



## Penser Access by Carnegie

Internet, Mjukvara & Tjänster | Sverige | 16 maj 2024

# Raketech Group Holding

## Siffror i linje med vinstvarning

### Rapporterade siffror i linje med preliminära

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 19,0m, vilket motsvarar en tillväxt om 20,1% y/y. Det var i linje med de tidigare publicerade preliminära siffrorna som var ca 13% lägre än våra estimat för kvartalet. Anledningen till avvikelsen är att de uppdateringar av Googles algoritmer som skett har minskat omsättningen från segmentet Affiliate marketing med 18,5%. Dessa intäkter är främst kopplade till Casumba-tillgångarna i Japan, där en stor del av intäkterna uppnås med up-front betalningar. Intäkterna från sub-affiliation uppgick till EUR 9,0m, vilket motsvarar en tillväxt om 150% y/y. EBITDA i kvartalet uppgick till EUR 4,3m, vilket motsvarar en marginal om 22,6%. Justerat för EO-poster uppgick EBITDA till EUR 5,1m. I samband med rapporten har bolaget publicerat intäkter för april månad. Dessa uppgick till EUR 5,9m, vilket var i linje med intäkterna 2023.

### Justerar estimat efter given guidning

Baserat på den svaga inledningen av året samt den givna guidningen sänker vi våra intäktsestimater med i snitt 8,9% under prognosperioden. Vi räknar med att bolagets segment Affiliate marketing kommer att se en utmanande marknad under Q2, men därefter börja återgå till tillväxt under H2. Givet att intäktsmixen ändras med en högre andel sub-affiliation där bruttomarginalen är väsentligt lägre sänker vi våra EBITDA-estimater under prognosperioden med 19,9% på innevarande år och 11,7% under perioden 25-26. På innevarande år ligger vi EUR 1m under given guidning på EBITDA och något under detta för fritt kassaflöde före utbetalda earnouts.

### Ytterligare justering av motiverat värde

I samband med bolagets vinstvarning höjde vi avkastningskravet i vår DCF från 13% till 16% för att reflektera den ökade osäkerheten i verksamheten, vilken nu bekräftas givet styrelsens beslut att inte betala utdelning under 2024. Baserat på att vi nu även justerar våra estimater sänker vi vårt motiverade värde till 16-20 kr (18-22). Trots de sänkta estimaterna bedömer vi att bolaget kommer kunna generera ett fritt kassaflöde, före earnouts, på ca EUR 50m, under resterande del av prognosperioden, vilket kan ställas mot återstående earnouts om EUR 34m. Vi ser således en fortsatt potential för en hög återbäring till aktieägarna under kommande år.

Estimatändring			Prognos (m€)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	16,0 - 20,0 kr	
Totala intäkter	-9,1%	-8,9%	-8,9%	78	87	97	106	Aktiekurs	12,3 kr	
EBITDA, just.	-19,9%	-12,7%	-10,7%	Tillväxt	48%	11%	13%	8%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-50,9%	-26,2%	-20,6%	EBITDA, just.	24	19	23	25	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	12	7	11	13			
Q2 - rapport	14 augusti 2024		EPS, just.	0,2	0,1	0,2	0,2			
Q3 - rapport	14 november 2024		EPS-tillväxt, just.	-21%	-27%	79%	24%			
<b>Bolagsfakta (m€)</b>			EK/aktie	2,3	2,4	2,5	2,7			
Antal aktier	43m		Utdelning per aktie	0,0	0,1	0,1	0,1			
Börsvärde	45		EBIT-marginal	15,0%	7,5%	11,3%	12,5%			
Nettoskuld	37		ROE, just.	6,7%	4,7%	8,1%	9,5%			
EV	82		ROCE, just.	10,6%	6,5%	9,4%	10,9%			
Free float	74%		EV/Sales	1,3x	0,9x	0,8x	0,8x			
Daglig handelsvolym, snitt	222k		EV/EBITDA	4,4x	4,2x	3,5x	3,2x			
Bloomberg Ticker	RAKE SS EQUITY		EV/EBIT	8,9x	11,2x	7,4x	6,2x			
<b>Analytiker</b>			P/E, just.	10,3x	9,4x	5,2x	4,2x	<b>Intressekonflikter</b>		
Rikard Engberg			P/EK	0,7x	0,4x	0,4x	0,4x			
rikard.engberg@carnegie.se			Direktavkastning	0,0%	7,6%	9,5%	11,4%	Yes	No	
			FCF yield	23%	10%	45%	49%	Likviditetsgarant	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	-0,2x	-0,4x	-0,1x	Certified adviser	✓	
							Transaktioner 12m	✓		

## Investment case

**Strukturell tillväxt:** Raketech är aktivt inom en av de snabbast växande formerna av underhållning, i-Gaming. Genom att vara ett affiliatebolag har man möjlighet att vara verksam på snabbväxande marknader och rida på den globala tillväxtvåg vi ser i industrin.

**Stark balansräkning och kassaflödesgenerering:** Raketech har de senaste åren visat en stark generering av kassaflöden och har under 2023 betalat utdelning. Affiliatebolag har historiskt varit lågt värderade som en följd av hög sättning och mindre lyckade förvärv. Vi bedömer att Raketech under det senaste året har lyckats bevisa att man genomfört värdeskapande förvärv och genererar tillräckliga kassaflöden för att lösa tilläggsköpeskillingar, vilket kommer leda till en renare balansräkning framgent.

**Affiliation Cloud:** Raketech äger en mjukvara vid namn Affiliation Cloud, ett BI-verktyg för både affiliates och operatörer. Mjukvaran beräknas ha en omsättning i årstakt om EUR 10m med en EBITDA-marginal om 10–15% under H1'25. Vi bedömer att värdet på Affiliation Cloud om man skulle nå dessa mål skulle vara kring EUR 30-50m, vilket motsvarar en bestående del av marknadsvärdet för Raketech.

### Bolagsprofil

Raketech är ett affiliatebolag. Affiliation innebär att bolaget driver hemsidor som förser kunderna, i detta fall speloperatörer likt Kindred och Betsson, med slutkunder. Bolaget får betalt genom en engångssumma per deponerande kund eller genom att ta en del av spelöverskottet från den kund man slussar till operatören. Marknadsföringsformen affiliation är framför allt vanlig på marknader med hög tillväxt, då det ofta är den första kanalen som öppnas upp. Därtill är den flexibel på tillväxtmarknader där reglering saknas. Den främsta tillväxtmarknaden för svenska bolag är i dagsläget USA, där Raketech genom förvärv är närvarande. Andra viktiga tillväxtmarknader är Japan och Sydamerika.

Globalt sker kring 32% av allt spelande online medan fysiska kasinon och spelbutiker står för 80%. Tillväxten för i-Gaming-sektorn drivs därför av två faktorer – dels ökat spelande när ekonomin växer, dels att det spelas online i stället för offline. Affiliation är den främsta formen av marknadsföring på oreglerade marknader där denna konvertering är som störst.

Affiliatebolagen i allmänhet och Raketech i synnerhet tillhör de lägst värderade i spelbolagens värdekedja. När sektorn under 2019 började se regulatoriska förändringar ledde detta till att affiliatebolagen föll kraftigt. Värderingen är delvis ett resultat av att flera aktörer under en tid, på grund av utspädning, hade låg vinsttillväxt trots kraftig omsättningstillväxt. Vi bedömer att Raketech nu har städad upp i verksamheten och kommer kunna dra nytta av den höga strukturella tillväxten från bland annat den nordamerikanska och latinamerikanska marknaden.

### Värdering

Vi har valt att värdera Raketech med en diskonterad kassaflödesanalys. Vi bedömer att Raketech bör kunna reducera rabatten mot övriga noterade affiliatebolag de kommande 6–12 månaderna, vilket gör att vi ser ett motiverat värde om 16-20 kr (18-22). Vi anser att den minskade osäkerheten kring tilläggsköpeskillingar kommer kunna agera katalysator för kursen.

Då Affiliation Cloud fortfarande befinner sig i ett tidigt stadie har vi inte inkluderat verktyget i vår värdering. Skulle satsningen nå sina mål om en omsättning på EUR 10m ser vi ett värde om EUR 30-40m utöver vårt fundamentala värde i Raketech.

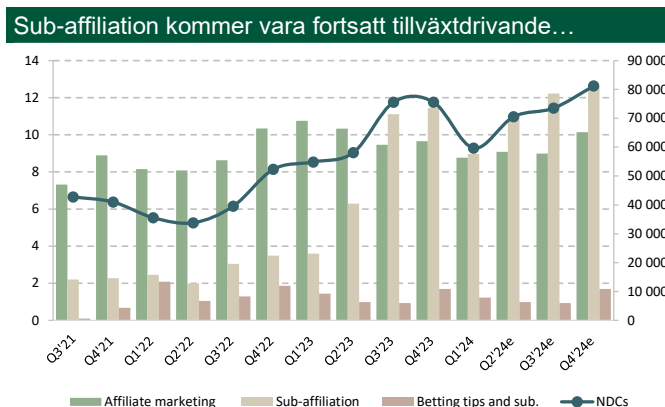
## Kvartalet i korthet

**Affiliation marketing:** Intäkterna från segmentet uppgick till EUR 8,8m, motsvarande -21,9% y/y. Utvecklingen förklaras med att dotterbolaget Casumba, med fokus på den japanska marknaden, såg minskad trafik som en följd av den uppdatering av Googles algoritmer som skedde under Q1 och inledningen av Q2. Nedgången y/y och följderna av uppdateringen var den främsta anledningen till den nedjusterade guidningen för helåret 2024. Under kvartalet har ett arbete inletts för att minska beroendet av Googles algoritmer och öka andelen organisk trafik. Detta har bl.a. resulterat i flera nära samarbeten med större operatörer i partnerskap samt en breddning av den geografisk närvaron. Vi bedömer att segmentet kommer börja visa tillväxt y/y under H2'24 då dessa initiativ börjar få effekt.

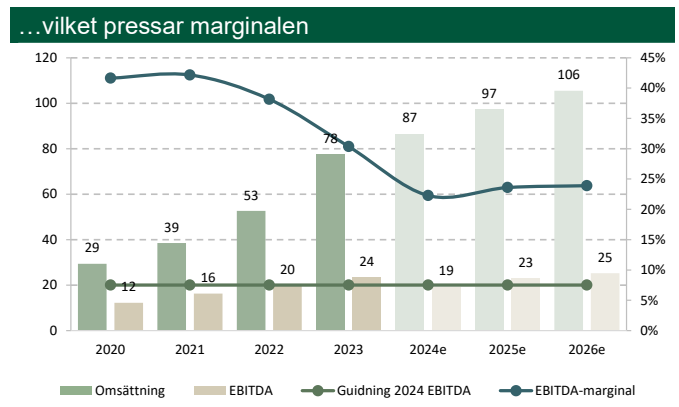
**Sub-affiliation:** Omsättningen från segmentet uppgick till EUR 9,0m, vilket motsvarar en tillväxt om 150% y/y. Under kvartalet har tjänsten börjat lanseras på den amerikanska marknaden. Bruttomarginalen från segmentet uppgick till 23%, vilket är en uppgång från 19% Q1'23. Den höga bruttomarginalen går att härleda till att en stor andel kontrakt på Rev. Share. Vi bedömer att bruttomarginalen kommer att närma sig de historiska nivåerna under resterande del av prognosperioden. Vidare bedömer vi att sub-affiliation modellen kommer kunna mitigera delar av den volatilitet som orsakas av Googles kontinuerliga uppdateringar då basen med tillgångar är betydligt större än hos affärsområdet affiliate marketing.

**Betting tips and subscription income:** Omsättningen från segmentet uppgick till EUR 1,2m, vilket motsvarar -2,8% y/y. Bolaget har under kvartalet fortsatt arbetet med att öka prenumerationsintäkter från segmentet.

Givet den svaga utvecklingen för segmentet affiliate marketing uppgick justerad EBITDA i kvartalet till EUR 5,1m, vilket motsvarar en marginal om 26,7%. Det fria kassaflödet, för earnouts, uppgick till EUR 7m som en följd av att rörelsekapitalbindningen gick ned. Sammanfattningsvis bedömer vi det som rimligt att bolaget når innevarande års guidning om EBITDA på EUR 20m och ett fritt kassaflöde strax under. Gällande utdelningen räknar vi med att överskottslikviditet kommer delas ut men vi bedömer att bolaget kommer vara flexibla om man anser att återköp eller fler förvärv skapar mer aktievärde än utdelning framöver.

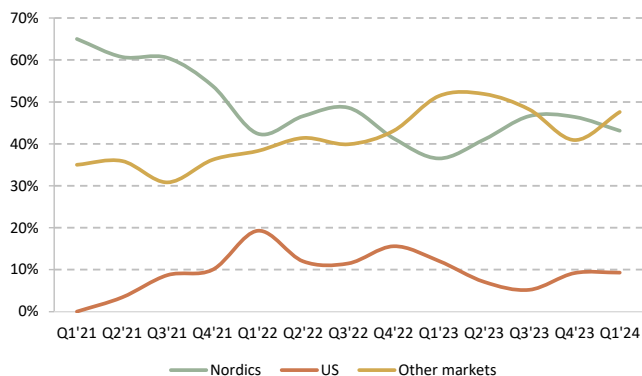


Källa Rakotech, Penser by Carnegie



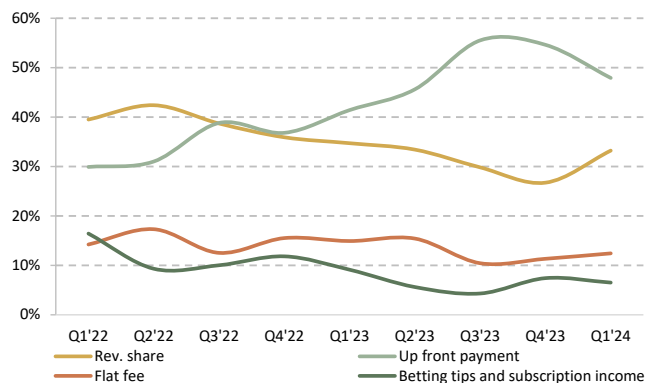
Källa: Rakotech, Penser by Carnegie

### Geografisk mix



Källa: Raketech

### Produktmix

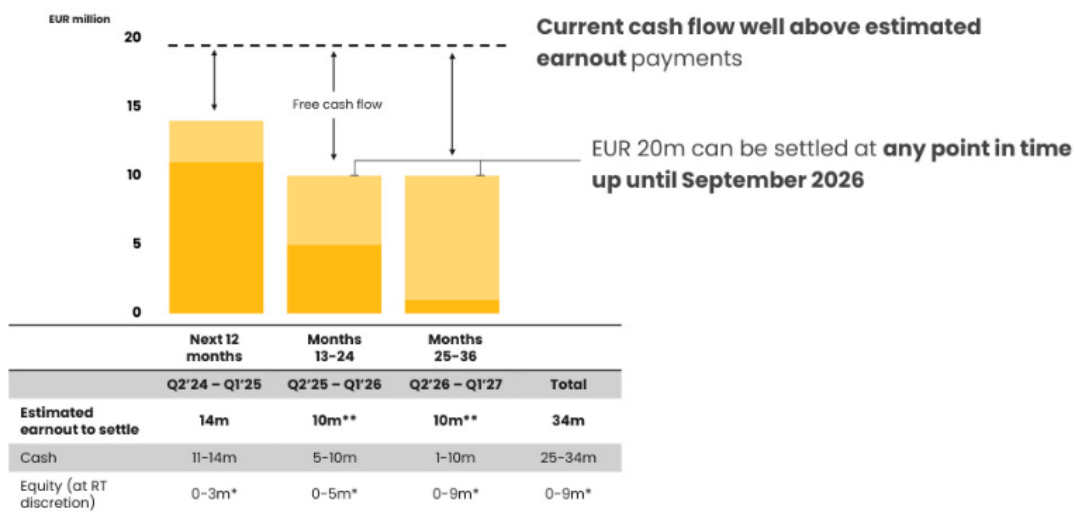


Källa: Raketech

Vi bedömer att de fria kassaflödena under prognosperioden kommer att kunna hantera earnouts

## Financial flexibility for upcoming earnouts

### Estimated earnout settlements



\* Settlement in shares at full discretion of Raketech

\*\* Can be settled at any point in time up until September 2026

Källa: Raketech

## 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	8,8	9,1	9,0	10,1
Sub-affiliation	2,5	2,0	3,1	3,5	3,6	6,3	11,1	11,4	9,0	11,0	12,2	12,6
Betting tips and sub.	2,1	1,1	1,3	1,9	1,4	1,0	0,9	1,7	1,2	1,0	0,9	1,7
<b>Totala Intäkter</b>	<b>12,7</b>	<b>11,1</b>	<b>13,0</b>	<b>15,7</b>	<b>15,8</b>	<b>17,6</b>	<b>21,5</b>	<b>22,8</b>	<b>19,0</b>	<b>21,1</b>	<b>22,1</b>	<b>24,4</b>
COGS	-3,6	-2,7	-3,6	-4,3	-4,2	-6,6	-10,5	-11,3	-8,3	-10,7	-11,7	-12,6
Bruttoresultat	9,1	8,4	9,4	11,4	11,6	11,0	11,0	11,5	10,7	10,4	10,5	11,9
Personalkostnader	-2,1	-2,2	-2,1	-2,3	-2,3	-2,6	-2,5	-2,6	-3,2	-2,9	-2,8	-2,9
Övriga kostnader	-1,9	-2,0	-1,9	-2,3	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-3,2	-3,0	-3,0	-3,2
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
<b>EBIT</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>
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
<b>Vinst före skatt</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>
Skatt	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
<b>Periodens resultat</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>
Affiliate marketing tillväxt y/y	0	0	0	0	32%	28%	10%	-7%	-18%	-12%	-5%	5%
Sub-affiliation tillväxt y/y	0	0	0	0	46%	217%	264%	228%	150%	75%	10%	10%
Betting tips and sub tillväxt y/y	0	0	0	0	-31%	-6%	-28%	-9%	-15%	0%	0%	0%
Bruttomarginal	72%	76%	73%	72%	73%	62%	51%	51%	56%	49%	47%	49%
EBITDA	5,2	4,2	5,5	6,8	6,5	5,5	5,6	6,0	4,3	4,6	4,7	5,8
EBITDA-marginal	41%	38%	42%	43%	41%	31%	26%	27%	23%	22%	21%	24%
EBIT-marginal	26%	21%	28%	30%	27%	14%	10%	12%	7%	7%	7%	12%
EPS	0,05	0,03	0,05	0,06	0,07	0,04	0,02	0,03	0,01	0,03	0,03	0,05

Källa: Penser by Carnegie

## Estimatförändringar

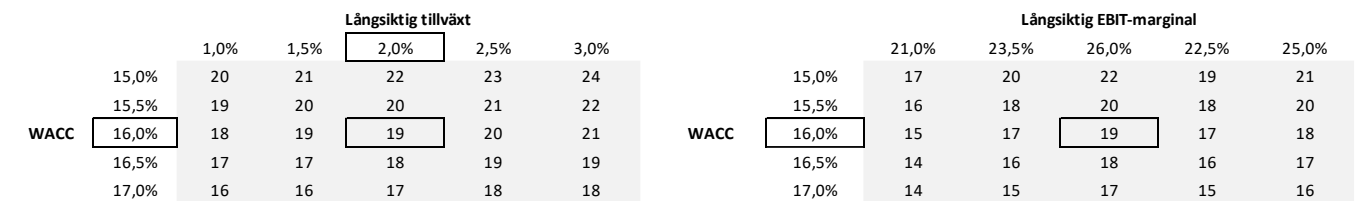
	Estimatförändringar					
	Nya estimat			Gamla estimat		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Försäljning	87	97	106	95	107	116
COGS	-43	-51	-56	-47	-54	-60
Rörelsens kostnader	-25	-24	-25	-24	-26	-28
Av- och nedskrivningar	-12	-12	-12	-12	-12	-12
<b>EBIT</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>16</b>
Finansnetto	-2	-2	-2	-1	-2	-2
Resultat före skatt	5	9	12	11	13	15
Skatt	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<b>Periodens resultat</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>13</b>
<b>EPS</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<b>EBITDA</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>28</b>
<b>Estimatförändringar %</b>						
Försäljning	-9,1%	-8,9%	-8,9%			
EBITDA	-19,9%	-12,7%	-10,7%			
EPS	-59,3%	-26,9%	-21,4%			

Källa: Penser by Carnegie

# Värdering

## DCF

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	73	Riskfri ränta 2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	47	Riskpremium 5,5%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>120</b>	Småbolagspremium 6,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	37	Extra riskpremium 2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC 16,0%</b>
<b>Eget kapital</b>	<b>84</b>	Rörelsekapital, % av omsättning 4,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	43	Skattesats 12,0%
<b>Eget kapital per aktie (kr)</b>	<b>19</b>	Terminalvärde, % av EV 39,4%



Källa: Penser by Carnegie

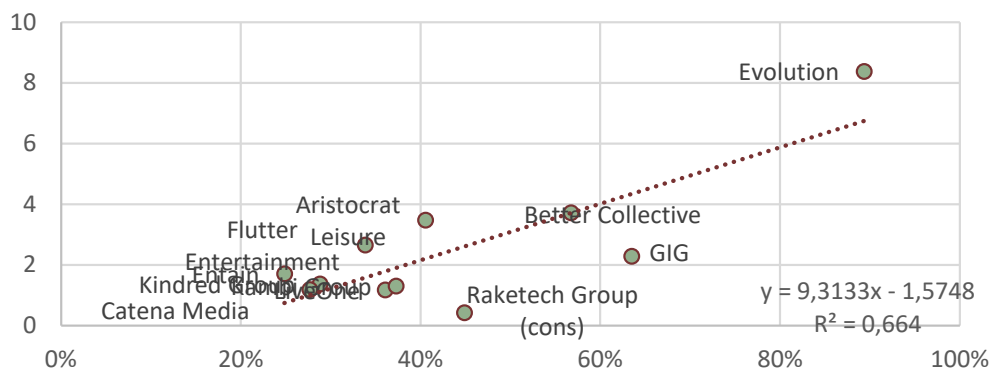
## Referensgrupp

Valuation	MCAP	EV		EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		Price / Earnings				
		(SEK)	(SEK)	LTM	2024	LTM	2024	LTM	2024	LTM	2024	LTM	2024	2025
Gaming Innovation Group	4 141	4 982	3,49x	2,65x	2,28x	8,4x	7,0x	5,4x	14,2x	12,2x	8,3x	31,5x	16,8x	8,8x
LiveOne	1 920	2 271	1,88x	1,42x	1,18x	426,8x	11,8x	8,8x	--	203,3x	51,0x	(9,9x)	--	90,0x
Kindred Group	26 747	25 743	1,60x	1,46x	1,37x	9,0x	7,4x	6,5x	12,9x	9,9x	8,2x	38,5x	12,1x	10,3x
Kambi Group	3 341	2 844	1,43x	1,38x	1,31x	4,2x	4,4x	4,2x	11,2x	15,3x	13,8x	19,1x	22,3x	20,5x
Better Collective	18 555	20 532	5,48x	4,30x	3,72x	16,1x	13,2x	10,8x	21,6x	19,1x	15,0x	36,0x	28,0x	18,5x
Evolution	258 596	241 869	11,25x	9,76x	8,38x	16,0x	14,0x	11,9x	17,8x	15,4x	13,1x	20,3x	19,1x	16,2x
Flutter Entertainment	383 917	444 138	3,44x	2,97x	2,66x	23,9x	16,6x	13,1x	101,8x	48,0x	26,2x	--	32,3x	22,9x
Entain	68 217	116 497	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	181 453	177 549	3,93x	3,71x	3,48x	11,9x	10,9x	10,1x	14,5x	13,2x	12,5x	18,0x	18,0x	16,6x
Catena Media	519	1 021	1,41x	1,36x	1,19x	11,4x	5,4x	4,0x	--	29,1x	9,7x	(0,7x)	--	8,0x
Raketech Group (cons)	522	518	0,64x	0,47x	0,42x	1,9x	1,8x	1,6x	3,6x	3,8x	3,0x	5,7x	4,7x	3,4x
<b>Mean</b>			<b>3,31x</b>	<b>2,84x</b>	<b>2,52x</b>	<b>49,0x</b>	<b>9,2x</b>	<b>7,7x</b>	<b>24,3x</b>	<b>34,7x</b>	<b>15,6x</b>	<b>15,3x</b>	<b>19,4x</b>	<b>20,9x</b>
<b>Median</b>			<b>1,88x</b>	<b>1,78x</b>	<b>1,71x</b>	<b>11,4x</b>	<b>8,5x</b>	<b>8,0x</b>	<b>14,5x</b>	<b>15,3x</b>	<b>12,5x</b>	<b>18,5x</b>	<b>19,1x</b>	<b>16,2x</b>

Källa: Factset

## Värdeskapande

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



Källa: Factset

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	26	24	29	39	53	78	87	97	106
Kostnad sålda varor	-2	-4	-8	-11	-16	-33	-43	-51	-56
<b>Bruttoresultat</b>	23	20	21	27	37	45	43	47	50
Övriga rörelsekostnader	-11	-7	-9	-11	-17	-21	-24	-24	-25
<b>EBITDA</b>	13	13	12	16	20	24	19	23	25
Jämförelsestörande poster	-	-	-	-	-	-	-1	-	-
<b>EBITDA, justerad</b>	13	13	12	16	20	24	19	23	25
<b>EBITA, justerad</b>	13	13	12	16	20	24	19	23	25
Avskrivningar immateriella tillgångar	-2	-5	-5	-7	-8	-12	-12	-12	-12
<b>EBIT</b>	11	8	7	9	12	12	7	11	13
<b>EBIT, justerad</b>	11	8	7	9	12	12	7	11	13
Finansnetto	-6	-1	-1	-2	-2	-4	-2	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	5	7	6	8	10	7	5	9	12
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	5	7	6	8	10	7	5	9	12
Total skatt	0	0	0	-1	-2	-1	-1	-1	-1
<b>Nettoresultat</b>	5	7	6	7	8	7	4	9	11
<b>Nettoresultat, justerad</b>	5	7	6	7	8	7	5	9	11
Omsättningsstillväxt	Neg.	-6%	23%	31%	37%	48%	11%	13%	8%
Bruttomarginal	91,6%	85,1%	73,0%	70,2%	70,0%	57,8%	50,1%	47,9%	47,3%
EBIT-marginal, justerad	43,8%	35,0%	23,3%	24,5%	23,6%	15,0%	8,4%	11,3%	12,5%
EPS, justerad	0,12	0,19	0,15	0,18	0,20	0,15	0,11	0,20	0,25
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	57%	-19%	19%	9%	-21%	-27%	79%	24%

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	11	8	7	9	12	12	7	11	13
Övriga kassaflödesposter	2	3	5	7	8	12	12	12	11
Förändringar i rörelsekapital	-2	0	0	-2	-1	-2	1	-1	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	11	11	12	15	19	21	19	22	24
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-17	-9	-13	-15	-13	-6	-15	-2	-2
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	3	-14	0	-	-	-	-
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-17	-9	-10	-29	-13	-6	-15	-2	-2
<b>Fritt kassaflöde</b>	-5	3	3	-14	6	16	5	20	22
Nyemission / återköp	32	-6	-2	12	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	-23	0	0	-1	-1	-5	-3	-10	-21
Utdelningar	-	-	-	-	-	-4	0	-4	-5
Övriga poster	0	0	0	0	0	-2	-1	-2	-2
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	10	-6	-2	12	-1	-11	-4	-16	-27
<b>Kassaflöde</b>	4	-3	1	-2	5	5	0	4	-6
<b>Nettoskuld</b>	0	-1	-3	12	7	-3	-4	-8	-3

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	0	0	0	4	1	1	1	1	1
Övriga immateriella tillgångar	66	73	81	124	131	139	129	119	109
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>81</b>	<b>128</b>	<b>132</b>	<b>141</b>	<b>130</b>	<b>120</b>	<b>110</b>
Kundfordringar	4	4	5	6	8	12	12	13	14
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	4	5	3	8	13	14	18	13
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>27</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>78</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>137</b>	<b>148</b>	<b>166</b>	<b>157</b>	<b>152</b>	<b>137</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	59	65	71	85	97	99	104	109	114
<b>Summa eget kapital</b>	<b>59</b>	<b>65</b>	<b>71</b>	<b>85</b>	<b>97</b>	<b>99</b>	<b>104</b>	<b>109</b>	<b>114</b>
Långfristiga räntebärande skulder	8	3	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	5	7	10	20	26	31	23	13	3
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>3</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	2	15	15	10	10	10	10
Leverantörsskulder	4	2	2	3	4	7	7	8	9
Övriga kortfristiga skulder	3	5	6	15	6	19	12	12	1
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>32</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>20</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>78</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>137</b>	<b>148</b>	<b>166</b>	<b>157</b>	<b>152</b>	<b>137</b>

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	-6%	23%	31%	37%	48%	11%	13%	8%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	0%	-5%	33%	24%	17%	-18%	19%	10%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	-25%	-18%	38%	32%	-6%	-37%	51%	20%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	57%	-19%	19%	9%	-21%	-27%	79%	24%
Bruttomarginal	91,6%	85,1%	73,0%	70,2%	70,0%	57,8%	50,1%	47,9%	47,3%
EBITDA-marginal	50,5%	53,9%	41,7%	42,2%	38,2%	30,4%	21,4%	23,6%	23,9%
EBITDA-marginal, justerad	50,5%	53,9%	41,7%	42,2%	38,2%	30,4%	22,3%	23,6%	23,9%
EBIT-marginal	43,8%	35,0%	23,3%	24,5%	23,6%	15,0%	7,5%	11,3%	12,5%
EBIT-marginal, justerad	43,8%	35,0%	23,3%	24,5%	23,6%	15,0%	8,4%	11,3%	12,5%
Vinst-marginal, justerad	17,8%	29,9%	19,8%	18,9%	16,0%	8,5%	5,5%	8,8%	10,1%

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	12%	9%	9%	9%	7%	5%	8%	10%
ROCE, justerad	Neg.	12%	10%	11%	12%	11%	7%	9%	11%
ROIC, justerad	Neg.	14%	10%	11%	12%	12%	7%	11%	12%

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie



## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	17%	17%	17%	16%	15%	15%	14%	13%	13%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	47%	31%	22%	27%	20%	17%	16%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	52%	64%	60%	>100%	78%	65%	43%	40%	24%
Rörelsekapital / totala intäkter	-9%	-12%	-12%	-28%	-5%	-17%	-9%	-7%	4%
Kapitalomsättningshastighet	0,4x	0,3x	0,4x	0,4x	0,5x	0,7x	0,8x	0,8x	0,8x

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	0	-1	-3	12	7	-3	-4	-8	-3
Solinitet	75%	79%	78%	62%	65%	60%	67%	72%	83%
Nettoskulsättningsgrad	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x	0,1x	0,0x	0,0x	-0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	0,0x	-0,1x	-0,2x	0,7x	0,3x	-0,1x	-0,2x	-0,4x	-0,1x

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	0,12	0,19	0,15	0,18	0,20	0,15	0,09	0,20	0,25
EPS, justerad	0,12	0,19	0,15	0,18	0,20	0,15	0,11	0,20	0,25
FCF per aktie	-0,13	0,07	0,07	-0,34	0,13	0,37	0,11	0,47	0,51
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	0,00	0,08	0,10	0,12
Eget kapital per aktie	1,53	1,70	1,83	1,99	2,22	2,35	2,44	2,55	2,68
Antal aktier vid årets slut, m	38,3	38,3	38,8	42,7	43,5	42,3	42,7	42,7	42,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	38,3	38,3	38,5	40,7	43,1	42,9	42,5	42,7	42,7

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	16,2x	4,8x	7,1x	13,0x	8,2x	10,3x	9,4x	5,2x	4,2x
P/EK	1,3x	0,5x	0,6x	1,2x	0,7x	0,7x	0,4x	0,4x	0,4x
P/FCF	Neg.	12,8x	15,6x	Neg.	12,1x	4,3x	9,6x	2,2x	2,1x
FCF-yield	Neg.	8%	6%	Neg.	8%	23%	10%	45%	49%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%	0,0%	7,6%	9,5%	11,4%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	48,1%	0,0%	71,1%	49,6%	48,2%
EV/Sales	2,9x	1,4x	1,3x	2,8x	1,4x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	5,6x	2,6x	3,0x	6,6x	3,7x	2,8x	4,2x	3,5x	3,2x
EV/EBIT, justerad	6,5x	3,9x	5,4x	11,4x	6,0x	5,7x	11,2x	7,4x	6,2x
EV	73	33	37	107	74	67	82	82	82
Aktiekurs	19,5	9,5	10,8	23,9	17,7	17,7	12,3	12,3	12,3

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Raketech Group Holding (RAKE SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# 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 ansvarar 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. Värdepapperen 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