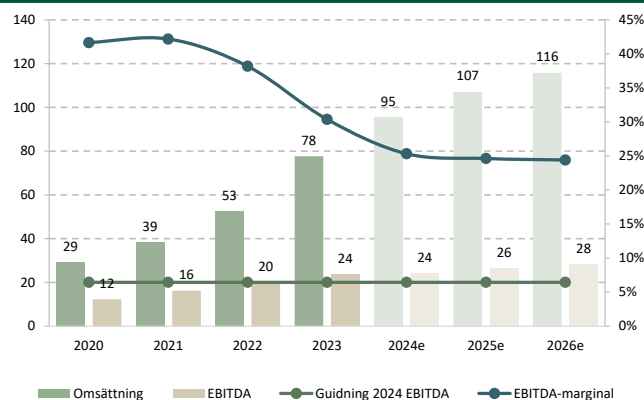
Källa: Penser by Carnegie

Segment q/q (EURm)



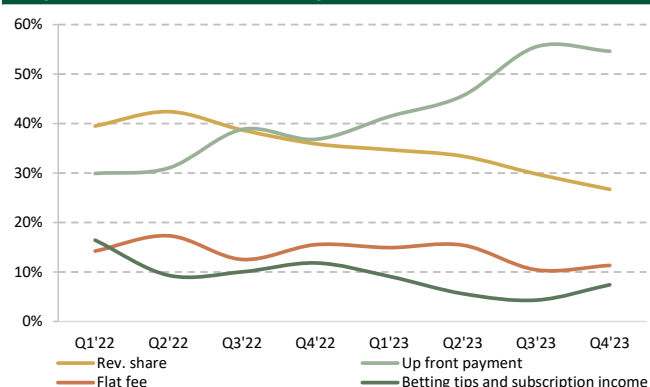
Källa: Rakotech, Penser by Carnegie

Årsvisa estimat (EURm)



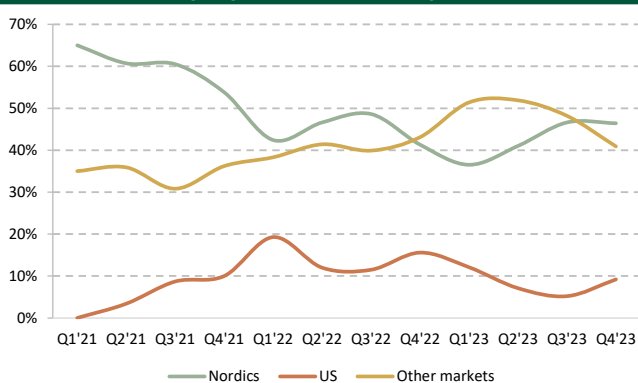
Källa: Rakotech, Penser by Carnegie

Högre andel upfront betalningar höjer risk i estimat...



Källa: Rakotech, Penser

...trots en ökad geografisk diversifiering



Källa: Rakotech, Penser by Carnegie

Värdering

DCF

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	89	Riskfri ränta 2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	49	Riskpremium 5,5%
Företagsvärde (EV)	138	Småbolagspremium 6,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	43	Extra riskpremium 2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC 16,0%
Eget kapital	95	Långsiktig tillväxt 2,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	43	Långsiktig EBIT-marginal 25,0%
Eget kapital per aktie (kr)	22	Avskrivningar, % av omsättning 2,0%
Känslighetsanalys		Capex, % av omsättning 4,0%
		Rörelsekapital, % av omsättning 4,1%
		Skattesats 12,0%
		Terminalvärde, % av EV 35,7%

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
WACC	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	WACC	20,0%	22,5%	25,0%	22,5%	25,0%
15,0%	23	24	25	26	27	15,0%	20	22	25	22	25
15,5%	22	22	23	24	25	15,5%	19	21	23	21	23
16,0%	20	21	22	23	23	16,0%	18	20	22	20	22
16,5%	19	20	21	21	22	16,5%	17	19	21	19	21
17,0%	18	19	19	20	21	17,0%	16	18	19	18	19

Källa: Raketech, Penser by Canegie

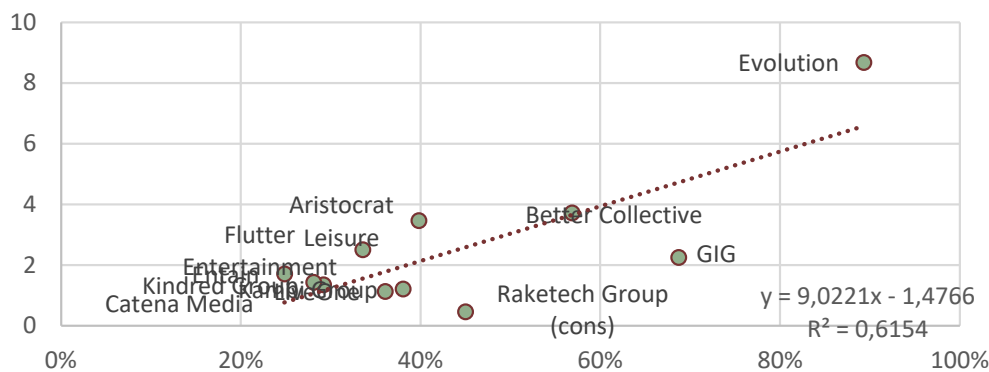
Referensgrupp

Valuation	MCAP	EV		EV / Sales		EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings			
		(SEK)	(SEK)	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
Gaming Innovation Group	4 315	5 054	5,01x	2,55x	2,25x	11,1x	6,2x	5,1x	15,6x	9,3x	7,4x	25,2x	11,0x	7,9x	
LiveOne	1 992	2 203	1,80x	1,36x	1,13x	409,1x	11,3x	8,5x	--	194,8x	48,9x	(10,1x)	--	92,0x	
Kindred Group	26 618	25 614	1,59x	1,44x	1,35x	9,0x	7,4x	6,3x	12,9x	9,8x	8,0x	38,3x	12,8x	10,2x	
Kambi Group	3 139	2 646	1,33x	1,28x	1,21x	3,9x	4,0x	3,7x	10,4x	13,6x	11,9x	17,9x	20,4x	17,9x	
Better Collective	18 587	20 563	5,48x	4,30x	3,72x	16,1x	13,2x	10,7x	21,6x	19,0x	15,0x	36,1x	24,7x	18,4x	
Evolution	266 603	249 678	11,62x	10,06x	8,68x	16,5x	14,4x	12,2x	18,4x	15,9x	13,5x	21,0x	19,7x	16,7x	
Flutter Entertainment	362 837	417 398	3,24x	2,78x	2,50x	22,5x	15,7x	12,5x	95,7x	30,3x	22,8x	--	30,0x	21,4x	
Entain	68 795	117 075	1,84x	1,78x	1,71x	9,1x	8,5x	8,0x	21,3x	12,7x	10,9x	(5,2x)	21,7x	14,0x	
Aristocrat Leisure	178 083	174 191	3,88x	3,68x	3,47x	11,7x	10,9x	10,1x	14,3x	13,1x	12,4x	17,7x	17,8x	16,4x	
Raketech Group (cons)	564	560	0,70x	0,51x	0,46x	2,1x	1,9x	1,7x	3,9x	4,1x	3,3x	6,1x	4,8x	3,7x	
Mean			3,65x	2,97x	2,65x	51,1x	9,3x	7,9x	23,8x	32,3x	15,4x	16,3x	18,1x	21,9x	
Median			2,54x	2,16x	1,98x	11,4x	9,7x	8,2x	15,6x	13,4x	12,1x	17,9x	19,7x	16,5x	

Källa: Factset

Värdeskapande

Rake sticker ut i industrin med högt värdeskapande (X-värdeskapande, Y EV/sales 2025)



Källa: Factset

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95