



Penser Access by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 14 november 2024

Gentoo Media**Siffror i linje med tidigare uppdatering – Q3 Review****Omsättning i linje med presenterade siffror**

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 30,4m vs vårt estimat om 33,4m, där omsättningen påverkades negativt av gynnsamma resultat i sport för spelare med EUR 1,5m. Tillväxten y/y uppgick till 35,1%, varav 12,0% organisk. EBITDA i kvartalet justerat för kostnader relaterat till uppdelningen av bolaget uppgick till EUR 14,6m, vilket kan ställas mot vårt kvartalsestimat om EUR 16,2m. I samband med rapporten bekräftar bolaget sin helårsguidning om att omsättningen väntas uppgå EUR 125–135m och att EBITDA-marginalen landar på 45–50% för helåret. Våra estimat motsvarar nedre delen av given intäktsguidning och mitten av intervallet för EBITDA-marginal.

Justerar estimat efter guidning och Q3-rapport

Baserat på att Q3-resultatet var svagare än vårt estimat sänker vi vårt intäktsestimater för innevarande år med 4,8%. Vi räknar här med en något högre tillväxt q/q i våra estimat än historiskt, då vi bedömer att sportboksresultaten kommer att normaliseras, vilket gynnar Gentoo. Givet de sänkta intäktsestimaten justerar vi även ned EBITDA-estimaten med 4,7% på innevarande år. För perioden 2025e-26e sänker vi våra försäljningsestimater med 5,0% och våra EBITDA-estimater med 5,5%. Anledningen till att EPS-justeringarna skiljer sig från EBITDA-justeringarna är hänförligt till en uppdatering av våra estimat före avskrivningar samt finansiella kostnader.

Bibehåller motiverat värde

Vi bibehåller vårt motiverade om 43–50 kr. Vi bedömer att den främsta katalysatorn för aktien framöver kommer vara hur Gentoo utnyttjar bolagets starka kassaflödesgenerering som under årets nio första månader uppgick till 84% av EBITDA.

| Estimatändring | | | | Prognos (m€) | | | | Värde och risk | | |
|----------------------------|------------------|-------|-------|---------------------|-------|-------|--------|---------------------------|----------------------------------|-------|
| | 24e | 25e | 26e | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | Motiverat värde | 43,0 - 50,0 kr | |
| Totala intäkter | -4,8% | -4,4% | -5,7% | 89 | 125 | 146 | 155 | Aktiekurs | 24,7 kr | |
| EBITDA, just. | -4,7% | -5,5% | -6,3% | Tillväxt | -2% | 41% | 16% | 7% | Riskenivå | Medel |
| EPS, just. | -701,8% | 3,6% | 0,1% | EBITDA, just. | 40 | 60 | 68 | 74 | Kursutveckling 12 mån | |
| Kommande händelser | | | | EBIT, just. | 27 | 38 | 47 | 53 | | |
| Q4 - rapport | 18 februari 2025 | | | EPS, just. | 0,1 | -0,4 | 0,2 | 0,2 | | |
| Q1 - rapport | 14 maj 2025 | | | EPS-tillväxt, just. | 122% | N.m. | N.m. | 21% | | |
| Bolagsfakta (m€) | | | | EK/aktie | 0,7 | - | 0,2 | 0,4 | | |
| Antal aktier | 135m | | | EBIT-marginal | 30,8% | 30,4% | 32,3% | 34,0% | | |
| Börsvärde | 287 | | | ROE, just. | 14,5% | Neg. | 305,1% | 80,7% | | |
| Nettoskuld | 115 | | | ROCE, just. | 16,4% | 28,7% | 44,5% | 38,7% | | |
| EV | 403 | | | EV/Sales | 5,2x | 3,2x | 2,8x | 2,6x | | |
| Free float | 46% | | | EV/EBITDA | 11,7x | 6,7x | 5,9x | 5,4x | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | 56k | | | EV/EBIT | 17,0x | 10,6x | 8,5x | 7,6x | | |
| Bloomberg Ticker | G2M SS EQUITY | | | P/E, just. | 31,2x | Neg. | 10,4x | 8,5x | | |
| Analytiker | | | | P/EK | 3,9x | Neg. | 12,0x | 4,8x | | |
| Rikard Engberg | | | | FCF yield | Neg. | Neg. | 16% | 19% | | |
| rikard.engberg@carnegie.se | | | | Nettoskuld/EBITDA | 1,7x | 1,3x | 0,7x | 0,0x | | |
| | | | | | | | | Intressekonflikter | | |
| | | | | | | | | Yes | No | |
| | | | | | | | | Likviditetsgarant | ✓ | |
| | | | | | | | | Certified adviser | ✓ | |
| | | | | | | | | Transaktioner 12m | ✓ | |

Investment case

Rider på strukturell tillväxtvåg: Gentoo är aktivt inom en av de snabbast växande formerna av digital underhållning, iGaming. Gentoo är en av de ledande aktörerna inom affiliate marketing globalt. Affiliate marketing innebär att Gentoo ansvarar för att förmedla kunder till operatörer. Givet att marknadsföring utgör mellan 20-30% av operatörernas marknadsföring har Gentoo möjlighet att växa minst i linje med marknaden som enligt H2 Gambling Capital väntas växa med en CAGR om 11% under perioden 2024e-29e.

Har städlat bolaget: Gentoo har historiskt haft problem med lönsamhet, fokus och kassaflöden. Under det senaste året har bolaget visat att det har lämnat dessa problem bakom sig och levererat en branschledande lönsamhet och. Vidare har Gentoo genom förvärvet av Askgamblers visat att det har möjlighet att förvärva intressanta tillgångar och genomföra förändringar som resulterat i hög utveckling i tillväxt och lönsamhet. Vi bedömer att bolaget kan få en liknande utveckling med KaFe Rocks-förvärvet som genomfördes i Q4'23.

Starka kassaflöden att vänta: Givet att Gentoo nu har delat ut GIG Software till aktieägarna bedömer vi att bolagets kassaflödesprofil kommer att stärkas rejält. Historiskt har Gentoo visat en kassaflödeskonvertering om 70-80% från EBITDA men, en stor del av dessa kassaflöden har gått till investeringar i det nu utdelade bolaget GIG Software. Vi bedömer därför den som sannolikt att Gentoo kommer att börja återföra kapital till aktieägare i form av en utdelning eller återköp. Detta anser vi kunna vara en viktig katalysator för aktien i närtid.

Bolagsprofil

Gentoo är ett av de ledande affiliate-bolagen globalt och förmedlade under 2023 474 000 kunder, FTD:s, vidare till speloperatörer globalt. Den största marknaden 2023 var Europa som stod för 61% av omsättningen. De snabbast växande marknaderna var Latinamerika, 20% av omsättningen, och Nordamerika, 13% av omsättningen vid denna tidpunkt. Cirka 60% av omsättningen kommer ifrån intäktsdelning (Rev Share) vilket innebär att Gentoo delar på spelöverskottet från en kund med operatören. Detta innebär att volatiliteten i intäkterna minskar över tid.

Gentoo har de senaste två åren genomfört två större förvärv, Askgamblers.com och KaFe Rocks. Askgamblers förvärvades under 2022 och hade under 2023 en imponerande utveckling. Sedan förvärvet har EBITDA mer än fördubblats, vilket delvis förklaras med en effektivisering av bolaget men främst av att GIG:s tekniska plattform har lyckats öka trafiken från sidan kraftigt. Vi bedömer att GIG kommer att kunna få en liknande utväxling på förvärvet av KaFe Rocks, som genomfördes under Q4'23.

Gentoo har lyckats bygga upp en diversifierad portfölj av tillgångar med 310 kunder och intäkter per kvartal om över EUR 10 000. Vidare står tillgångar utanför de fem största hemsidorna för 65% av omsättningen. Detta gör att bolaget är betydligt mer väldiversifierat än andra affiliates på börsen och betydligt mindre sårbart för skiften i marknadsföringsbudgetar hos operatörer eller tekniska uppdateringar hos Google. Vi anser att detta motiverar en premie mot andra noterade affiliatebolag.

Gentoo har en imponerande lönsamhet med en EBITDA-marginal på i snitt 44,8% de senaste åtta kvartalen, marginalen har befunnit sig i en uppåtgående trend. Vi, bedömer att marginalen kommer att börja röra sig mot 50% under prognosperioden givet de initiativ bolaget tagit för att stärka marginalen. Bolaget förvärvade under Q2'24 en leverantör som kommer integreras, vilket medför fortsatt marginalexpansion. Bolaget kombinerar den starka EBITDA-marginalen med en hög kassakonvertering om ca 70-80%, vilket möjliggör att det fristående bolaget kommer ha möjlighet att antingen återköpa aktier eller lämna utdelning.

Värdering

För den nedre delen av vårt intervall har vi tittat på värdeskapande för perioden 2025e-26e och genomfört en regression mot en referensgrupp bestående av noterade bolag inom iGaming. Den övre delen av vårt värderingsintervall är hänförligt till vår DCF. Vi ser således ett motiverat värde om 43-50 kr.

Kvartalet i korthet

Gentoo Media

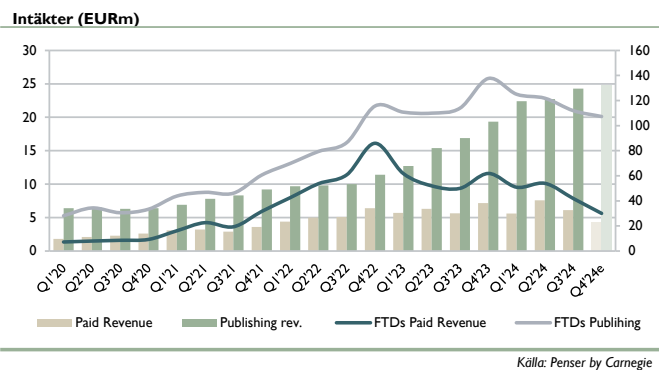
Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 30,4m, vilket motsvarar en tillväxt om 35,1% y/y, varav 12,0% organisk. Bolaget förmedlade totalt 112 000 FTD:s (first time depositors), vilket är en minskning med 2,0% y/y. Snittvärdet per FTD är dock högre än föregående år. Värdet på förmedlade insättningar (value of deposits) uppgick till EUR 192,0m, vilket motsvarar en tillväxt om 36,1% y/y. Då resultaten på spotmarknaden var gynnsamma för spelare uppgick kvoten earnings vs value of deposits ned till 9,3% mot att historiskt ha legat strax över 10%, detta belastade omsättningen med EUR 1,5m.

58,0% av intäkterna kom via s.k. rev.-share avtal, dessa har vuxit 23,9% y/y. Det geografiskt största segmentet var Europa som uppgick till 59,0% av intäkterna och växte 51,0% y/y. Segmentet Nord- och Sydamerika stod för 24,0% av omsättningen under kvartalet. Intäkterna växte med 52,0% y/y och intäkterna från Nordamerika mer än fördubblades y/y.

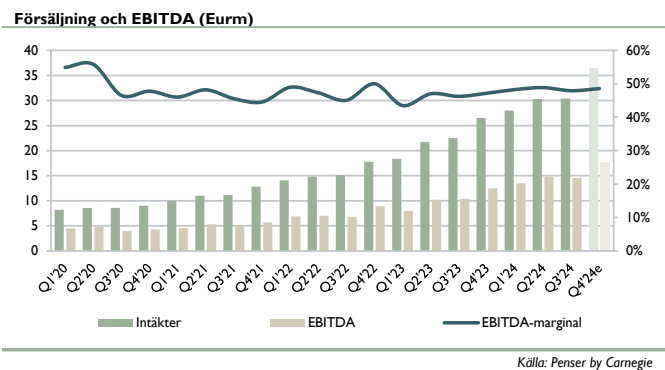
EBITDA justerat för kostnader för spliten uppgick i kvartalet uppgick till EUR 14,6m vilket motsvarar en marginal om 48,0%. Vi bedömer att en fortsatt stark kostnadskontroll kommer göra att bolaget når given guidning för EBITDA-marginal.

GIG i grafer

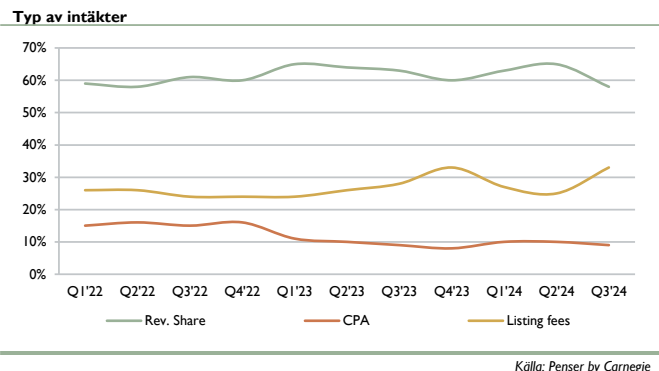
Stabila kundinflöden...



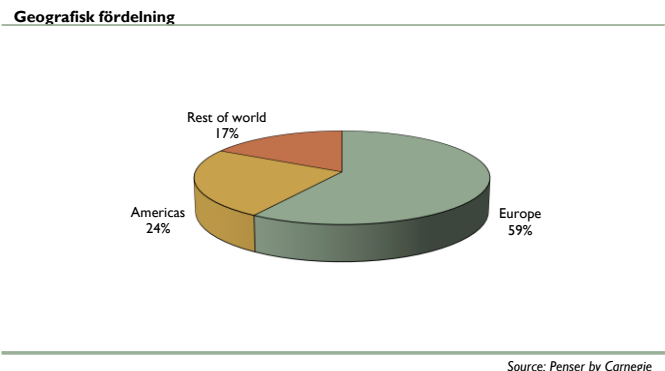
...bedömer vi kunna driva fortsatt tillväxt



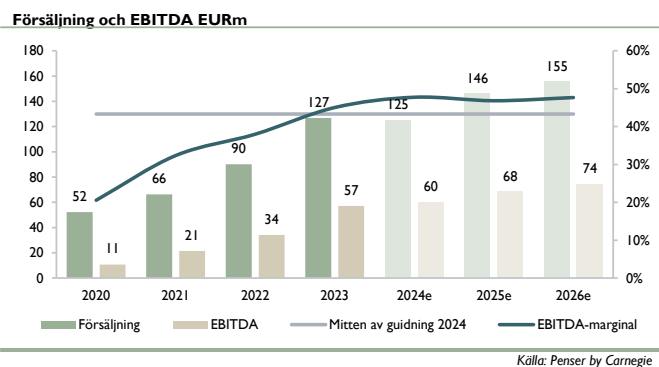
Hög andel rev. Share minskar volatilitet över tid...



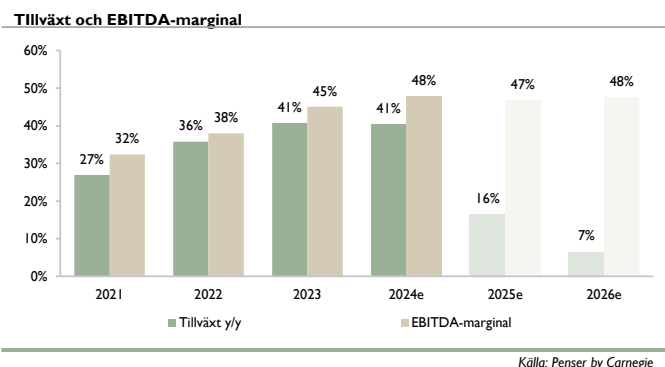
...tillsammans med bred geografisk exponering



Vi bedömer bolaget kommer nå nedre delen av guidning



Har succesivt nått nya marginal nivåer



Estimat och estimatförändringar

| Kvartalsestimat | | | | | | | | | | | | |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| | Q1'22 | Q2'22 | Q3'22 | Q4'22 | Q1'23 | Q2'23 | Q3'23 | Q4'23 | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 | Q4'24e |
| GiG Media | 14,1 | 14,8 | 15,1 | 17,8 | 18,4 | 21,7 | 22,5 | 26,5 | 28,0 | 30,3 | 30,4 | 36,5 |
| GiG Platform | 5,0 | 7,3 | 7,8 | 8,2 | 10,0 | 9,3 | 9,3 | 9,1 | 8,3 | 7,3 | 7,4 | 8,2 |
| Total försäljning | 19,1 | 22,1 | 22,9 | 26,0 | 28,4 | 31,0 | 31,8 | 35,6 | 28,0 | 30,3 | 30,4 | 36,5 |
| COGS | 0,0 | -0,2 | -0,2 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bruttoresultat | 19,0 | 21,9 | 22,7 | 25,6 | 28,1 | 30,7 | 31,5 | 35,6 | 28,0 | 30,3 | 30,4 | 36,5 |
| Marknadsföring | -3,8 | -4,3 | -4,6 | -6,0 | -5,7 | -6,2 | -6,9 | -8,5 | -6,8 | -8,4 | -6,9 | -7,5 |
| Annan OPEX | -8,7 | -9,3 | -9,4 | -8,8 | -10,7 | -10,7 | -1,2 | -6,5 | -7,7 | -7,1 | -8,9 | -11,3 |
| Av och nedskrivningar | -3,6 | -5,3 | -5,6 | -6,2 | -5,7 | -7,1 | -6,4 | -2,1 | -3,2 | -6,9 | -4,0 | -5,3 |
| EBIT | 2,9 | 2,4 | 2,5 | 4,0 | 5,6 | 6,6 | 16,5 | 9,4 | 10,3 | 7,9 | 10,5 | 12,4 |
| Finansnetto | -1,6 | -0,8 | -1,3 | -2,8 | -1,8 | -0,1 | -6,0 | -6,4 | -6,6 | -11,9 | -66,7 | -3,9 |
| Resultat före skatt | 1,3 | 1,6 | 1,2 | 1,2 | 3,8 | 6,5 | 10,5 | 3,0 | 3,7 | -4,1 | -56,2 | 8,6 |
| Skatt | -0,2 | -0,2 | -0,6 | -1,0 | -0,2 | 0,0 | -1,6 | -1,8 | 0,0 | -1,0 | -0,8 | -0,9 |
| Periodens resultat | 1,1 | 1,3 | 0,6 | 0,1 | 3,7 | 6,5 | 8,9 | 1,3 | 3,7 | -5,0 | -57,0 | 7,7 |
| Tillväxt GiG Media y/y | | | | | 30% | 47% | 49% | 49% | 52% | 40% | 35% | 38% |
| Tillväxt GiG Platform y/y | | | | | 100% | 27% | 19% | 11% | | | | |
| EBITDA | 6,5 | 7,7 | 8,1 | 10,3 | 11,2 | 13,6 | 23,0 | 11,5 | 13,5 | 14,8 | 14,6 | 17,7 |
| EBITDA-marginal | 34% | 35% | 35% | 39% | 40% | 44% | 43% | 32% | 48% | 49% | 48% | 49% |
| EBIT-marginal | 15% | 11% | 11% | 15% | 20% | 21% | 52% | 26% | 37% | 26% | 35% | 34% |

Källa: Penser by Carnegie

Carnegie estimat är endast bolagets Mediadel

Marginella estimatförändringar

Estimatförändringar

| | Nya estimat | | | Gamla estimat | | | |
|---------------------------|------------------------------|-------------|-------------|---------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2024e | 2025e | 2026e | 2024e | 2025e | 2026e | |
| Försäljning | 125 | 146 | 155 | Försäljning | 132 | 153 | 165 |
| Rörelsens kostnader | -65 | -76 | -79 | Rörelsens kostnader | -67 | -78 | -83 |
| Av- och nedskrivningar | -22 | -22 | -22 | Av- och nedskrivningar | -22 | -22 | -22 |
| EBIT | 38 | 47 | 55 | EBIT | 38 | 47 | 55 |
| Finansnetto | -89 | -15 | -14 | Finansnetto | -26 | -16 | -15 |
| Resultat före skatt | 22 | 32 | 41 | Resultat före skatt | 22 | 32 | 41 |
| Skatt | -3 | -4 | -5 | Skatt | -3 | -4 | -5 |
| Periodens resultat | -53 | 28 | 34 | Periodens resultat | 9 | 27 | 34 |
| EPS | -0,39 | 0,21 | 0,25 | EPS | 0,07 | 0,20 | 0,25 |
| EBITDA | 60 | 68 | 74 | EBITDA | 63 | 72 | 79 |
| | Estimatförändringar % | | | | | | |
| Försäljning | -4,8% | -4,4% | -5,7% | | | | |
| EBITDA | -4,7% | -5,5% | -6,3% | | | | |
| EPS | n.m. | 3,6% | 0,1% | | | | |

Källa: Penser by Carnegie

Värdering

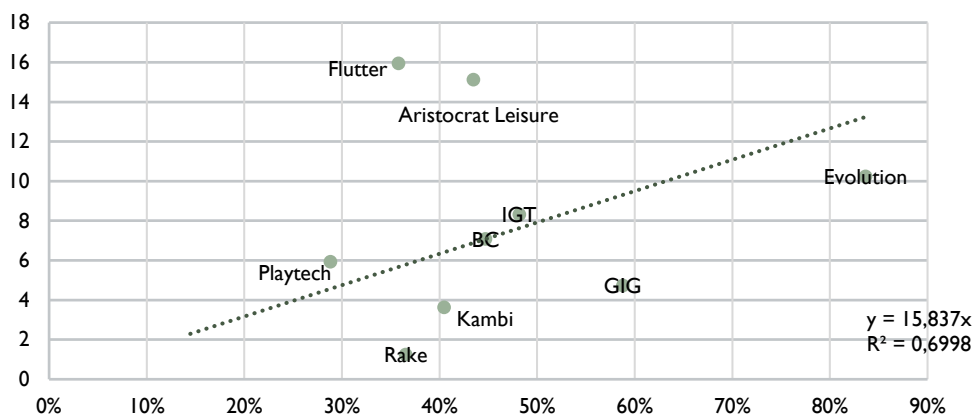
Referensgrupp

| Valuation | MCAP (USD) | EV (USD) | EV / Sales | | | EV / EBITDA | | | EV / EBIT | | |
|-------------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| | | | LTM | 2025 | 2026 | LTM | 2025 | 2026 | LTM | 2025 | 2026 |
| GIG (Cons) | 290 | 363 | 2,87x | 2,27x | 2,04x | 6,5x | 4,7x | 4,1x | 10,8x | 7,3x | 6,1x |
| Better Collective | 806 | 1 038 | 2,76x | 2,49x | 2,22x | 9,2x | 7,1x | 6,3x | 13,9x | 9,9x | 8,4x |
| Aristocrat Leisure | 26 745 | 26 706 | 6,29x | 5,74x | 5,48x | 18,0x | 15,1x | 14,5x | 22,2x | 18,5x | 17,2x |
| Flutter Entertainment | 44 182 | 49 662 | 4,11x | 3,14x | 2,72x | 28,5x | 15,9x | 12,5x | 121,6x | 23,0x | 16,0x |
| Evolution | 18 903 | 17 941 | 8,58x | 7,16x | 6,34x | 12,4x | 10,3x | 9,0x | 13,8x | 11,3x | 9,9x |
| Kambi Group | 304 | 235 | 1,30x | 1,23x | 1,14x | 5,5x | 3,6x | 3,3x | 10,0x | 9,4x | 6,3x |
| Playtech | 2 830 | 2 963 | 1,54x | 1,54x | 1,48x | 6,2x | 5,9x | 5,6x | 12,0x | 9,2x | 8,5x |
| International Game Tech | 4 230 | 9 788 | 2,55x | 3,83x | 3,73x | 6,0x | 8,3x | 8,0x | 10,0x | 12,9x | 12,6x |
| Raketech Group Holding | 27 | 27 | 0,32x | 0,33x | 0,30x | 1,3x | 1,2x | 1,1x | 3,3x | 2,4x | 1,6x |
| Catena Media | 31 | 91 | 1,54x | 1,82x | 1,63x | 47,5x | 14,2x | 9,8x | -- | 242,6x | 28,1x |
| Mean | | | 3,37x | 3,08x | 2,83x | 10,4x | 8,0x | 7,2x | 24,2x | 11,5x | 9,6x |
| Median | | | 2,76x | 2,49x | 2,22x | 6,5x | 7,1x | 6,3x | 12,0x | 9,9x | 8,5x |

Källa: FactSet

Värdeskapande

X-värdeskapande, Y EV/EBITDA 2025e



Källa: FactSet

DCF

| Värdering | WACC-antaganden | Antaganden terminalvärde |
|---|-----------------|--------------------------------------|
| Nuvärdet av fria kassaflöden | 358 | Risikfri ränta 2,5% |
| Nuvärdet av terminalvärde | 371 | Risikpremium 5,5% |
| Företagsvärde (EV) | 729 | Småbolagspremium 2,0% |
| Nettoskuld, senast rapporterad | 115 | Extra riskpremium 0,0% |
| Minoritetsintressen och övrigt | 1 | WACC 10,0% |
| Eget kapital | 612 | Rörelsekapital, % av omsättning 5,0% |
| Antal utstående aktier, full utspädning | 135 | Skattesats 15,0% |
| Eget kapital per aktie | 50 | Terminalvärde, % av EV 51% |

Känslighetsanalys

| | Långsiktig tillväxt | | | | | | Långsiktig EBIT-marginal | | | | | |
|------|---------------------|------|------|------|------|----|--------------------------|-------|-------|-------|-------|----|
| | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | | 25,0% | 27,5% | 30,0% | 32,5% | 35,0% | |
| WACC | 9,0% | 52 | 55 | 58 | 62 | 66 | 9,0% | 52 | 55 | 58 | 61 | 64 |
| | 9,5% | 48 | 51 | 54 | 57 | 61 | 9,5% | 48 | 51 | 54 | 56 | 59 |
| | 10,0% | 45 | 47 | 50 | 52 | 56 | 10,0% | 44 | 47 | 50 | 52 | 55 |
| | 10,5% | 42 | 44 | 46 | 48 | 51 | 10,5% | 41 | 44 | 46 | 49 | 51 |
| | 11,0% | 39 | 41 | 43 | 45 | 47 | 11,0% | 38 | 41 | 43 | 45 | 47 |

Källa: Penser by Carnegie

| Resultaträkning | | | | | | | |
|---------------------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Nettoomsättning | 52 | 66 | 90 | 89 | 125 | 146 | 155 |
| Kostnad sålda varor | 0 | 0 | -1 | 0 | -1 | -2 | -2 |
| Bruttoresultat | 52 | 66 | 89 | 89 | 124 | 144 | 153 |
| Försäljningskostnader | -7 | -11 | -19 | -27 | -30 | -31 | -32 |
| Övriga rörelsekostnader | -34 | -32 | -36 | -22 | -35 | -45 | -47 |
| EBITDA | 11 | 23 | 33 | 40 | 60 | 68 | 74 |
| Jämförelsestörande poster | 0 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA, justerad | 11 | 23 | 34 | 40 | 60 | 68 | 74 |
| Avskrivningar | -12 | -9 | -16 | -6 | -7 | -1 | -1 |
| EBITA, justerad | -1 | 14 | 18 | 33 | 53 | 67 | 73 |
| Avskrivningar immateriella tillgångar | -7 | -4 | -4 | -6 | -15 | -20 | -20 |
| EBIT | -9 | 10 | 12 | 27 | 38 | 47 | 53 |
| EBIT, justerad | -9 | 10 | 13 | 27 | 38 | 47 | 53 |
| Finansnetto | -9 | -8 | -8 | -13 | -89 | -15 | -14 |
| Resultat före skatt | -18 | 2 | 4 | 15 | -51 | 32 | 38 |
| Resultat före skatt, justerad | -18 | 2 | 6 | 15 | -51 | 32 | 38 |
| Total skatt | 0 | 1 | -1 | -3 | -2 | -4 | -5 |
| Nettoresultat | -18 | 2 | 3 | 11 | -53 | 28 | 34 |
| Nettoresultat, justerad | -18 | 2 | 5 | 11 | -53 | 28 | 34 |
| Omsättningstillväxt | Neg. | 27% | 36% | -2% | 41% | 16% | 7% |
| Bruttomarginal | N.m. | N.m. | 99,0% | N.m. | 99,3% | 98,7% | 98,7% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | 14,9% | 14,9% | 30,8% | 30,4% | 32,3% | 34,0% |
| EPS, justerad | -0,20 | 0,09 | 0,04 | 0,08 | -0,39 | 0,21 | 0,25 |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | N.m. | -57% | 122% | N.m. | N.m. | 21% |

Källa: Gentoo Media, Penser by Carnegie

| Kassaflödesanalys | | | | | | | |
|---|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| EBIT | -9 | 10 | 12 | 27 | 38 | 47 | 53 |
| Övriga kassaflödesposter | 33 | 5 | 15 | 9 | -43 | 17 | 16 |
| Förändringar i rörelsekapital | - | -2 | 5 | 5 | 12 | -1 | 0 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 25 | 13 | 32 | 41 | 7 | 63 | 69 |
| Investeringar i anläggningstillgångar | -3 | -1 | 0 | -3 | -7 | 0 | 0 |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | -22 | -9 | -16 | -20 | -12 | -16 | -16 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | 0 | - | -32 | -32 | -17 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -25 | -9 | -48 | -55 | -37 | -16 | -16 |
| Fritt kassaflöde | 0 | 4 | -16 | -14 | -30 | 47 | 53 |
| Nyemission / återköp | - | - | 25 | 10 | 9 | 0 | 0 |
| Förändring av skulder | -4 | -6 | -2 | 21 | 1 | 0 | 0 |
| Övriga poster | - | - | - | -9 | -15 | -17 | -16 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | -4 | -6 | 23 | 22 | -4 | -17 | -16 |
| Kassaflöde | -4 | -3 | 7 | 8 | -34 | 29 | 37 |
| Nettoskuld | 52 | 47 | 80 | 66 | 79 | 45 | 3 |

Källa: Gentoo Media, Penser by Carnegie

Balansräkning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | |
| Goodwill | 16 | 16 | 75 | 41 | 45 | 45 | 45 |
| Övriga immateriella tillgångar | 33 | 32 | 61 | 63 | 57 | 52 | 47 |
| Materiella anläggningstillgångar | 17 | 13 | 10 | 4 | 10 | 10 | 10 |
| Finansiella anläggningstillgångar | 0 | 0 | 0 | 131 | 0 | 0 | 0 |
| Summa anläggningstillgångar | 66 | 62 | 147 | 239 | 112 | 107 | 102 |
| Kundfordringar | 16 | 18 | 23 | 19 | 31 | 35 | 37 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 12 | 9 | 15 | 15 | 19 | 51 | 91 |
| Summa omsättningstillgångar | 27 | 26 | 38 | 34 | 50 | 86 | 128 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 93 | 88 | 185 | 273 | 162 | 193 | 230 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | |
| Eget kapital | 4 | 12 | 65 | 92 | -6 | 24 | 60 |
| Summa eget kapital | 4 | 12 | 65 | 92 | -6 | 24 | 60 |
| Långfristiga räntebärande skulder | 36 | 39 | 48 | 75 | 89 | 89 | 89 |
| Långfristiga leasingsskulder | 21 | 9 | 31 | 3 | 8 | 6 | 4 |
| Övriga långfristiga skulder | 2 | 0 | 2 | 34 | 10 | 10 | 10 |
| Summa långfristiga skulder | 59 | 48 | 82 | 112 | 107 | 105 | 103 |
| Kortfristiga räntebärande skulder | 3 | 4 | 13 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| Leverantörsskulder | 25 | 20 | 23 | 34 | 27 | 30 | 33 |
| Kortfristiga leasingsskulder | 2 | 3 | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Övriga kortfristiga skulder | 0 | 0 | 0 | 31 | 34 | 34 | 34 |
| Summa kortfristiga skulder | 31 | 27 | 38 | 68 | 61 | 64 | 67 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 93 | 88 | 185 | 273 | 162 | 193 | 230 |

Källa: Gentoo Media, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Intäktstillväxt | Neg. | 27% | 36% | -2% | 41% | 16% | 7% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg. | 118% | 46% | 16% | 51% | 14% | 8% |
| EBIT-tillväxt, justerad | Neg. | Neg. | 36% | 103% | 40% | 24% | 12% |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | N.m. | -57% | 122% | N.m. | N.m. | 21% |
| Bruttomarginal | N.m. | N.m. | 99,0% | N.m. | 99,3% | 98,7% | 98,7% |
| EBITDA-marginal | 20,6% | 35,2% | 36,2% | 44,8% | 47,8% | 46,8% | 47,7% |
| EBITDA-marginal, justerad | 20,6% | 35,3% | 38,0% | 44,8% | 47,8% | 46,8% | 47,7% |
| EBIT-marginal | Neg. | 14,7% | 13,1% | 30,8% | 30,4% | 32,3% | 34,0% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | 14,9% | 14,9% | 30,8% | 30,4% | 32,3% | 34,0% |
| Vinst-marginal, justerad | Neg. | 3,3% | 5,5% | 12,9% | Neg. | 19,0% | 21,6% |

Källa: Gentoo Media, Penser by Carnegie

Avkastning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | Neg. | 28% | 13% | 15% | Neg. | >100% | 81% |
| ROCE, justerad | Neg. | 15% | 12% | 16% | 29% | 44% | 39% |
| ROIC, justerad | Neg. | 17% | 13% | 18% | 33% | 66% | 80% |

Källa: Gentoo Media, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kundfordringar / totala intäkter | 30% | 26% | 26% | 21% | 25% | 24% | 24% |
| Leverantörsskulder / KSV | >100% | >100% | >100% | - | >100% | >100% | >100% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 74% | 64% | 67% | >100% | 94% | 83% | 83% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | -18% | -4% | 1% | -53% | -23% | -20% | -19% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,8x | 1,0x | 0,6x | 0,5x | 1,4x | 1,2x | 1,0x |

Källa: Gentoo Media, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|-------------------------|-------|------|------|------|--------|-------|-------|
| Nettoskuld | 52 | 47 | 80 | 66 | 79 | 45 | 3 |
| Soliditet | 4% | 14% | 35% | 34% | -4% | 12% | 26% |
| Nettoskuldsättningsgrad | 14,3x | 3,9x | 1,2x | 0,7x | -13,9x | 1,9x | 0,1x |
| Nettoskuld / EBITDA | 4,8x | 2,0x | 2,5x | 1,7x | 1,3x | 0,7x | 0,0x |

Källa: Gentoo Media, Penser by Carnegie

Aktiedata

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | -0,20 | 0,08 | 0,03 | 0,08 | -0,39 | 0,21 | 0,25 |
| EPS, justerad | -0,20 | 0,09 | 0,04 | 0,08 | -0,39 | 0,21 | 0,25 |
| FCF per aktie | 0,00 | 0,15 | -0,13 | -0,11 | -0,22 | 0,35 | 0,40 |
| Eget kapital per aktie | 0,04 | 0,48 | 0,50 | 0,69 | -0,04 | 0,18 | 0,44 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 90,0 | 24,8 | 129 | 135 | 135 | 135 | 135 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 90,0 | 24,8 | 129 | 135 | 135 | 135 | 135 |

Källa: Gentoo Media, Penser by Carnegie

Värdering

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | Neg. | 20,5x | 64,8x | 31,2x | Neg. | 10,4x | 8,5x |
| P/EK | 28,8x | 3,8x | 4,9x | 3,9x | Neg. | 12,0x | 4,8x |
| P/FCF | 100x | 11,9x | Neg. | Neg. | Neg. | 6,1x | 5,4x |
| FCF-yield | 0% | 8% | Neg. | Neg. | Neg. | 16% | 19% |
| Direktavkastning | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Utdelningsandel, justerad | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EV/Sales | 3,0x | 3,4x | 4,4x | 4,7x | 3,2x | 2,8x | 2,6x |
| EV/EBITDA, justerad | 14,5x | 9,5x | 11,6x | 10,4x | 6,7x | 5,9x | 5,4x |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | 22,5x | 29,7x | 15,2x | 10,6x | 8,5x | 7,6x |
| EV | 156 | 223 | 399 | 414 | 403 | 403 | 403 |
| Aktiekurs | 11,6 | 18,7 | 27,5 | 29,5 | 24,7 | 24,7 | 24,7 |

Källa: Gentoo Media, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Gentoo Media (G2M 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 intyg, 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, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns 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 analytikerns 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. 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