



Penser Access by Carnegie

Internet, Mjukvara & Tjänster | Sverige | 14 november 2024

Raketech Group Holding

Botten kan vara nådd – Q3-review

Fortsatt utmanande på samtliga fronter

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 12,9m vilket motsvarar en minskning om 39,9% y/y. Siffran var 20,4% lägre än våra försäljningsestimat för kvartalet. Avvikelsen går främst att förklara med fortsatta operativa problem för bolagets kunder inom segmentet sub-affiliation samt fortsatta utmaningar inom Affiliation marketing. Justerad-EBITDA uppgick i kvartalet till EUR 3,1m vilket motsvarar en marginal om 24,1%. På grund av de åtgärdsprogram som lanserades tidigare under året har bolaget lyckats minska OPEX med 18% sedan Q1'24. Den starka kostnadskontrollen gör att avvikelsen mot vårt EBITDA-estimat för kvartalet uppgick till -12,3%. Det fjärde kvartalet har inletts svagt med en omsättning om EUR 4m vilket motsvarar en minskning om 45,2%. Sammanfattningsvis är Q3 ett mycket svagt kvartal för Raketech, vi har tidigare uppmärksammat de tuffa jämförelsetalen under H2 och räknade med en nedgång y/y, dock inte av denna magnitud.

Justerar estimat givet ändrad guidning

Inför Q3-rapporten justerade vi ned vårt helårsestimat strax under nedre delen av intervallet för given guidning, på grund av de utmaningar bolaget såg under H1. Bolaget bekräftar i rapporten att nedre delen av guidningen kommer vara svår att nå, mot bakgrund av detta justerar vi ned våra EBITDA-estimat med 12,6% på innevarande år. Vi bedömer att de strategiska initiativ bolaget tagit under året kommer resultera i en återgång till tillväxt, till följd av den starka strukturella tillväxten på spelmarknaden. Trots detta sänker vi våra EBITDA-estimat med i snitt 12,6% för perioden 2025e-26e.

Sänker motiverat värde

Baserat på estimatförändringarna sänker vi vårt motiverade värde till 10-16 kr (14-18). Vi bedömer att den främsta katalysatorn för aktien framöver kommer vara en eventuell ljusning för de operativa problem som präglade 2024. Vi anser att detta är rimligt givet den höga strukturella tillväxten på spelmarknaden och affiliates roll i ekosystemet. Innan detta sker kommer aktien förbli pressad på grund av oron för kommande tilläggsköpeskillningar och om framtida kassa kommer kunna täcka dessa.

| Estimatändring | | | | Prognos (m€) | | | | Värde och risk | |
|----------------------------|------------------|--------|--------|---------------------|-------|-------|-------|----------------------------------|----------------|
| | 24e | 25e | 26e | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | Motiverat värde | 10,0 - 16,0 kr |
| Totala intäkter | -9,7% | -11,2% | -11,3% | 78 | 65 | 70 | 76 | Aktiekurs | 4,6 kr |
| EBITDA, just. | -12,6% | -11,5% | -13,7% | 48% | -16% | 7% | 8% | Riskenivå | Medel |
| EPS, just. | N.m | N.m | N.m | 24 | 15 | 17 | 18 | Kursutveckling 12 mån | |
| | | | | 12 | 3 | 5 | 6 | | |
| Kommande händelser | | | | EBIT, just. | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | |
| Q4 - rapport | 21 februari 2025 | | | EPS-tillväxt, just. | -21% | -99% | N.m. | 36% | |
| Q1 - rapport | 07 maj 2025 | | | EK/aktie | 2,3 | 2,1 | 2,1 | 2,2 | |
| Bolagsfakta (m€) | | | | Utdelning per aktie | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | |
| Antal aktier | 44m | | | EBIT-marginal | 15,0% | Neg. | 7,1% | 8,2% | |
| Börsvärde | 17 | | | ROE, just. | 6,7% | 0,1% | 3,4% | 4,4% | |
| Nettoskuld | 29 | | | ROCE, just. | 10,6% | 2,8% | 5,3% | 6,3% | |
| EV | 46 | | | EV/Sales | 1,2x | 0,7x | 0,7x | 0,6x | |
| Free float | 74% | | | EV/EBITDA | 4,1x | 3,1x | 2,7x | 2,5x | |
| Daglig handelsvolym, snitt | 135k | | | EV/EBIT | 8,2x | 16,5x | 9,2x | 7,4x | |
| Bloomberg Ticker | RAKE SS EQUITY | | | P/E, just. | 10,3x | N.m. | 5,5x | 4,1x | |
| Analytiker | | | | P/EK | 0,7x | 0,2x | 0,2x | 0,2x | |
| Rikard Engberg | | | | Direktavkastning | 0,0% | 0,0% | 19,2% | 25,5% | |
| rikard.engberg@carnegie.se | | | | FCF yield | 23% | 23% | 87% | 91% | |
| | | | | Nettoskuld/EBITDA | -0,1x | -0,1x | 0,1x | -0,2x | |
| | | | | | | | | Intressekonflikter | |
| | | | | | | | | Yes | No |
| | | | | | | | | Likviditetsgarant | ✓ |
| | | | | | | | | Certified adviser | ✓ |
| | | | | | | | | Transaktioner 12m | ✓ |

Investment case

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

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 skuldsättning 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 väsentlig del av marknadsvärdet för Raketech.

Bolagsprofil

Raketech är ett affiliatebolag. Affiliation innebär att bolaget driver hemsidor som förser kunderna, i detta fall speloperatörer liksom 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 30% av allt spelande online medan fysiska kasinon och spelbutiker står för resterande del. Tillväxten för iGaming-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 övergången från offline till online 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 städats upp i verksamheten och kommer kunna dra nytta av den höga strukturella tillväxten på bland annat de nordamerikanska och latinamerikanska marknaderna.

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 10–16 kr, (14-18). Vi anser att den minskade osäkerheten kring tilläggsköpeskillingar kommer kunna agera katalysator för kursen.

Då Affiliation Cloud fortfarande befinner sig i ett tidigt stadium har vi inte inkluderat affärsområdet 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.

Kvartalet i korthet

Affiliation marketing: Omsättningen i kvartalet för segmentet uppgick till EUR 6,8m vilket motsvarar en minskning om 28,3% y/y. Minskningen är hänförlig till att bolagets japanska tillgångar, Casumba, inte har återhämtat sig från vårens tapp i ranking som en följd av de Google-uppdateringar som skedde. Vidare har bolaget påverkats negativt av den höjning av spelskatten som genomförts på den svenska marknaden. Efter kvartalets utgång har bolaget ingått ett strategiskt samarbete med grundarna av det förvärvade bolaget Slots. Vi bedömer att samarbetet kommer kunna ge utveckling och tillväxt på berörda marknader.

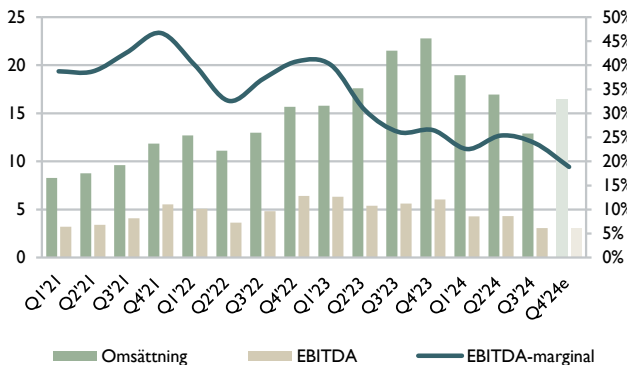
Sub-affiliation: Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 5,5m vilket motsvarar en minskning om 50,8%. Bolaget har under kvartalet sett stora problem hos sina partners inom paid marketing. Problemen började under Q2'24 och har under kvartalet förvärrats. Bolaget ser en mindre förbättring i inledningen av Q4'24. Historiskt har segmentet varit volatilt vilket bevisades under 2023 då det växte med 195% y/y. Under kvartalet har AffiliationCloud, bolagets mjukvara och plattform för sub-affiliation, fortsatt att växa och har tecknat avtal med en större amerikansk operatör. Vi bedömer denna intäcksström vara betydligt mindre volatil och ha en högre bruttomarginal än intäkterna inom paid marketing.

Betting tips and subscription income: Omsättningen från segmentet uppgick till EUR 0,7m vilket motsvarar en minskning om 29,2%. Rensat för de nyligen avyttrade tillgångarna växte segmentet 24% y/y.

Justerad EBITDA i kvartalet uppgick till EUR 3,1m vilket motsvarar en marginal om 24,1%. Det fria kassaflödet före tilläggsköpeskillningar uppgick till EUR 3,8m. Givet den svaga intjäningen i kvartalet har marginalen ned till de stundande tilläggsköpeskillningarna minskat. Vi bedömer att oro kring dessa kommer pressa aktien framöver, såvida de operativa problemen inte vänder.

Vi bedömer botten kan vara nådd i Q3...

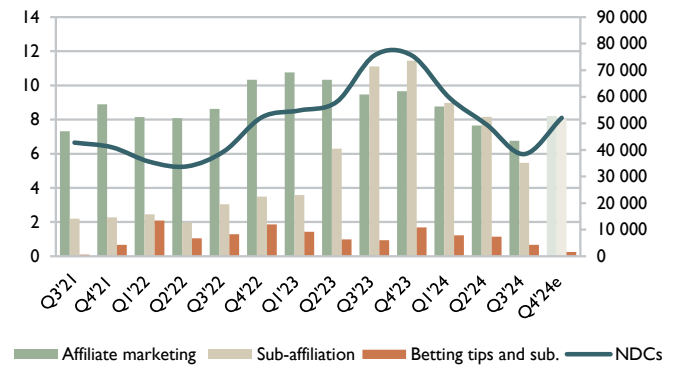
Försäljning och EBITDA (EURm)



Källa: Penser by Carnegie

..men fortsatt utmanande jämförelsetal i Q4

Försäljning mix (EURm) och FTDs

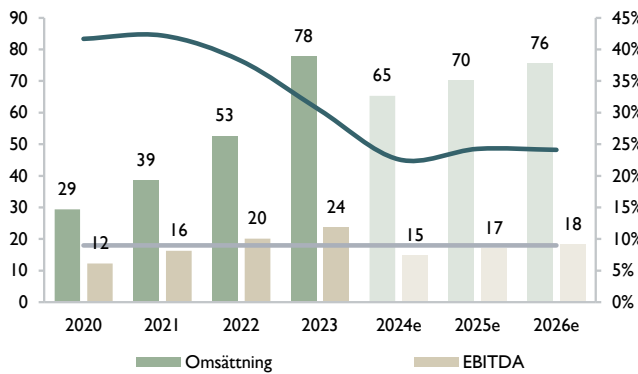


Källa: Penser by Carnegie

Raketech i grafer

Vi räknar med att bolaget når strax under guidning

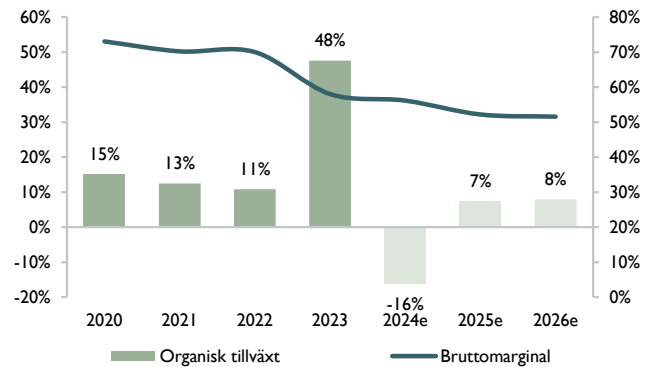
Försäljning och EBITDA (EURm)



Källa: Raketech, Penser by Carnegie

Ändrad mix stärker tillväxt men pressar marginal

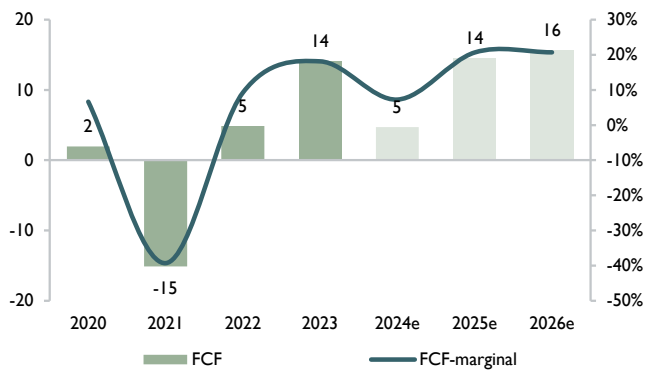
Organisk tillväxt och bruttomarginal



Källa: Raketech, Penser by Carnegie

Starka kassaflöden kan leda till...

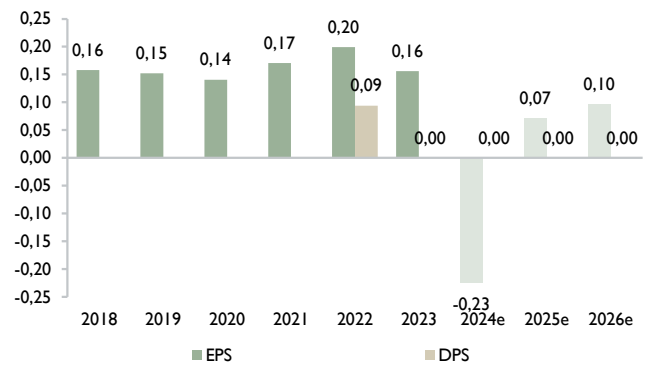
Fritt kassaflöde (EURm) och FCF-marginal



Källa: Raketech, Penser by Carnegie

...hög återbäring till aktieägare

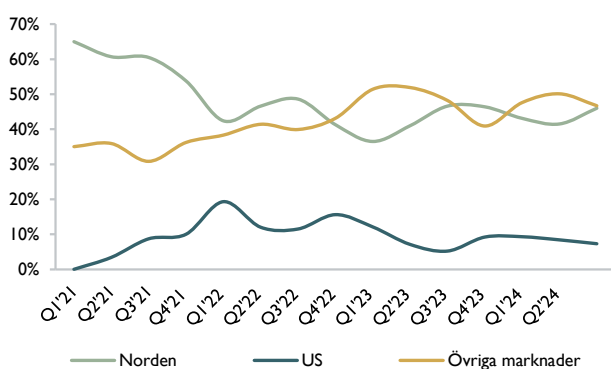
EPS och DPS



Källa: Raketech, Penser by Carnegie

Ökad geografisk diversifiering...

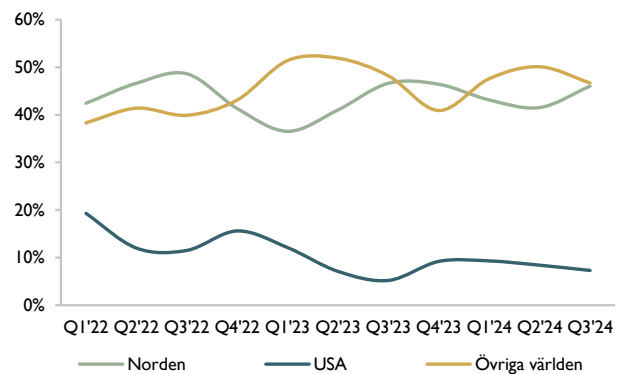
Geografisk split



Källa: Raketech

...men högre andel engångsintäkter

Geografisk fördelning



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 | 7,6 | 6,8 | 8,2 |
| Sub-affiliation | 2,5 | 2,0 | 3,1 | 3,5 | 3,6 | 6,3 | 11,1 | 11,4 | 9,0 | 8,2 | 5,5 | 8,0 |
| Betting tips and sub. | 2,1 | 1,1 | 1,3 | 1,9 | 1,4 | 1,0 | 0,9 | 1,7 | 1,2 | 1,1 | 0,7 | 0,3 |
| Totala Intäkter | 12,7 | 11,1 | 13,0 | 15,7 | 15,8 | 17,6 | 21,5 | 22,8 | 19,0 | 17,0 | 12,9 | 16,5 |
| COGS | -3,6 | -2,7 | -3,6 | -4,3 | -4,2 | -6,6 | -10,5 | -11,3 | -8,3 | -7,4 | -5,2 | -6,0 |
| Bruttoresultat | 9,1 | 8,4 | 9,4 | 11,4 | 11,6 | 11,0 | 11,0 | 11,5 | 10,7 | 9,5 | 7,7 | 10,5 |
| Personalkostnader | -2,1 | -2,2 | -2,1 | -2,3 | -2,3 | -2,6 | -2,5 | -2,6 | -3,2 | -2,5 | -2,2 | -2,3 |
| Övriga kostnader | -1,9 | -2,0 | -1,9 | -2,3 | -2,8 | -2,8 | -2,9 | -2,9 | -3,2 | -2,8 | -2,4 | -3,4 |
| Av- och nedskrivningar | -1,9 | -1,8 | -1,9 | -2,1 | -2,3 | -3,0 | -3,4 | -3,3 | -3,0 | -13,3 | -2,7 | -3,0 |
| EBIT | 3,3 | 2,4 | 3,6 | 4,7 | 4,2 | 2,5 | 2,2 | 2,8 | 1,3 | -8,9 | 0,4 | 1,8 |
| 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 | 0,5 | -9,5 | -0,7 | 0,5 |
| Skatt | -0,3 | -0,1 | -0,3 | -1,0 | -0,2 | -0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | 0,0 |
| Periodens resultat | 2,7 | 2,0 | 2,9 | 3,0 | 3,3 | 1,7 | 1,5 | 1,9 | 0,3 | -9,7 | -0,8 | 0,5 |
| Affiliate marketing tillväxt y/y | 0 | 0 | 0 | 0 | 32% | 28% | 10% | -7% | -18% | -26% | -29% | -15% |
| Sub-affiliation tillväxt y/y | 0 | 0 | 0 | 0 | 46% | 217% | 264% | 228% | 150% | 30% | -51% | -30% |
| Betting tips and sub tillväxt y/y | 0 | 0 | 0 | 0 | -31% | -6% | -28% | -9% | -15% | 16% | -29% | -85% |
| Bruttomarginal | 72% | 76% | 73% | 72% | 73% | 62% | 51% | 51% | 56% | 56% | 59% | 63% |
| EBITDA | 5,2 | 4,2 | 5,5 | 6,8 | 6,5 | 5,5 | 5,6 | 6,0 | 4,3 | 4,3 | 3,1 | 4,8 |
| EBITDA-marginal | 41% | 38% | 42% | 43% | 41% | 31% | 26% | 27% | 23% | 25% | 24% | 29% |
| EBIT-marginal | 26% | 21% | 28% | 30% | 27% | 14% | 10% | 12% | 7% | -53% | 3% | 11% |
| EPS | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,2 | 0,0 | 0,0 |

Källa: Penser by Carnegie

Estimatförändringar

| | Estimatförändringar | | | | | | |
|------------------------------|---------------------|------------|------------|---------------------------|-------------|------------|------------|
| | Nya estimat | | | Gamla estimat | | | |
| | 2024e | 2025e | 2026e | 2024e | 2025e | 2026e | |
| Försäljning | 65 | 70 | 76 | Försäljning | 72 | 79 | 85 |
| COGS | -29 | -34 | -37 | COGS | -33 | -39 | -43 |
| Rörelsens kostnader | -23 | -20 | -21 | Rörelsens kostnader | -23 | -21 | -21 |
| Av- och nedskrivningar | -22 | -12 | -12 | Av- och nedskrivningar | -22 | -12 | -12 |
| EBIT | 3 | 5 | 6 | EBIT | 5 | 7 | 9 |
| Finansnetto | -2 | -2 | -2 | Finansnetto | -2 | -2 | -2 |
| Resultat före skatt | 1 | 3 | 5 | Resultat före skatt | 2 | 6 | 8 |
| Skatt | 0 | 0 | 0 | Skatt | -1 | 0 | -1 |
| Periodens resultat | 0 | 3 | 4 | Periodens resultat | 2 | 5 | 7 |
| EPS | -0,2 | 0,1 | 0,1 | EPS | -0,2 | 0,1 | 0,2 |
| EBITDA | 15 | 17 | 18 | EBITDA | 17 | 19 | 21 |
| Estimatförändringar % | | | | | | | |
| Försäljning | -9,7% | -11,2% | -11,3% | | | | |
| EBITDA | -12,6% | -11,5% | -13,7% | | | | |
| EPS | nm | nm | nm | | | | |

Källa: Penser by Carnegie

Värdering

DCF

| Värdering | WACC-antaganden | Antaganden terminalvärde |
|---|-----------------|---|
| Nuvärdet av fria kassaflöden | 41 | Risikfri ränta 2,5% Långsiktig tillväxt 2,0% |
| Nuvärdet av terminalvärde | 47 | Risikpremium 5,5% Långsiktig EBIT-marginal 28,0% |
| Företagsvärde (EV) | 88 | Småbolagspremium 6,0% Avskrivningar, % av omsättning 2,0% |
| Nettoskuld, senast rapporterad | 32 | Extra riskpremium 1,0% Capex, % av omsättning 3,0% |
| Minoritetsintressen och övrigt | 0 | WACC 15,0% Rörelsekapital, % av omsättning 3,8% |
| Eget kapital | 70 | Skattesats 12,0% |
| Antal utstående aktier, full utspädning | 44 | Terminalvärde, % av EV 53,7% |
| Eget kapital per aktie (kr) | 13 | |

Känslighetsanalys

| | Långsiktig tillväxt | | | | | | Långsiktig EBIT-marginal | | | | | |
|-------------|---------------------|------|------|------|------|----|--------------------------|-------|-------|-------|-------|----|
| | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | | 20,0% | 22,5% | 25,0% | 22,5% | 25,0% | |
| | 14,0% | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 14,0% | 14 | 16 | 18 | 16 | 18 |
| | 14,5% | 12 | 13 | 14 | 14 | 15 | 14,5% | 13 | 15 | 17 | 15 | 17 |
| WACC | 15,0% | 11 | 12 | 13 | 13 | 14 | WACC 15,0% | 13 | 14 | 16 | 14 | 16 |
| | 15,5% | 10 | 11 | 12 | 12 | 13 | 15,5% | 12 | 13 | 15 | 13 | 15 |
| | 16,0% | 10 | 10 | 11 | 11 | 12 | 16,0% | 11 | 12 | 14 | 12 | 14 |

Källa: Penser by Carnegie

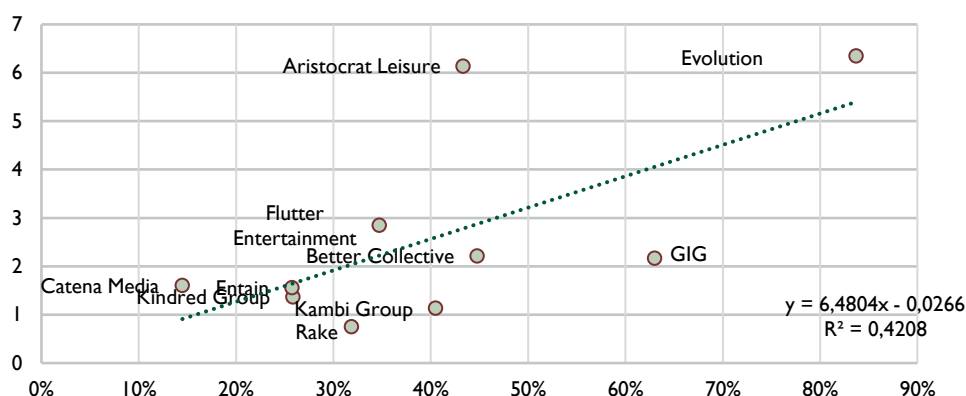
Referensgrupp

| Valuation | MCAP | EV | | EV / Sales | | | EV / EBITDA | | | EV / EBIT | | |
|-----------------------|------|--------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | | (eur) | (eur) | LTM | 2025 | 2026 | LTM | 2025 | 2026 | LTM | 2025 | 2026 |
| Gentoo Media | | 286 | 355 | 3,02x | 2,40x | 2,17x | 6,9x | 4,9x | 4,4x | 11,4x | 6,7x | 5,7x |
| Kindred Group | | -- | 2 290 | 1,61x | 1,44x | 1,37x | 7,8x | 6,9x | 6,3x | 10,4x | 9,0x | 8,0x |
| Kambi Group | | 287 | 225 | 1,30x | 1,24x | 1,14x | 5,5x | 3,6x | 3,3x | 10,0x | 9,4x | 6,3x |
| Better Collective | | 760 | 977 | 2,77x | 2,49x | 2,22x | 9,2x | 7,1x | 6,3x | 13,9x | 9,9x | 8,4x |
| Evolution | | 17 832 | 16 955 | 8,60x | 7,16x | 6,35x | 12,5x | 10,3x | 9,0x | 13,9x | 11,3x | 9,9x |
| Flutter Entertainment | | 44 640 | 49 725 | 4,36x | 3,24x | 2,85x | 30,3x | 16,2x | 13,2x | 129,2x | 22,9x | 16,7x |
| Entain | | 5 755 | 10 203 | 1,74x | 1,62x | 1,56x | 8,3x | 7,6x | 7,0x | 21,6x | 11,8x | 9,8x |
| Aristocrat Leisure | | 25 737 | 26 571 | 6,55x | 6,16x | 6,12x | 17,8x | 15,8x | 15,0x | 22,1x | 19,3x | 18,3x |
| Catena Media | | 28 | 82 | 1,52x | 1,79x | 1,61x | 47,0x | 14,0x | 9,7x | nm | 239,2x | 27,7x |
| Raketech Group | | 25 | 54 | 0,76x | 0,77x | 0,72x | 3,1x | 3,7x | 3,0x | nm | 10,8x | 8,7x |
| Mean | | | | 3,22x | 2,83x | 2,61x | 14,8x | 9,0x | 7,7x | 29,1x | 35,0x | 12,0x |
| Median | | | | 2,26x | 2,10x | 1,89x | 8,8x | 7,4x | 6,6x | 13,9x | 11,0x | 9,2x |

Källa: Factset

Värdeskapande

X-värdeskapande, Y EV/sales 2026



Källa: Factset

| Resultaträkning | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Nettoomsättning | 26 | 24 | 29 | 39 | 53 | 78 | 65 | 70 | 76 |
| Kostnad sålda varor | -2 | -5 | -8 | -11 | -16 | -33 | -29 | -34 | -37 |
| Bruttoresultat | 23 | 19 | 21 | 27 | 37 | 45 | 37 | 37 | 39 |
| Övriga rörelsekostnader | -9 | -8 | -9 | -11 | -17 | -21 | -22 | -20 | -21 |
| EBITDA | 14 | 12 | 12 | 16 | 20 | 24 | 14 | 17 | 18 |
| Jämförelsestörande poster | - | - | - | - | - | - | -1 | - | - |
| EBITDA, justerad | 14 | 12 | 12 | 16 | 20 | 24 | 15 | 17 | 18 |
| EBITA, justerad | 14 | 12 | 12 | 16 | 20 | 24 | 15 | 17 | 18 |
| Avskrivningar immateriella tillgångar | -2 | -5 | -5 | -7 | -8 | -12 | -22 | -12 | -12 |
| EBIT | 13 | 7 | 7 | 9 | 12 | 12 | -8 | 5 | 6 |
| EBIT, justerad | 13 | 7 | 7 | 9 | 12 | 12 | 3 | 5 | 6 |
| Finansnetto | -6 | -1 | -1 | -2 | -2 | -4 | -2 | -2 | -2 |
| Resultat före skatt | 6 | 6 | 6 | 8 | 10 | 7 | -10 | 3 | 5 |
| Resultat före skatt, justerad | 6 | 6 | 6 | 8 | 10 | 7 | 1 | 3 | 5 |
| Total skatt | 0 | 0 | 0 | -1 | -2 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat | 6 | 6 | 5 | 7 | 8 | 7 | -11 | 3 | 4 |
| Nettoresultat, justerad | 6 | 6 | 5 | 7 | 8 | 7 | 0 | 3 | 4 |
| Omsättningsstillväxt | Neg. | -6% | 23% | 31% | 37% | 48% | -16% | 7% | 8% |
| Bruttomarginal | 91,6% | 81,1% | 73,0% | 70,2% | 70,0% | 57,8% | 56,1% | 52,2% | 51,5% |
| EBIT-marginal, justerad | 49,7% | 29,4% | 23,3% | 24,5% | 23,6% | 15,0% | 4,3% | 7,1% | 8,2% |
| EPS, justerad | 0,16 | 0,15 | 0,14 | 0,18 | 0,20 | 0,15 | 0,00 | 0,07 | 0,10 |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | -4% | -7% | 26% | 9% | -21% | -99% | N.m. | 36% |

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

| Kassaflödesanalys | | | | | | | | | |
|---|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| EBIT | 13 | 7 | 7 | 9 | 12 | 12 | -8 | 5 | 6 |
| Övriga kassaflödesposter | 2 | 3 | 5 | 7 | 8 | 12 | 22 | 12 | 12 |
| Förändringar i rörelsekapital | -1 | 0 | 0 | -2 | -1 | -2 | 5 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 14 | 10 | 12 | 15 | 19 | 21 | 19 | 17 | 18 |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | -17 | -9 | -13 | -15 | -12 | -6 | -15 | -2 | -2 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | 0 | 0 | 3 | -14 | 0 | - | - | - | - |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -17 | -9 | -10 | -29 | -12 | -6 | -15 | -2 | -2 |
| Fritt kassaflöde | -2 | 2 | 3 | -14 | 7 | 16 | 4 | 15 | 16 |
| Nyemission / återköp | 32 | -6 | -2 | 12 | - | - | - | - | - |
| Förändring av skulder | -23 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | -14 | -15 | -9 |
| Utdelningar | - | - | - | - | 0 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -2 | -1 | -2 | -2 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | 10 | -6 | -2 | 12 | 0 | -8 | -15 | -17 | -11 |
| Kassaflöde | 7 | -5 | 1 | -2 | 7 | 8 | -11 | -2 | 5 |
| Nettoskuld | 0 | -1 | -3 | 12 | 7 | -3 | -1 | 1 | -3 |

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

Balansräkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | | |
| Goodwill | 0 | 0 | 0 | 4 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga immateriella tillgångar | 66 | 73 | 81 | 124 | 131 | 139 | 116 | 106 | 96 |
| Övriga anläggningstillgångar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| Summa anläggningstillgångar | 66 | 74 | 81 | 128 | 132 | 141 | 118 | 108 | 98 |
| Kundfordringar | 4 | 4 | 5 | 6 | 8 | 12 | 8 | 9 | 9 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 8 | 4 | 5 | 3 | 8 | 13 | 3 | 1 | 6 |
| Summa omsättningstillgångar | 12 | 8 | 10 | 9 | 16 | 25 | 11 | 10 | 16 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 78 | 82 | 91 | 137 | 148 | 166 | 129 | 118 | 114 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | | |
| Eget kapital | 59 | 65 | 71 | 85 | 97 | 99 | 91 | 94 | 98 |
| Summa eget kapital | 59 | 65 | 71 | 85 | 97 | 99 | 91 | 94 | 98 |
| Långfristiga räntebärande skulder | 8 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga långfristiga skulder | 5 | 7 | 10 | 20 | 26 | 31 | 23 | 13 | 5 |
| Summa långfristiga skulder | 13 | 10 | 10 | 20 | 26 | 31 | 23 | 13 | 5 |
| Kortfristiga räntebärande skulder | 0 | 0 | 2 | 15 | 15 | 10 | 2 | 2 | 2 |
| Leverantörsskulder | 4 | 2 | 2 | 3 | 4 | 7 | 6 | 6 | 7 |
| Övriga kortfristiga skulder | 3 | 5 | 6 | 15 | 6 | 19 | 7 | 2 | 1 |
| Summa kortfristiga skulder | 7 | 7 | 10 | 32 | 25 | 35 | 15 | 11 | 10 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 78 | 82 | 91 | 137 | 148 | 166 | 129 | 118 | 113 |

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% | -16% | 7% | 8% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg. | -20% | 6% | 33% | 24% | 17% | -37% | 15% | 7% |
| EBIT-tillväxt, justerad | Neg. | -45% | -3% | 38% | 32% | -6% | -76% | 79% | 25% |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | -4% | -7% | 26% | 9% | -21% | -99% | N.m. | 36% |
| Bruttomarginal | 91,6% | 81,1% | 73,0% | 70,2% | 70,0% | 57,8% | 56,1% | 52,2% | 51,5% |
| EBITDA-marginal | 56,3% | 48,3% | 41,7% | 42,2% | 38,2% | 30,4% | 21,4% | 24,3% | 24,1% |
| EBITDA-marginal, justerad | 56,3% | 48,3% | 41,7% | 42,2% | 38,2% | 30,4% | 22,6% | 24,3% | 24,1% |
| EBIT-marginal | 49,7% | 29,4% | 23,3% | 24,5% | 23,6% | 15,0% | Neg. | 7,1% | 8,2% |
| EBIT-marginal, justerad | 49,7% | 29,4% | 23,3% | 24,5% | 23,6% | 15,0% | 4,3% | 7,1% | 8,2% |
| Vinst-marginal, justerad | 23,7% | 24,3% | 18,5% | 18,9% | 16,0% | 8,5% | 0,1% | 4,4% | 5,6% |

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

Avkastning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | Neg. | 9% | 8% | 9% | 9% | 7% | 0% | 3% | 4% |
| ROCE, justerad | Neg. | 10% | 10% | 11% | 12% | 11% | 3% | 5% | 6% |
| ROIC, justerad | Neg. | 11% | 10% | 11% | 12% | 12% | 3% | 5% | 7% |

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% | 12% | 13% | 13% |
| Leverantörsskulder / KSV | >100% | 37% | 31% | 22% | 27% | 20% | 20% | 19% | 19% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 59% | 58% | 60% | >100% | 77% | 65% | 29% | 20% | 18% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | -9% | -12% | -12% | -29% | -5% | -17% | -7% | 1% | 2% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,4x | 0,3x | 0,4x | 0,4x | 0,5x | 0,7x | 0,7x | 0,7x | 0,7x |

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 | -1 | 1 | -3 |
| Soliditet | 75% | 79% | 78% | 62% | 65% | 60% | 70% | 80% | 87% |
| Nettoskuldsättningsgrad | 0,0x | 0,0x | 0,0x | 0,1x | 0,1x | 0,0x | 0,0x | 0,0x | 0,0x |
| Nettoskuld / EBITDA | 0,0x | -0,1x | -0,2x | 0,7x | 0,3x | -0,1x | -0,1x | 0,1x | -0,2x |

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

Aktiedata

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|-------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS | 0,16 | 0,15 | 0,14 | 0,18 | 0,20 | 0,15 | -0,25 | 0,07 | 0,10 |
| EPS, justerad | 0,16 | 0,15 | 0,14 | 0,18 | 0,20 | 0,15 | 0,00 | 0,07 | 0,10 |
| FCF per aktie | -0,06 | 0,04 | 0,07 | -0,34 | 0,15 | 0,37 | 0,09 | 0,34 | 0,35 |
| Utdelning per aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,00 | 0,08 | 0,10 |
| Eget kapital per aktie | 1,53 | 1,70 | 1,83 | 1,99 | 2,22 | 2,35 | 2,06 | 2,13 | 2,23 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 38,3 | 38,3 | 38,8 | 42,7 | 43,5 | 42,3 | 44,2 | 44,2 | 44,2 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 38,3 | 38,3 | 38,5 | 40,7 | 43,1 | 42,9 | 43,2 | 44,2 | 44,2 |

Källa: Raketech Group Holding, Penser by Carnegie

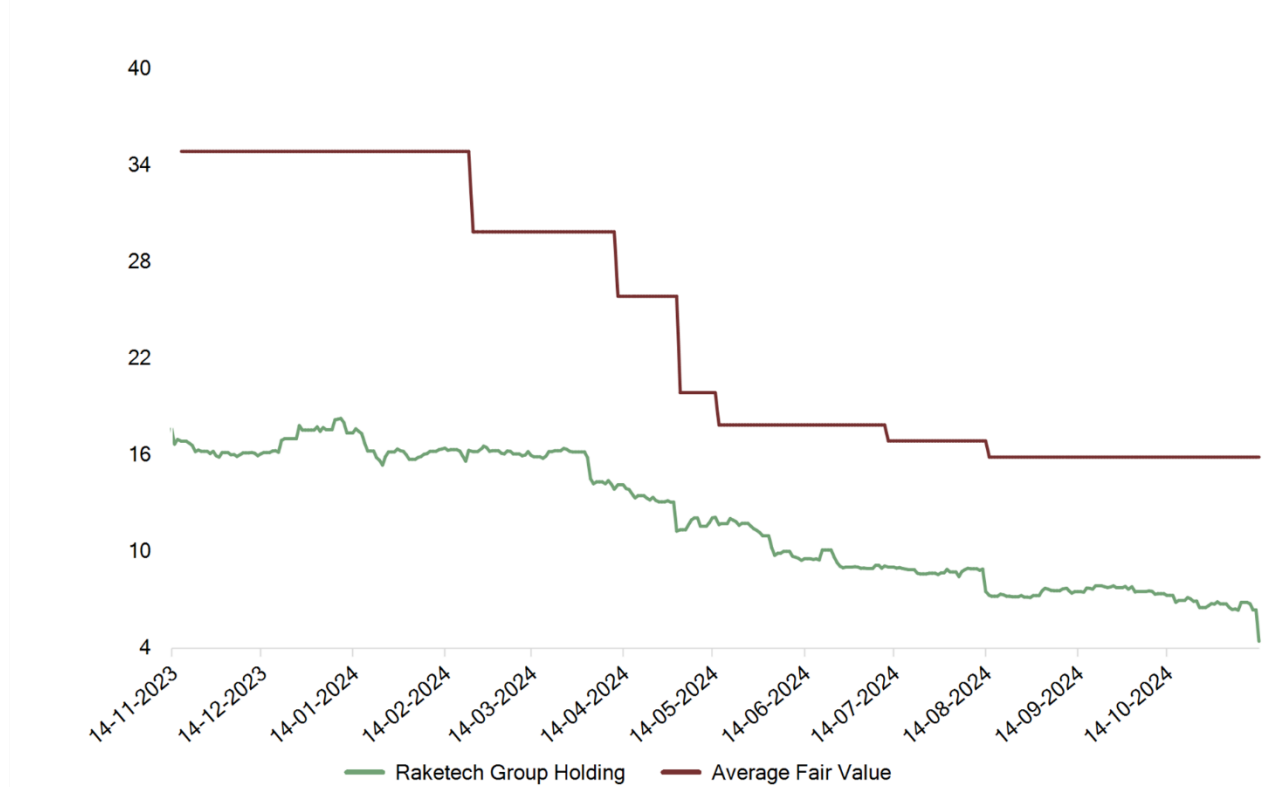
Värdering

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | 12,2x | 5,9x | 7,6x | 13,0x | 8,1x | 10,3x | 100x | 5,5x | 4,1x |
| P/EK | 1,3x | 0,5x | 0,6x | 1,2x | 0,7x | 0,7x | 0,2x | 0,2x | 0,2x |
| P/FCF | Neg. | 22,0x | 15,5x | Neg. | 10,4x | 4,3x | 4,3x | 1,2x | 1,1x |
| FCF-yield | Neg. | 5% | 6% | Neg. | 10% | 23% | 23% | 87% | 91% |
| Direktavkastning | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 5,9% | 0,0% | 0,0% | 19,2% | 25,5% |
| Utdelningsandel, justerad | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 48,0% | 0,0% | 0,0% | >100% | >100% |
| EV/Sales | 2,9x | 1,4x | 1,3x | 2,8x | 1,4x | 0,9x | 0,7x | 0,7x | 0,6x |
| EV/EBITDA, justerad | 5,1x | 2,8x | 3,0x | 6,6x | 3,7x | 2,8x | 3,1x | 2,7x | 2,5x |
| EV/EBIT, justerad | 5,7x | 4,7x | 5,4x | 11,4x | 6,0x | 5,7x | 16,5x | 9,2x | 7,4x |
| EV | 73 | 33 | 37 | 107 | 74 | 67 | 46 | 46 | 46 |
| Aktiekurs | 19,5 | 9,5 | 10,8 | 23,9 | 17,7 | 17,7 | 4,6 | 4,6 | 4,6 |

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 företagens 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