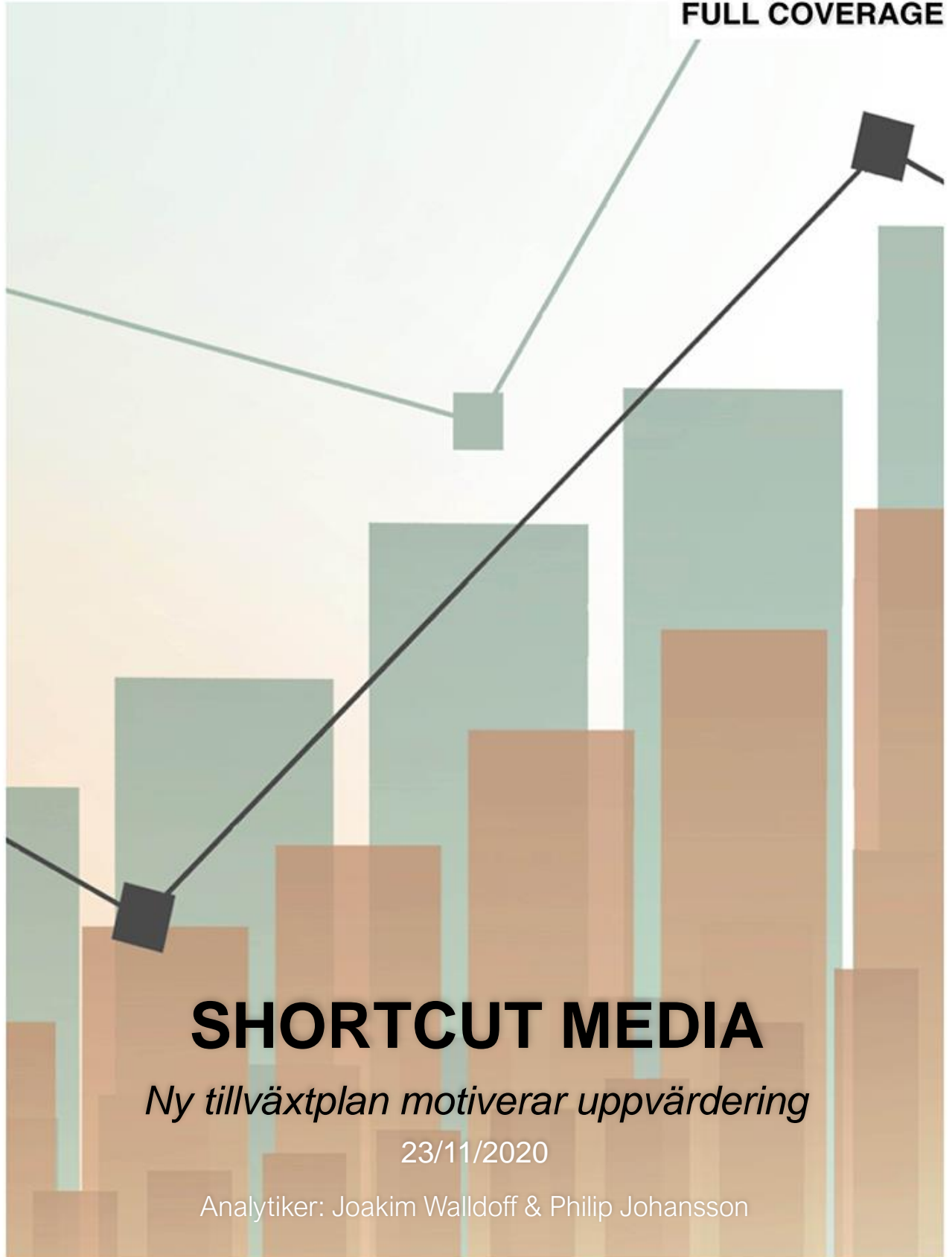


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## SHORTCUT MEDIA

*Ny tillväxtplan motiverar uppvärdering*

23/11/2020

Analytiker: Joakim Walldoff & Philip Johansson

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

Shortcut Media ("SMG" eller "Bolaget") är en mediekoncern inom filmkommunikation som utgörs av dotterbolagen Bond Street Film och Oddway Film. SMG är främst verksamma på den svenska marknaden, och tillhandahåller ett komplett erbjudande för att hantera alla beståndsdelar i att producera rörligt material. Kundbasen består bland annat av storföretag, datorspelsutvecklare, OTT/TV-distributörer och myndigheter. Shortcut har varit noterat på Spotlight Stock Market sedan år 2016.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q3-20	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9
Finansiell Prognos	10-12
Värdering	13-16
Bull & Bear	17
VD-intervju	18-19
Ledning & Styrelse	20
Appendix	21-22
Disclaimer	23

## VÄRDEDRIVARE

9 av 10

SMG estimeras, givet att Bolaget lyckas exekvera på sin tillväxtplan, växa sin omsättning kraftigt framgent, dels genom organisk såväl som förvärvsdriven tillväxt. Om SMG därtill kan visa på en EBITA-marginal i spannet 5-10 %, som är Bolagets målsättning, finns betydande uppsida framöver i aktien, anser Analyst Group.

## HISTORISK LÖNSAMHET

7 av 10

SMG har, om avskrivningar för Goodwill räknas bort, visat lönsamhet samtliga år sedan Bolaget noterades under 2016, förutom år 2018. EBITA-marginalen har svängt över tid, men Bolaget visade för räkenskapsåret 2019 den högsta EBITA-marginalen sedan år 2016. Hittills under 2020 har SMG visat på starka EBITA-marginaler, givet den rådande situationen med Covid-19, men det återstår att se hur väl Bolaget kan hantera kostnadsbasen i takt med att de börjar förvärva bolag.

## LEDNING & STYRELSE

9 av 10

Ledningen och styrelsen i SMG består av ett starkt team, med flera nyckelpersoner som både har varit engagerade i Bolaget under en längre tid, samt har lång erfarenhet från olika, och för SMG relevanta, branscher. Insiderägandet i SMG är stort, med ca 50 % av Bolaget ägt av insiders, vilket inger förtroende som aktieägare.

## RISKPROFIL

4 av 10

Den finansiella risken i SMG bedöms som relativt låg, då Bolaget har en liten nettokassa och då Bolaget är lönsamma på rörelsenivå (EBITA). Det som gör att riskprofilen ökar något är att Bolaget är verksamt på en konjunkturkänslig och snabbväxande bransch, samt viss osäkerhet kring hur Bolagets tillväxtplan fram till år 2022 faller ut.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

**Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse** sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

**Riskprofil** sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

SMG är en mediakoncern som erbjuder bland annat trailers, beställnings- och reklamfilm samt 3D-animation och visuella effekter, genom varumärkena Bond Street, Shortcut, Oddway och Frost Studio. I ett Base scenario estimeras SMG omsätta 83,0 MSEK under år 2021, med ett justerat nettoresultat om ca 3,7 MSEK. Givet ett justerat P/E-tal om 12,0x, ger detta ett motiverat pris per aktie om ca 3,68 kr.

#### ▪ Ska dubbla verksamheten fram till år 2022

I samband med bolagets Q3-20 rapport, så offentliggjorde SMG en ny tillväxtplan, som kommer innebära att organisationen ska fördubblas fram till år 2022, och öka omsättningen till 120 MSEK. Bolaget kommer samtidigt sträva efter att behålla en rörelsemarginal (EBITA) inom spannet 5 till 10 %, vilket skulle kunna innebära ett EBITA-resultat mellan 6-12 MSEK under år 2022. SMG planerar att uppnå dessa mål genom att dels fortsätta växa organiskt, samt dels genom att göra kompletterande förvärv, som kommer bredda och förstärka organisationen.

#### ▪ Verkar på en växande marknad

SMG är aktiva på den svenska media- och filmkommunikationsmarknaden, vilket är en marknad under tillväxt, som väntas växa med 8 % under år 2021. Bolaget är därtill starkt inom områden på den svenska media- och filmkommunikationsmarknaden som växer snabbare än marknaden som helhet, områden såsom sociala medier och online video, som båda väntas visa en tvåsiffrig tillväxt under år 2021. Analyst Group bedömer även att chanserna för SMG att ta marknadsandelar framgent är goda, och att möjligheterna att ta marknadsandelar kommer öka i takt med att SMG växer som bolag, och utökar sitt utbud av tjänster ytterligare.

#### ▪ Värderas till 3,68 kr i ett Base scenario

I ett Base scenario förväntas SMG exekvera på sin tillväxtplan, och fortsätta växa verksamheten efter ett tufft 2020. Bolaget estimeras visa ett justerat nettoresultat om 3,7 MSEK och 5,0 MSEK under år 2021 respektive år 2022. Baserat på det prognostiserade justerade nettoresultatet, och applicerad multipelvärdning, härleds ett motiverat värde per aktie om ca 3,68 kr på år 2021 prognos.

#### ▪ Komplexa försäljningsprocesser är en risk

Det föreligger en risk i att tidigare ingångna ramavtal kan komma att justeras framgent, ett exempel på en sådan händelse är det avtal med Discovery som kommer justeras ned med start i fjärde kvartalet under räkenskapsåret 2020. För en investerare är det därmed viktigt att bevaka hur SMG:s nyförsäljning utvecklas under 2020 och framgent, och hur Bolaget kommunicerar kring rådande konjunkurläge och dess påverkan.

### AKTIEKURS | 3,10 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL 2021 ÅRS PROGNOSE

<b>BEAR</b> 2,57 kr	<b>BASE</b> 3,68 kr	<b>BULL</b> 5,40 kr
------------------------	------------------------	------------------------

#### SHORTCUT MEDIA (SMG)

Senast betalt (2020-11-22)	3,10
Antal Aktier (st.)	10 075 487
Market Cap (MSEK)	31,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-0,4
Enterprise Value (MSEK)	30,8
V.52 prisintervall (SEK)	1,2 – 4,30
Lista	Spotlight Stock Market

#### UTVECKLING

1 månad	9,9 %
3 månader	30,3 %
1 år	14,8 %
YTD	6,9 %

#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Anders Brinck	21,7 %
Lennart Larsson	10,6 %
Nordnet Pensionsförsäkring	8,0 %
Fredrik Larsson	7,8 %
Onoterat AB	5,4 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Anders Brinck
Styrelseordförande	Anders Uhnér

#### FINANSIELL KALENDER

Bokslutskommuniké 2020	2021-02-24
------------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Omsättning</b>	<b>68,8</b>	<b>57,1</b>	<b>83,0</b>	<b>105,2</b>
<i>Omsättningstillväxt</i>	<i>15,1%</i>	<i>-17,0%</i>	<i>45,5%</i>	<i>26,7%</i>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>43,1</b>	<b>35,8</b>	<b>52,1</b>	<b>66,3</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>62,6%</i>	<i>62,6%</i>	<i>62,8%</i>	<i>63,0%</i>
<b>EBITA</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>6,4</b>
<i>EBITA-marginal</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,1%</i>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>
<i>Nettomarginal</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,1%</i>
EV/EBITA	10,3	11,4	6,5	4,8
P/E	-60,2	-237,8	20,3	11,1
Justerat P/E	9,8	18,2	10,1	7,5

# KOMMENTAR Q3-20

SMG levererade en stark rapport enligt Analyst Group, särskilt givet den negativa påverkan som Coronakrisen fortsätter ha på mediabranschen.

tSEK	Q3-19	Q3-20 Estimat	Q3-20 utfall
Nettoomsättning	13 450	11 600	10 557
Aktiverat arbete för egen räkning	0		
Övriga rörelseintäkter	0		
<b>Totala intäkter</b>	<b>13 450</b>	<b>11 600</b>	<b>10 557</b>
Råvorer och förnödenheter	-5 992	-5 100	-3 712
<b>Bruttoresultat</b>	<b>7 458</b>	<b>6 500</b>	<b>6 845</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>55,4 %</i>	<i>56,0 %</i>	<i>64,8 %</i>
Övriga externa kostnader	-2 770	-2 560	-1 214
Personalkostnader	-5 292	-4 540	-5 380
Övriga rörelsekostnader	0	0	0
SG&A	-8 062	-7 100	-6 594
<b>EBITDA</b>	<b>-607</b>	<b>-600</b>	<b>250</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-4,5 %</i>	<i>-5,2 %</i>	<i>2,4 %</i>
Avskrivningar av AT* ex. Goodwill	-137	-200	-105
<b>EBITA</b>	<b>-744</b>	<b>-800</b>	<b>145</b>
<i>EBITA-marginal</i>	<i>-5,5 %</i>	<i>-6,9 %</i>	<i>1,4 %</i>
Avskrivningar av Goodwill	-797	-800	-707
<b>EBIT</b>	<b>-1 541</b>	<b>-1 600</b>	<b>-563</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-11,5 %</i>	<i>-13,8 %</i>	<i>-5,3 %</i>
Finansnetto	-53	-300	-11
<b>EBT (Res. före skatt)</b>	<b>-1 593</b>	<b>-1 900</b>	<b>-571</b>
Skatt	273	300	-73
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1 320</b>	<b>-1 600</b>	<b>-644</b>
<b>Nettoresultat just. för Goodwillavskrivningar</b>	<b>-523</b>	<b>-800</b>	<b>105</b>
<i>Nettomarginal</i>	<i>-9,8 %</i>	<i>-13,8 %</i>	<i>-6,1 %</i>
<b>Hänf. till moderbolagets aktieägare</b>	<b>-1 331</b>	<b>-1 342</b>	<b>-733</b>
<b>Hänf. till minoritetsintresse</b>	<b>11</b>	<b>-258</b>	<b>88</b>

## SMG levererar en mycket stark rapport

Under Q3-20 så uppgick intäkterna till 10,6 MSEK (13,5), vilket motsvarar en intäktsminskning om ca -22 % Y-on-Y. EBITA-resultatet, rörelseresultatet justerat för goodwillavskrivningar, uppgick till 0,1 MSEK (-0,7), och rörelseresultatet (EBIT) blev under perioden -0,6 MSEK, upp från -1,5 MSEK för jämförbar period föregående år. På nettoresultatnivå så ökade resultatet från -1,3 MSEK till -0,6 MSEK. De tredje kvartalet är generellt ett semesterkvartal för SMG, och brukar historiskt alltid vara det svagaste kvartalet omsättningsmässigt. Med detta, likväl de tuffa förutsättningarna som fortsatt råder till följd av Covid-19, som bakgrund, anser Analyst Group att SMG levererar en mycket stark rapport, där särskilt förbättringen i EBITA-resultatet, trots omsättningstappet, är imponerande, då Bolaget vände till positivt EBITA-resultat och stärkte EBITA-marginalen från -5,5 % till 1,4 %.

## Över våra förväntningar på flera punkter

SMG levererade en bra rapport, och siffrorna kom in över våra förväntningar på flera punkter, där särskilt lönsamheten var över våra förväntningar. Omsättningen uppgick till 10,6 MSEK, att jämföra med estimerade 11,6, medan EBITA överträffade förväntningarna kraftigt, och uppgick till 0,1 MSEK jämfört med estimerade -0,8 MSEK, vilket är ett tecken på en mycket god kostnadskontroll från Bolaget i dessa Covid-19 tider. EBIT-resultat uppgick till -0,6 MSEK, också det över våra förväntningar, och att jämföra med vårt prognostiserade EBIT-resultat om -1,6 MSEK. Nettoresultat kom även det in över förväntningarna, och landade på -0,6 MSEK, jämfört med estimerade -1,6 MSEK.

## Utgivande av teckningsoptioner

SMG har under Bolagets tredje kvartal, i samband med Bolagets extra bolagsstämma den 10:e november 2020, bemyndigat utgivandet av maximalt 500 000 stycken teckningsoptioner, i incitamentssyfte. Lösenspriset per option kommer vara 4 kr per aktie, och löptiden 24 månader, och optionspriset kommer vara 0,72 kr per option, vilket innebär att break even priset per option blir 4,72 kr. Incitamentsprogrammet kommer erbjudas till maximalt tio personer i ledande befattningar inom SMG, och vid fullt utnyttjande av teckningsoptionerna kommer SMG tillföras upp till 2 MSEK, vilka är avsedda att användas för nya förvärv.

VÄNDE TILL  
POSITIVT EBITA-  
RESULTAT UNDER  
Q3-20

# INVESTERINGSIDÉ

## NY TILLVÄXTPLAN FRAM TILL ÅR 2022

### Ny tillväxtplan med fokus på förvärvsdriven och organisk tillväxt

I samband med Bolagets Q3-20 rapport, så offentliggjorde SMG en ny tillväxtplan, som kommer innebära att organisationen ska fördubblas fram till år 2022, och öka omsättningen till 120 MSEK. Bolaget kommer samtidigt sträva efter att behålla en rörelse-marginal (EBITA) inom spannet 5 till 10 %, vilket skulle kunna innebära ett EBITA-resultat mellan 6-12 MSEK under år 2022. SMG planerar att uppnå dessa mål genom att dels fortsätta växa organiskt, samt dels genom att göra kompletterande förvärv, som kommer bredda och förstärka organisationen. Givet goda förutsättningar för förvärv, då SMG är en av de större aktörerna inom sin nisch och har klarat sig bättre än många konkurrerande bolag under Corona, så ser Analyst Groups Bolagets tillväxtplan som både genomförbar samt som ett smart strategiskt beslut från Bolagets ledning, och som något som kan skapa stort aktieägarvärde framgent.

### SMG:s marknad förväntas växa kraftigt på sikt

Under de nio första månaderna 2020 minskade medieinvesteringarna med -22,2 % jämfört med samma period föregående år. Minskningen av medieinvesteringarna i Sverige är primärt hänförligt till Covid-19 och minskade annonsintäkter från dagspress och annonsblad. Under september månad, den senast registrerade månaden i mätningen, fanns dock ljusglimtar, då online video samt sociala medier, vilka är två av SMG:s viktigaste verksamhetsområden, minskade betydligt mindre än snittet för medieinvesteringarna. Analyst Group bedömer därtill att dessa två nischer av media- och kommunikationsmarknaden kan komma att visa positiv tillväxt för helåret 2020, trots att media- och kommunikationsbranschen i stort bedöms visa kraftigt negativ tillväxt under år 2020. Under år 2021 förväntas medieinvesteringarna åter öka igen, med en prognostiserad tillväxt om 8 % under året, där bland annat medieinvesteringarna inom digitala kanaler väntas öka tvåsiffrigt.

### Internationella kunder och långa ramavtal

SMG har idag en diversifierad kundbas med över 100 kunder, där en stor del utgörs av stora och internationella företagskunder vilka alla ställer höga kvalitetskrav. Bolaget har idag löpande samarbeten med bl.a. Essity, Paradox, Fastighetsbyrån, H&M och Com Hem. Bolaget har även ramavtal med myndigheter som t.ex. Post- och Telestyrelsen, Polisen, Diskrimineringsombudsmannen (DO), Vasamuseet, Socialstyrelsen, Upphandlingsmyndigheten, Sjöhistoriska, Transporthistoriska Museet, vilket skapar långsiktighet och återkommande intäkter. Bolaget har under 2020 tagit mer ramavtal än någonsin tidigare, och Bolagets chanser att vinna upphandlingar bedöms öka i takt med att Bolagets storlek, och därmed tjänsteutbud, växer.

### Starkt insideräggande

VD Anders Brinck är största ägare i SMG med ett ägande om 21,7 % av Bolagets utestående aktier, vilket ingjuter ett starkt förtroende för att VD kommer agera för maximal värdeutväxling för SMG:s aktieägare. Styrelseordförande Anders Uhnér äger ca 1,4 % av Bolagets utestående aktier och Lars Bilk, VD för det största dotterbolaget Bond Street, äger ca 5,4 % av kapitalet. Sammantaget innehar flera personer i styrelsen och ledningen betydande aktieposter, vilket ingjuter starkt förtroende.

### Värderas till 3,68 kr på 2021 års prognos

För räkenskapsåret 2021 estimeras en omsättningsökning om 45,4 %, och Bolaget förväntas visa ett justerat nettoresultat om ca 3,7 MSEK. Givet ett justerat nettoresultat om 3,7 MSEK, och en applicerad målmultipl om 12,0x justerat P/E, så motiveras en aktiekurs om 3,68 kr i ett Base scenario.

### Ingångna avtal och riskfaktorer

Även om SMG är verksamma inom segment med underliggande tillväxt, är marknaden som helhet konjunkturkänslig, vilket kan resultera i att kunder t.ex. kan skjuta upp eller ställa in beställningar av filmer eller inspelningar. Bolaget är också till viss del exponerad mot liveevenemang samt andra events, vilka påverkas kraftigt vid händelser såsom Covid-19. Även om SMG historiskt vunnit flertalet upphandlingar gällande ramavtal med offentliga myndigheter och företag skall detta inte ses som en garanti för att Bolaget lyckas erhålla upphandlingar framgent, även om det talar till Bolagets fördel.

## HIGHLIGHTS

1

Tillväxtplan med målet att dubbla verksamhetens storlek

2

Diversifierad kundbas med stora företag som kunder

3

Ramavtal ger stabila och återkommande intäkter

4

Högt insideräggande ingjuter förtroende

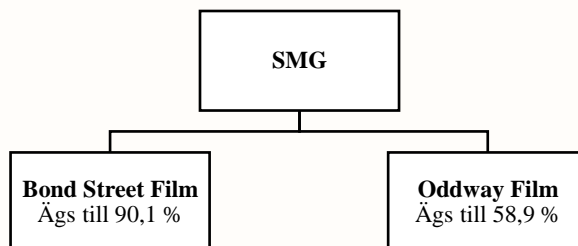
5

Växande marknad



# BOLAGSBESKRIVNING

SMG är en mediekoncern som utgörs av varumärkena Bond Street, Shortcut, Oddway och Frost Studio. SMG är verksamma inom filmkommunikation, där Bolaget idag är specialiserade inom produktion och kommunikation vilka bland annat innefattar trailers, beställnings- och reklamfilm, 3D-animation, promos och visuella effekter.



## Bond Street Film

Bond Street Film producerar bl.a. reklam- och beställningsfilm, 3d-animation och visuella effekter, trailers, utbildningsfilm och promotionsmaterial. Bond Street är ett av Sveriges mest prisbelönta filmproduktionsbolag och har de senaste åren sammanlagt vunnit 16 priser i fyra internationella och svenska tävlingar. Sedan januari 2020 bedrivs även varumärkena Shortcut Produktion och Frost Studio inom ramen för Bond Street Film Stockholm AB.

## Oddway Film

Oddway är ett prisbelönt, Göteborgsbaserat, filmproduktionsbolag som kombinerar kreativitet och strategi, från idé till färdig film. Oddway har haft en stadig tillväxt sedan starten. Oddways specialitet ligger i välproducerad reklam-, brand- och imagefilm med stort fokus på storytelling. Oddway är ett av Västsveriges mest framgångsrika produktionsbolag med såväl byrå- som slutkunder, däribland IKEA, Volvo Cars, Essity, Göteborgs Stadsmission och Stenakoncernen. I november 2020 annonserade bolaget att de startar ett nytt affärsområde, Oddcontent, som kommer fokusera på digital content produktion och distribution.

## SMG som koncern

En del av kundernas marknads- och kommunikationsstrategi är att producera filmer, vilket SMG bistår med. Arbetet med försäljning och marknadsföring är en viktig del i kundernas dagliga verksamhet då det påverkar kundernas intäkter och vinst. SMG skiljer sig från övriga aktörer på marknaden genom att Bolaget är en s.k. "one stop shop" då Bolaget tillhandahåller en helhetslösning för att hantera alla beståndsdelar i att producera rörligt material. SMG erbjuder allt från utbildnings-, informations- och internkommunikationsfilmer till digitala- och sociala medie-filmer, reklam- och beställningsfilm, trailers och promotion-klipp samt livesändningar. SMG kännetecknas av att ha långa relationer med flertalet av sina kunder, där majoriteten av Bolagets intäkter är av återkommande karaktär.

ONE-STOP-  
SHOP INOM  
RÖRLIG BILD

EXEMPEL PÅ  
KUNDER



## Kunder

SMG har idag en diversifierad kundbas, vilken primärt utgörs av stora företagskunder men även myndigheter. Bolaget har idag löpande samarbeten med bl.a. Discovery, Paradox, Fastighetsbyrån, H&M och Com Hem. Totalt har SMG över 100 kunder, där den primära intäktsmodellen oftast är baserad på en förutbestämd budget.

# BOLAGSBESKRIVNING

SKA DUBBLA  
ORGANISATIONEN  
FRAM TILL ÅR  
2022

## Fördjupning av SMG:s tillväxtplan

SMG offentliggjorde, i samband med Bolagets Q3-20 rapport, en ny tillväxtplan, som kommer innebära att organisationen ska fördubblas fram till år 2022. Bolaget ska fram tills år 2022 öka omsättningen till 120 MSEK, och kommer samtidigt sträva efter att behålla en rörelsemarginal (EBITA) inom spannet 5 till 10 %. Bolaget planerar att uppnå dessa mål genom att dels fortsätta växa organiskt, samt dels genom att göra kompletterande förvärv, som kommer bredda och förstärka organisationen. Historiskt har SMG varit skickliga på att förvärva bolag som stärkt verksamhetens konkurrenskraft, där Bond Street Film och Oddway Film & Television är exempel på tidigare framgångsrika förvärv.

Bakgrunden till att tillväxtplanen presenteras nu är att SMG under år 2020 har vunnit fler ramavtal än någonsin tidigare, vilket till stor del varit ett resultat av att Bolagets tjänster har samlats samman till följd av Bolagets goda track record av högkvalitativa produktioner. Givet detta, i kombination med att marknaden de agerar på är fragmenterad, samt att Covid-19 skapat ovanligt många förvärvsmöjligheter, så anser Bolagets styrelse att de är perfekt rustade inför framtida tillväxt.

## Organisk tillväxt

Den organiska tillväxten ska genereras genom att:

- Fortsätta vinna ramavtal
- Bygga långsiktiga kundrelationer och ta nya nyckelkunder
- Kapitalisera på tillväxten inom de områden som SMG redan är starka inom, främst områden såsom gaming, sociala medier, och online video

Bolagets underliggande marknad bedöms växa med 8 % under år 2020, samtidigt som de nischer där SMG är som starkast, nämnda ovan, bedöms växa i en ännu högre takt än marknaden.

## Förvärvsdriven tillväxt

När det kommer till den förvärvsgenererade tillväxten, så ämnar SMG utnyttja den fragmenterade marknadsstruktur som marknaden för media- och filmkommunikation har, samt att ta tillvara på de förvärvsmöjligheter som uppstått till följd av Covid-19, då många bolag i SMG:s bransch har drabbats kraftigt negativt av pandemin. SMG planerar att genomföra minst ett förvärv per år de kommande 2-3 åren, där de i dagsläget arbetar med indikativa bud på bolag som tillsammans omsätter ca 50 MSEK.

Bolagets förvärvsprocess illustreras nedan:

Fas	Beskrivning	Antal bolag	Bolagets omsättning
Screening	De förvärvsobjekt som idag finns.	Ca 30 st.	Ej relevant.
Shortlist	Extra intressanta förvärvsobjekt.	Ca 10 st.	Ca 200 MSEK.
Dialog	Pågående dialog där bägge parter visar intresse för affär.	Ca 5-8 st.	ca 70 MSEK.
Indikativt bud	Fördjupad dialog, SMG har eller är i process att presentera ett indikativt bud.	Ca 3-5 st.	Ca 50 MSEK.
Signing & closing	Affären är förhandlad och påskrivnen	Tecknade avtal kommer kommuniceras separat i PM.	Ej relevant.

## Finansiering

SMG har sedan år 2017 amorterat ned förvärvskrediter samt skuldebrev om totalt ca 10 MSEK, och Bolaget har därtill nettokassa. Finansieringsmöjligheterna, givet nettokassan samt att SMG genererar positiv EBITA, bedömer Bolaget, likväl Analyst Group, som goda. SMG kommer vid kommande förvärv använda sig av flera olika valutor, som exempelvis en kombination av kontanter, förvärvskredit, och SMG-aktier, för att göra finansieringen så optimal som möjligt för Bolagets aktieägare.

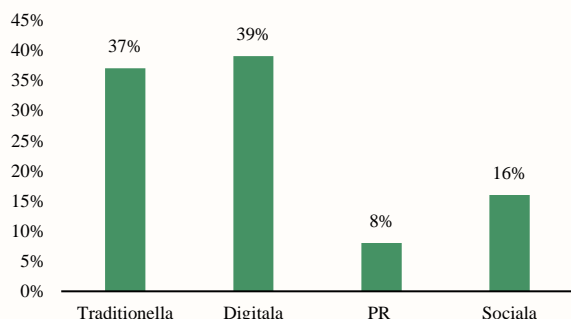


# MARKNADSANALYS

SMG är idag verksamma inom filmkommunikation på den svenska media- och kommunikationsmarknaden. Inom ramen för den svenska media- och kommunikationsmarknaden är kategorierna *Online Video* och *Sociala Medier* närmast SMG:s verksamhetsområden. SMG har tidigare tillhandahållit kunderbidanden inom kategorin TV & Video, men detta uppgår idag endast till en mindre del av omsättningen. SMG är istället exponerade mot TV-marknaden inom ramen för *Online Video*. Nedan illustreras en sammanställning där marknadschefer och marknadsföringsansvariga på svenska företag har besvarat två frågor gällande hur deras marknadsinvesteringar fördelas idag, samt hur de tror att deras marknadsinvesteringar kommer se ut om tre år:

## Undersökning (2019): Hur fördelar sig era marknadsinvesteringar mellan olika kanaler?

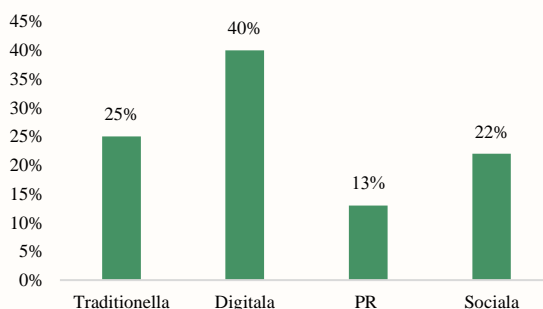
Andel företag, fördelade på olika medium



Källa: Svenskt Marknadsföringsindex 2019 (Pyramid AB)

## Undersökning (2019): Hur tror ni era marknadsinvesteringar istället ser ut om 3 år?

Andel företag, fördelade på olika medium



Källa: Svenskt Marknadsföringsindex 2019 (Pyramid AB)

## All-time high resultat under slutet av 2019

SMG är verksamma inom segmenten sociala medier, TV/OTT, Online Video samt Gaming, där de två förstnämnda var bland de kategorier där medieinvesteringarna ökade som mest under december 2019. Under december 2019 uppgick medieinvesteringar inom kategorin sociala medier till 75,5 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 32 % jämfört med samma period föregående år, och utgjorde ett all-time-high. Under samma period uppgick medieinvesteringarna inom kategorin online video till 65,1 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 14,5 % jämfört med samma period föregående år, och utgjorde också ett all-time-high. Sammantaget uppgick investeringarna i sociala medier och online video under 2019 till 258,8 MSEK respektive 257,3 MSEK.

## SMG har tagit marknadsandelar på en tuff marknad

Den svenska media- och kommunikationsmarknaden är konjunkturkänslig, och medieinvesteringarna är korrelerade med den konjunkturrella utvecklingen i Sverige. Covid-19 har påverkat den svenska ekonomin kraftigt negativt, och media- och kommunikationsmarknaden har inte varit något undantag från denna negativa påverkan. Från början av år 2020 till september månad, hade de totala medieinvesteringarna, Y-on-Y, minskat med ca -22,2 %, där dagspress och annonsblad minskade mest, med nedgångar över 30 % för båda kategorierna. I andra kategorier av media- och kommunikationsbranschen har nedgångarna varit mindre, däribland inom sociala medier samt online video, två kategorier som SMG är starka inom. SMG:s omsättning har minskat med ca 16 % under de första nio månaderna av år 2020, vilket innebär att SMG har stärkt sin position på den svenska marknaden hittills under året, och tagit marknadsandelar, samtidigt som många andra mediebolag har haft det tufft, där vissa har tvingats i konkurs eller rekonstruktion.

## Marknaden väntas återgå till tillväxt under år 2021

Under år 2021 väntas den svenska mediemarknaden återgå till positiv tillväxt, där en tillväxt om 8 % prognostiseras av Institutet för Reklam och Marknadsföring för helåret 2021. De snabbast växande kategorierna väntas under år 2021 fortsatt vara några av de kategorier där SMG är som starkast, och bland annat online video och sociala medier väntas visa en tvåsiffrig tillväxttakt under året, vilket SMG kan kapitalisera på. Därtill kan år 2021 även bli ett år där kategorier av den svenska mediamarknaden som har haft det väldigt tufft under år 2020, kategorier såsom event- och underhållning, börjar efterfråga tjänster igen, vilket också skulle kunna gynna SMG.

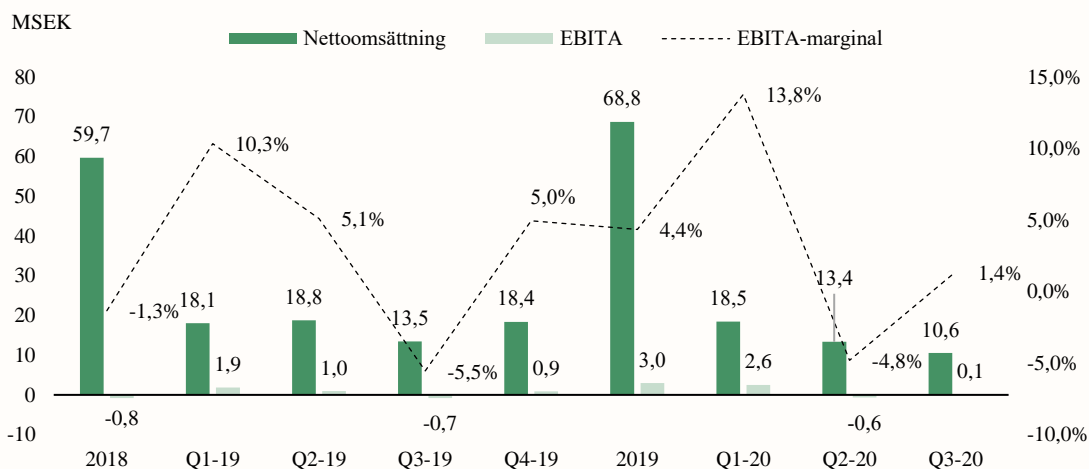
# FINANSIELL PROGNOIS

## SMG har historiskt visat på god omsättningstillväxt

Bolaget har historiskt haft en varierande, men över tid, kraftigt ökande omsättning med en CAGR om 39,5% mellan åren 2015 och 2019. Omsättningstillväxten har bland annat drivits av stark organisk tillväxt, som Analyst Group bedömer har historiskt legat runt 30 % i snitt årligen sedan Bolaget grundades år 2011. Förvärven av majoritetsandelar i Bond Street Film under 2016 och Oddway under 2017 har också bidragit starkt till den kraftigt ökande omsättningen. För räkenskapsåret 2019 så visade SMG en organisk omsättningsökning på ca 15 % jämfört med föregående år.

### Omsättningen har pressats till följd av Covid-19 i Q2-20 och Q3-20

Omsättning, EBITA och EBITA-marginal



Källa: Shortcut Media

SMG har ingen tydlig återkommande trend mellan kvartalen förutom att Q3 generellt är det svagaste kvartalet, då perioden som Q3 avser infaller under sommaren, vilket är en period då många tar semester.

### Omsättningsprognos för räkenskapsåren 2020 och 2022

Coronavirusets framfart har hittills under år 2020 haft, och bedöms även under Q4-20, ha en starkt negativ effekt på efterfrågan på SMG:s underliggande marknad. Den negativa effekten har redan påvisats i statistik från Svenska Mediebyråer, och medieinvesteringarna har fram till september i år minskat med -22,2 %, jämfört med samma period föregående år. Detta ger dock en något missvisande bild, eftersom vissa mediekategorier visat mycket lägre negativ tillväxt hittills i år, bland annat online video och sociala medier, där SMG är starka.

Analyst Group estimerar att effekterna av Corona som påverkar SMG kommer göra att Bolaget visar en negativ omsättningstillväxt om -17 % för helåret 2020.

Under räkenskapsåret 2021 förväntar sig Analyst Group att SMG börjar exekvera på sin tillväxtplan. Bolaget bedöms göra ett förvärv, vilket kombinerat med ökande medieinvesteringar i stort och god tillväxt för online video, sociala medier, gaming och OTT, där SMG är bland de ledande svenska aktörerna, gör att omsättningen estimeras öka med 45,5 % under året. Förvärvet som SMG väntas göra bedöms vara inom ett område som kompletterar och stärker koncernen ytterligare, och gör att Bolaget kan stärka sitt utbud av tjänster och bli än mer av en "one stop shop".

Under år 2022 väntas SMG fortsätta växa organiskt, drivet av fortsatt tillväxt för online video, sociala medier, gaming, och OTT, samt av att Bolaget återigen väntas göra ett förvärv. I vårt Base scenario estimerar vi att SMG inte riktigt lyckas dubbla verksamhetens storlek fram till år 2022, utan prognostiserar att Bolaget kommer nå ca 105 MSEK i omsättning under året, motsvarande en omsättningstillväxt om 26,7 % jämfört med föregående år. Vi bedömer det dock som möjligt att Bolaget kan nå sina marginalmål, och att EBITA-marginaler om 5-10 % är uppnåeliga under perioden 2021-2022.

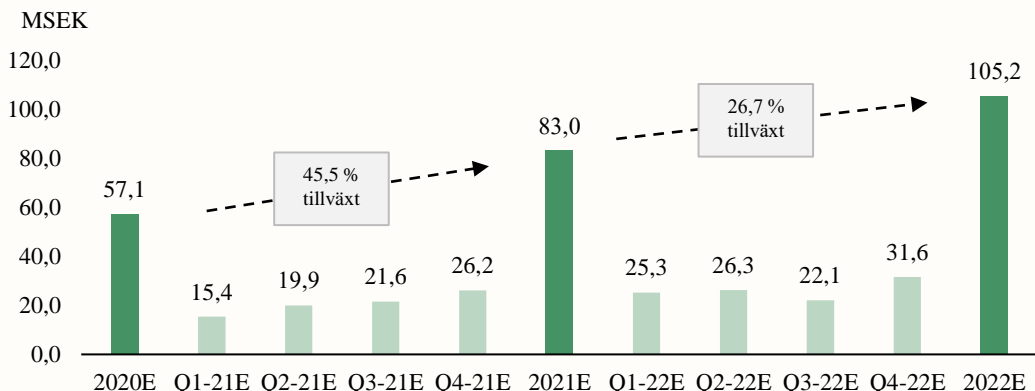
ESTIMERAD  
OMSÄTTNINGSS-  
TILLVÄXT OM  
45,5 % ÅR 2021

# FINANSIELL PROGNOSS

Den prognostiserade omsättningen för räkenskapsåren 2020 och 2021 ser ut som följer nedan:

## Stark estimerad omsättningstillväxt under år 2021 och 2022 för SMG

Omsättningsprognos per kvartal och för helår



Källa: Analyst Group prognos

## Kostnadsprognos för räkenskapsåren 2020 till 2022

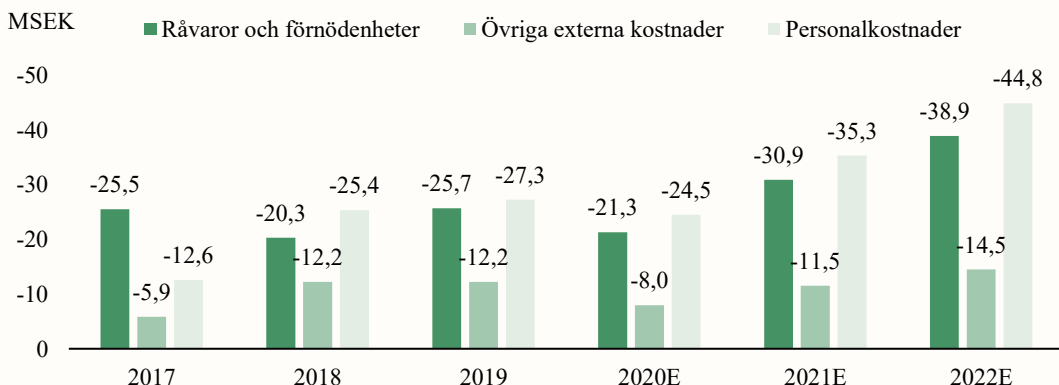
Kostnaderna för råvaror och förnödenheter, som utöver råvaror och förnödenheter även bedöms inkludera kostnader för konsulter och visstidsanställda, estimeras minska under år 2020 och öka under år 2021 och år 2022. Ökningstakten framgent för denna kostnadspost estimeras vara lägre än för omsättningen, då Analyst Group bedömer att SMG kan uppnå skalfördelar över tid, då en större organisation exempelvis kan medföra att fler projekt kan utföras internt utan behov av extern personal. Kostnaderna för råvaror och förnödenheter estimeras minska med -17,0 % under år 2020, och öka med 44,9 % under år 2021 samt 26,0 % under år 2022. Dessa tal kan jämföras med den estimerade förändringen i omsättningen om -17,0 % under år 2020, 45,5 % under år 2021, samt 26,7 % under år 2022.

Personalkostnaderna estimeras öka i takt med att Bolaget växer organiskt och måste anställa ny personal för att möta stigande efterfrågan, samt genom nya anställda som förväntas tillkomma i samband med framtida förvärv. Historiskt har personalkostnaderna ökat i en liknande men något lägre takt än omsättningen, och detta estimeras vara fallet även framgent, då SMG förväntas kunna automatisera och effektivisera interna arbetsprocesser och öka Bolagets *output* per anställd i takt med att organisationen växer och får tillgång till bättre och effektivare tekniska hjälpmedel. Under år 2020 estimeras personalkostnaderna minska med -10,0 %, då Bolaget bedöms kunna arbeta effektivt med permitteringar, under år 2021 estimeras personalkostnaderna öka med 44,0 %, då SMG bedöms förvärva ett bolag, och under år 2022 bedöms personalkostnaderna öka med 26,9 %, drivet av ytterligare ett förvärv.

De övriga externa kostnaderna bedömer Analyst Group kommer förändras i en liknande eller lägre takt än omsättningen, med en minskning om -35,0 % under år 2020, samt ökning om 45,0 % respektive 26,0 % under år 2021 och år 2022.

## De huvudsakliga kostnadsdrivarna ökar framgent.

Råvaror och förnödenheter, externa- och personalkostnader



Källa: Analyst Group prognos

KOSTNADERNA  
ESTIMERAS ÖKA I EN  
NÅGOT LÄGRE TAKT  
ÄN OMSÄTTNINGEN  
FRAMGENT

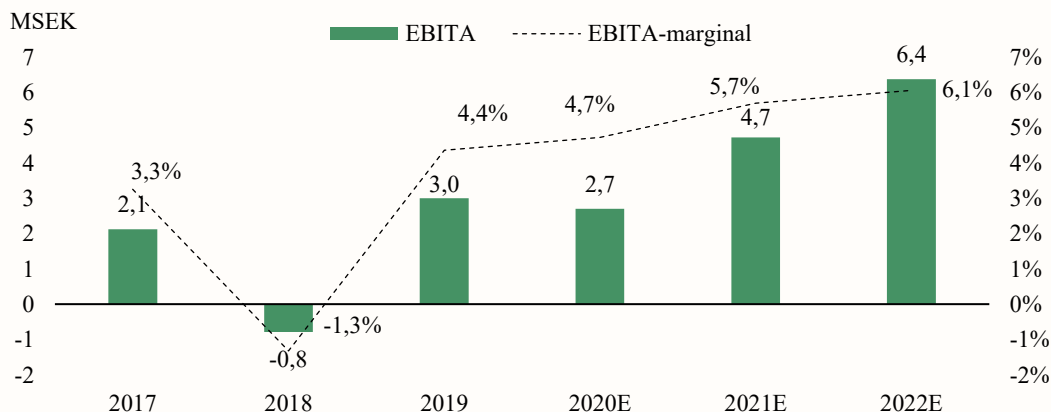
# FINANSIELL PROGNOSS

## EBITA-marginalen estimeras stiga framgent

Under år 2016 visade SMG på en EBITA-marginal om 9,2 %, vilket är den högsta EBITA-marginal som Bolaget visat sedan noteringen under år 2016. Även om marginalen under år 2016 trissades upp något då Bolaget vid tillfället inte hade några avskrivningar relaterade till anläggningstillgångar, så ger detta en indikation på att en EBITA-marginal mellan 5-10 %, som SMG själva har som uttalad målsättning, är fullt uppnåbar för Bolaget på sikt. EBITA-marginalen under år 2019 var den högsta sedan år 2016, och låg på 4,4 %, och pressades av kostnader för omorganisation och kompetensväxling som uppstod i samband med SMG:s arbete för att konsolidera organisationen. Under år 2020 förväntas konsolideringsarbetet skapa kostnadssynergier, då Bolaget slår samman kontoren för samtliga av de stockholmsbaserade dotterbolagen, vilket gör att EBITA-marginalen estimeras öka till 4,7 % under året. Under år 2021 förväntas EBITA-marginalen stiga till 5,7 % och under år 2022 till 6,1 %, drivet av en högre prognostiserad tillväxttakt i omsättningen än i kostnadsbasen, då efterfrågan på SMG:s tjänster bedöms stiga kraftigt givet att ekonomin återhämtar sig från slutet av år 2020 och framåt.

## EBITA-resultatet förväntas stiga kraftigt mellan åren 2020 och år 2022

EBITA-resultat och EBITA-marginal



Källa: Analyst Group prognos

## Summering av gjorda prognoser (Base scenario) på kvartals- och årsbasis för 2021 till 2022:

MSEK (Base scenario)	2020E	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21	2021E	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22	2022E
Nettoomsättning	57,1	15,4	19,9	21,6	26,2	83,0	25,3	26,3	22,1	31,6	105,2
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>57,1</b>	<b>15,4</b>	<b>19,9</b>	<b>21,6</b>	<b>26,2</b>	<b>83,0</b>	<b>25,3</b>	<b>26,3</b>	<b>22,1</b>	<b>31,6</b>	<b>105,2</b>
Råvaror och förnödenheter	-21,3	-5,8	-7,2	-8,3	-9,6	-30,9	-9,2	-9,4	-8,5	-11,8	-38,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>35,8</b>	<b>9,6</b>	<b>12,8</b>	<b>13,3</b>	<b>16,5</b>	<b>52,1</b>	<b>16,0</b>	<b>16,9</b>	<b>13,6</b>	<b>19,8</b>	<b>66,3</b>
<i>Bruttomarginal</i>	62,6%	62,4%	64,0%	61,5%	63,1%	62,8%	63,5%	64,2%	61,6%	62,6%	63,0%
SG&A	-32,5	-8,8	-10,9	-12,6	-14,6	-46,9	-14,1	-14,4	-12,9	-18,0	-59,4
<b>EBITDA</b>	<b>3,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>5,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>6,9</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	5,7%	5,3%	9,5%	3,1%	7,2%	6,4%	7,7%	9,6%	3,0%	5,6%	6,6%
Avskrivningar av AT* ex. Goodwill	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5
<b>EBITA</b>	<b>2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>4,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>6,4</b>
<i>EBITA-marginal</i>	4,7%	4,7%	8,8%	2,4%	6,6%	5,7%	7,2%	9,1%	2,5%	5,1%	6,1%
Avskrivningar av Goodwill	-2,8	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-3,2	-0,8	-0,9	-0,8	-1,1	-3,5
<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-0,2%	0,8%	5,1%	-1,5%	2,8%	1,8%	3,9%	5,8%	-1,0%	1,7%	2,7%
Finansnetto	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT (Res. före skatt)</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>
Skatt	-0,4	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,1	-0,6
<b>Nettoresultat</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>2,2</b>
Nettoresultat just. för Goodwillavskrivningar	2,0	0,6	1,4	0,4	1,3	3,7	1,4	1,9	0,4	1,3	1,9
<i>Nettomarginal</i>	-1,0%	0,6%	4,0%	-1,4%	2,3%	1,4%	3,0%	4,5%	-0,8%	1,3%	2,1%
<b>Hänf. till moderbolagets (MBs) aktieägare</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,8</b>
Hänf. till MBs aktieägare just. för Goodwillavskrivningar	1,7	0,5	1,2	0,3	1,1	3,1	1,2	1,6	0,4	1,1	4,2

# K3-REGELVERKET & VÄRDERING

## GOODWILL MÅSTE SKRIVAS AV LÖPANDE ENLIGT K3- REGELVERKET

SMG redovisar enligt K3-regelverket, vilket står i stark kontrast till de flesta andra börsnoterade bolag som redovisar enligt IFRS (International Financial Reporting Standards). Största skillnaden mellan de två redovisningsprinciperna är att goodwill måste skrivas av löpande enligt K3-regelverket, och måste skrivas av under maximalt tio år. Företag som redovisar enligt IFRS skriver ej av goodwill löpande på samma sätt, då goodwill anses ha en obestämd nyttjandeperiod enligt IFRS. Företag som redovisar enligt IFRS gör istället en så kallad nedskrivningsprövning, minst en gång per år, där företagen prövar om värdet på tillgången kan motiveras. Företag som redovisar enligt IFRS brukar därför generellt belastas mindre av avskrivningar än företag som redovisar enligt K3-regelverket.

Resultatet av att SMG redovisar enligt K3-regelverket blir att Bolaget har relativt sett höga avskrivningar för goodwill, vilka belastar Bolagets resultat och marginaler negativt, och får det att se ut som Bolaget inte är lönsamt. Av denna anledning hänvisar SMG till EBITA-resultatet, och på EBITA-nivå har Bolaget varit lönsamt varje år sedan noteringen under år 2016, bortsett från år 2018, som var ett svagt år för SMG. EBITA-resultatet är även, över tid, representativt för SMG:s operativa kassaflöde, och visar därmed tydligt att SMG stadigt visat positivt kassaflöde de senaste åren, med undantag för år 2018.

Ett exempel på ett, för många svenska investerare, känt bolag som använder K3-regelverket, är spelbolaget Embracer. I Embracer fall, som är ett förvärvsdrivet bolag, går det tydligt att se hur de löpande avskrivningarna påverkar resultatet kraftigt negativt, och får det att se ut som bolagets lönsamhet är avsevärt lägre än vad den faktiskt är. Som exempel hade Embracer under bolagets räkenskapsår 2019 en EBITDA-marginal om 33,3 %, vilket ligger i linje med andra spelbolag, men en nettomarginal om endast 5,41 %, vilket är långt under andra spelbolag som exempelvis Paradox, som redovisar enligt IFRS.

I takt med att SMG börjar genomföra förvärv framgent, då det är en del av deras tillväxtplan de kommande 2 åren, så kommer avskrivningarna öka ytterligare, vilket kommer påverka nettomarginalen negativt. Därför, för att ge den underliggande verksamheten i SMG en mer "rättvis" värdering, så kommer ett justerat P/E-tal användas för att värdera Bolaget. Det justerade P/E-talet kommer baseras på ett justerat nettoresultat, där avskrivningar för goodwill först har tagits bort, och där sedan det nettoresultat som är hänförligt till moderbolagets aktieägare har beräknats. Skillnaden mellan nettoresultatet hänförligt till moderbolagets aktieägare och det justerade nettoresultatet hänförligt till moderbolagets aktieägare, illustreras i tabellen på föregående sida.

Utöver det justerade P/E-talet, anser Analyst Group att en annan värderingsmultipel som är intressant att bevaka i SMG är EV/EBITA, som illustreras i samtliga efterföljande värderingstabeller i analysen.

# VÄRDERING

Nyckeltal	2017	2018	2019	12R*	2020E	2021E	2022E
Omsättningsstillväxt	51,7%	-6,2%	15,1%	-11,5%	-17,0%	45,5%	26,7%
Bruttomarginal	60,9%	66,0%	62,6%	60,9%	62,6%	62,8%	63,0%
EBITDA-marginal	3,3%	-0,4%	5,2%	5,6%	5,7%	6,4%	6,6%
EBITA-marginal	3,3%	-1,3%	4,4%	4,9%	4,7%	5,7%	6,1%
EBIT-marginal	-2,7%	-8,4%	-0,6%	0,4%	-0,2%	1,8%	2,7%
Nettomarginal	-4,1%	-9,0%	-0,8%	-0,3%	-1,0%	1,4%	2,1%
P/S	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
EV/S	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	14,5	-39,0	10,3	9,0	9,5	5,8	4,5
EV/EBITA	14,5	-39,0	10,3	10,4	11,4	6,5	4,8
EV/EBIT	-17,3	-6,1	-69,3	123,3	-234,7	20,1	10,9
P/E-tal	-11,6	-5,8	-60,2	-182,7	-237,8	20,3	11,1
Just. P/E-tal	21,4	-39,8	9,8	11,7	18,2	10,1	7,5

\* 12R = tolv månader rullande

\*\*Det justerade P/E-talet är uträknat med ett justerat nettoresultat som nämnare, där avskrivningar relaterade till goodwill först har tagits bort och där den del av nettoresultatet som är hänförlig till moderbolagets aktieägare sedan beräknats. Detta har gjorts då SMG redovisar enligt K3-regelverket, vilket gör att avskrivningarna kan anses påverka resultatet och lönsamheten på ett missvisande sätt, då Bolaget, bortsett från år 2018, skulle visat ett positivt nettoresultat om Bolaget hade fört redovisning enligt IFRS-regelverket.

För att ge perspektiv på SMG:s framtida potential för marginalexpansion, samt då företaget är en av SMG:s största konkurrenter, jämförs Bolaget med Chimney Vigor Group, som är ett privat bolag. För att ge perspektiv på Bolagets värdering så jämförs SMG med specialistkonsultbolaget Time People Group. Trots att bolagen skiljer sig åt gällande verksamhet har de båda företagen likheter gällande affärsmodell, antal kunder och att de inte är beroende av någon specifik kund, att både Time People Group och SMG är verksamma inom nischer på adresserbara marknader av liknande storlek, samt att båda använder K3-regelverket i sin redovisning. Utöver ovan nämnda peers kommer även MTG, NENT, samt Schibsted inkluderas som peers, för att ge ytterligare perspektiv på SMG:s värdering. Samtliga peers värdering jämfört med SMG illustreras på efterföljande sida.



**Chimney Vigor Group** är en prisbelönad full-service studio som arbetar med postproduktion, trailers, MarTech, kommunikation, med mera, och bolaget har en global närvaro. Chimney grundades år 1990 i Stockholm, och har sedan dess expanderat till 9 länder, däribland USA, Sydkorea, Tyskland, samt Australien. Bolaget har över 400 anställda, varav ca en fjärdedel av dessa är baserade i Sverige, och arbetar på det privata bolaget Chimney Pot Sverige AB. Eftersom SMG för närvarande främst är aktivt på den svenska marknaden, är det mest relevant att jämför med den svenska delen av Chimney Vigor Group, det vill säga Chimney Pot Sverige AB. Chimney Pot Sverige omsatte under bolagets senaste publika räkenskapsår, år 2019, totalt ca 201,6 MSEK, med ett EBIT-resultat om ca 37,1 MSEK, motsvarande en EBIT-marginal om ca 18,4 %. Intressant att veta är att SMG rekryterade Chimney Pot Sveriges tidigare VD Peter Söderlind under mars 2019, och att han sedan dess varit aktiv som COO i SMG.

## TimePeopleGroup

**Time People Group AB** ("TPG" framgent) är ett svenskt specialistkonsultbolag som hjälper företag att utveckla och effektivisera deras verksamhet. Bolaget har sex stycken dotterbolag, som drivs självständigt och är specialister inom sina respektive nischer. Majoriteten av bolagets kunder återfinns inom bank, finans, och försäkring, och många av kunderna arbetar inom komplexa informationsmiljöer med höga säkerhets- och tillgänglighetskrav. Exempel på några av TPG:s största kunder är Swedbank, ICA, Nasdaq, SJ, och SEB. Bolaget är noterat på NGM Nordic MTF sedan 7 december 2017, har omkring 130 anställda, har ett börsvärde om ca 168 MSEK, och är främst aktiva på den svenska marknaden.

Just. P/E Bruttomarginal

13,2 100,0%



# VÄRDERING

## Framåtblickande värdering av SMG och peers

Nedan illustreras SMG:s framåtblickande värdering jämförd med ett antal noterade peers.

<b>SMG</b>	<b>12R</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
EV/S	0,5	0,5	0,4
EV/EBITA	10,4	11,4	6,5
EV/EBIT	123,3	-234,7	20,1
Just. P/E-tal	11,7	18,2	10,1
<b>TPG</b>			
EV/S	0,8	0,8	0,8
EV/EBITA	8,3	8,3	9,3
EV/EBIT	10,8	10,8	12,6
Just. P/E-tal	13,2	12,7	14,1
<b>Schibsted B</b>			
EV/S	5,1	5,2	4,8
EV/EBITA	31,5	27,6	21,0
EV/EBIT	45,7	37,7	24,7
Just. P/E-tal	65,7	49,0	38,4
<b>MTG B</b>			
EV/S	1,9	1,9	1,7
EV/EBITA	58,6	16,9	14,2
EV/EBIT	-37,7	22,6	15,9
Just. P/E-tal	-168,3	-1120,2	89,2
<b>NENT B</b>			
EV/S	2,7	2,2	2,0
EV/EBITA	10,4	9,9	9,5
EV/EBIT	11,3	10,8	10,3
Just. P/E-tal	11,0	25,3	12,8
<b>Medianvärden</b>			
EV/S	1,9	1,3	1,3
EV/EBITA	10,4	9,9	9,5
EV/EBIT	11,3	10,8	20,1
Just. P/E-tal	13,2	18,2	14,1

# VÄRDERING

## Jämförelse av SMG och peers på rullande 12 månader

12Rc	SMG	Chimney	TPG	MTG B	NENT B	Schibsted B	Median
Omsättningstillväxt	-11,5%	8,6 %	28,4 %	-5,1 %	-8,3 %	-23,1 %	-8,3%
Bruttomarginal	60,9%	80,1 %	100,0 %	51,8 %	30,6 %	89,7 %	56,3%
EBITDA-marginal	5,6%	n.a.	8,2 %	2,0 %	11,8 %	22,5 %	8,2%
EBITA-marginal	4,9%	n.a.	8,2 %	2,0 %	11,0 %	18,9 %	8,2%
EBIT-marginal	0,4%	18,4 %	6,4 %	-5,1 %	9,1 %	14,4 %	7,8%
Nettomarginal	-0,3%	12,2 %	4,5 %	-10,8 %	6,7 %	8,2 %	5,6%
P/S	0,5	n.a.	0,8	2,3	2,1	5,1	2,1
EV/S	0,5	n.a.	0,7	1,9	2,7	4,9	1,9
EV/EBITDA	9,0	n.a.	8,3	48,7	8,7	18,6	9,0
EV/EBITA	10,4	n.a.	8,3	58,6	10,4	31,5	10,4
EV/EBIT	123,3	n.a.	10,8	-37,7	11,3	45,7	11,3
P/E-tal	-182,7	n.a.	18,2	-21,3	10,5	186,0	10,5
Just. P/E-tal	11,7	n.a.	13,2	-168,3	11,0	65,7	13,2

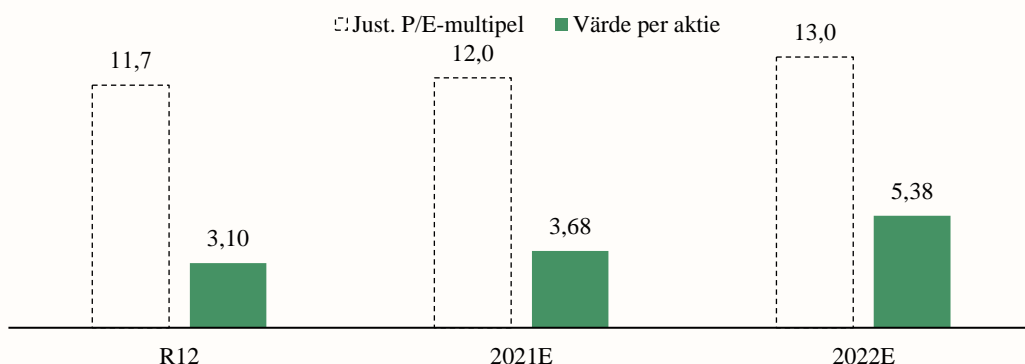
Största skillnaden mellan SMG och Chimney Pot Sverige är att Chimney Pot Sverige har varit verksamma under en mycket längre tid, är större omsättningsmässigt, och har tillgång till större resurser då företaget är en del av en större koncern. I den nisch av mediamarknaden som SMG är verksamma inom gäller det generellt att de större bolagen är mer lönsamma, då de kan utnyttja sin storlek för att uppnå skalfördelar i verksamheten, som exempelvis att fler projekt kan genomföras internt, det vill säga utan att ta in konsulter. Detta visar på goda förutsättningar för att växa marginalen framgent för SMG, i takt med att Bolaget växer, och Chimney Pot Sverige ger en god indikation om att en rörelsemarginal även över 10 % kan vara uppnåelig på sikt för SMG.

TPG har en högre omsättningstillväxt på rullande 12 månader, har högre, samt har historiskt haft högre, marginaler än SMG, och betalar även utdelning. SMG bedöms dock stå inför en starkare tillväxt framgent, i takt med att Bolaget börjar exekvera på sin tillväxtplan. Därtill bedöms möjligheterna och förutsättningarna för både organisk och förvärvsdriven tillväxt som bättre på SMG:s marknad än på TPG:s. Risken i SMG:s verksamhet anses dock vara högre än i Time People Groups verksamhet, då SMG:s underliggande marknad bedöms mer konjunkturkänslig och trendstyrd.

TPG handlas på rullande 12 månader till en värdering om 13,2x justerat P/E, medan SMG handlas till en värdering om 11,7x justerat P/E. Analyst Group anser att Time People Group och SMG bör värderas till en liknande värdering över tid, och vi ser utöver potential för multipelexpansion, även en betydande uppsida i SMG, baserat på Bolagets tillväxtplaner. Vi förhåller oss dock något konservativa med respekt till tillväxtplanen i vårt Base scenario, givet osäkerheterna som existerar i världen i dagsläget. Givet detta, så anser Analyst Group att en värdering om 12,0x justerat P/E för år 2021, motsvarande en aktiekurs om 3,68 kr, samt en värdering om 13,0x justerat P/E, motsvarande en aktiekurs om 5,38 kr år 2022, är rättfärdigat.

**Följande är illustration av potentiell uppvärdering de kommande två åren i ett Base scenario**

Värdering givet tillämpad justerad P/E-multipel



Källa: Analyst Group prognos

**3,68 KR PER  
AKTIE I ETT  
BASE SCENARIO  
FÖR ÅR 2021**

# BULL & BEAR

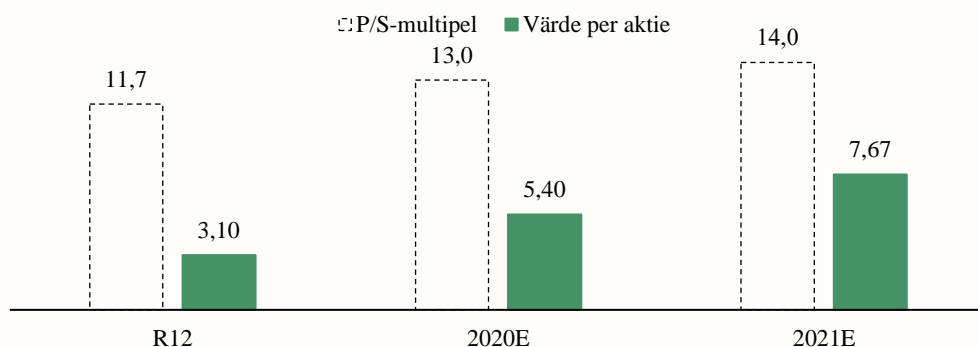
## Bull scenario

I ett Bull scenario bedöms SMG:s effektivt kunna exekvera på sin tillväxtplan, och Bolaget lyckas, genom en kombination av organisk och förvärvsdriven tillväxt, växa omsättningen till ca 100,2 MSEK under år 2021, samt sedan till ca 124,2 MSEK under år 2022. Bolaget bedöms även genomföra förvärven på ett kostnadseffektivt sätt, samtidigt som de är snabba med att realisera synergier, vilket gör att SMG lyckas stärka Bolagets EBITA-marginal under både 2021 och 2022. Under år 2021 estimeras Bolaget visa en EBITA-marginal om 6,4 %, och under 2022 väntas EBITA-marginalen stiga till 6,8 %, vilket gör att EBITA-resultatet stiger från 6,4 till 8,4 MSEK mellan räkenskapsåren 2021 och 2022.

I ett Bull scenario appliceras en högre multipel än i ett Base scenario, och ett justerat P/E-tal om 13,0x appliceras på SMG:s aktie för år 2021, vilket ger ett värde per aktie om 5,40 kr. För år 2022 appliceras ett justerat P/E-tal om 14,0x, vilket resulterar i en aktiekurs om 7,67 kr.

**Följande är en illustration av potentiell uppvärdering de kommande två åren i ett Bull scenario**

Värdering givet tillämpad justerad P/E-multipel



Källa: Analyst Group prognos

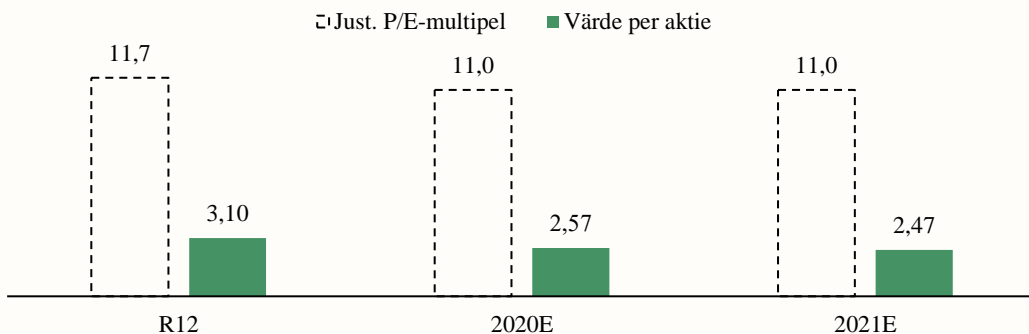
## Bear scenario

I ett Bear scenario antas SMG:s tillväxtplan inte falla ut som tänkt. Bolaget lyckas göra ett förvärv under år 2021, vilket gör att omsättningen stiger med 40,0 % jämfört med år 2020, men kostnadskontrollen blir svag, och EBITA-marginalen estimeras sjunka till 4,1 %, att jämföra med den estimerade EBITA-marginalen om 4,2 % för år 2020. Under år 2022 väntas SMG inte lyckas gör ett till förvärv, då Bolaget får problem med finansieringen. Bolaget bedöms därtill få problem med integrationen av det bolag som förvärvades under år 2021, vilket tar energi från SMG:s ledning, vilket, tillsammans med lite svagare marknad än under år 2021, gör att omsättningen minskar med ca -3,0 % under året. Samtidigt så minskar EBITA-marginalen även under år 2022, och uppgår till 4,0 %, vilket gör att EBITA-resultatet sjunker till 2,9 MSEK från 3,0 MSEK året innan.

I ett Bear scenario rättfärdigas ingen multipelexpansion av SMG:s aktie under år 2021, varför ett justerat P/E-tal om 11,0x appliceras på SMG:s aktie, motsvarande en aktiekurs om 2,57 kr. För år 2022 rättfärdigas likväl ingen uppvärdering av SMG jämfört med år 2021, varför ett justerat P/E-tal om 11,0x appliceras på Bolagets aktie, vilket motsvarar en aktiekurs om 2,47 kr.

**Följande är en illustration av potentiell nedvärdering de kommande två åren i ett Bear scenario**

Värdering givet tillämpad justerad P/E-multipel



Källa: Analyst Group prognos

**5,40 KR PER  
AKTIE I ETT  
BULL SCENARIO**

**2,57 KR PER  
AKTIE I ETT  
BEAR SCENARIO**

# VD-INTERVJU Q3-20, ANDERS BRINCK



**Omsättningen minskade under Q3-20 med ca 22 % jämfört med Q3-19. Trots det lyckades ni visa på en kraftig resultatförbättring, där EBITA-marginalen steg till 1,4 %, och EBITA-resultatet ökade med 0,9 MSEK. Vad låg bakom det starka resultatet och marginalförbättringen?**

Vi har arbetat hårt med att hålla i utgifterna och det har givit resultat. Att våra verksamheter i Stockholm nu är samlade har också inneburit synergier.

**Ni presenterade i samband med er Q3-20 rapport en ambitiös tillväxtplan, där målet är att fördubbla verksamheten fram tills år 2022. Berätta lite kort om er tillväxtplan samt bakgrunden till planen.**

SMG har växt snabbt historiskt och nu nått en position som gör oss perfekt positionerade för att öka våra satsningar på tillväxt ytterligare. Planen går i korthet ut på att:

- SMG ska fördubbla verksamhetens storlek till 2022. Det innebär att SMG innan slutet av 2022 ska ha en omsättning som i årstakt överstiger 120 MSEK
- Rörelsemarginalen (EBITA) ska vara inom ramen för nuvarande målsättning, 5-10%, och därmed 2022 i årstakt uppgå till 6-12 Mkr
- Vår underliggande marknad väntas växa organiskt 8% under 2021. En rad marknadssegment där SMG redan är starka, t.ex. inom Gaming och livesändningar, väntas se ännu högre tillväxt
- Koncernen ska, utöver organisk tillväxt, även genomföra i snitt ungefär ett förvärv per år de kommande 2-3 åren
- I skrivande stund för vi förhandlingar kring indikativa bud på möjliga förvärvsobjekt som tillsammans omsätter ca 50 MSEK

Bakgrunden till planen är att vi dels vunnit fler ramavtal än någonsin under 2020. Det, tillsammans med en förväntad god marknadstillväxt år 2021 och framåt, skapar en fin plattform för organisk tillväxt.

Dels har vi 2020 så långt klarat Covid-19 bättre än de flesta andra i branschen. Det skapar ovanligt goda möjligheter för förvärvad tillväxt. SMG är dessutom, sen tidigare, ett av de bolag inom filmkommunikation som har starkast track record inom förvärv.

**Hur kommer ni arbeta för att kunna bibehålla liknande rörelsemarginalsnivåer som tidigare när ni ska växa organisationen så kraftigt på så kort tid?**

En viktig parameter är att göra snabb förvärvsintegration, för att realisera synergier. Vi har en ambition om att integrationer av förvärv ska färdigställas inom 90 dagar från att ett förvärv slutförts.

Både i Stockholm och Göteborg har vi idag kapacitet att integrera ganska stora förvärv i befintliga verksamheter. Det gör att en rad besparingar på "cash costs" som t.ex. lokalhyra, IT-infrastruktur, redovisning, försäkring och revision kan göras kort efter att en affär är stängd.

**Hur såg marknadsaktiviteten ut under oktober och hur har det sett ut under början av november? Fortsätter återhämtningen i efterfrågan eller har de nya restriktionerna gjort att efterfrågan påverkats negativt?**

Så långt i Q4 ser återhämtningen ut att fortsätta. De nya avtalen med Polisen, PTS och det globala techföretaget har börjat komma igång, samtidigt som avtalet med Discovery Norge fasats ut.

Sannolikt blir det en effekt där vissa delar av vårt utbud efterfrågas mer och andra mindre till följd av restriktionerna. Hur den totala effekten blir är lite för tidigt att säga.

# VD-INTERVJU Q3-20 , ANDERS BRINCK



## En del av tillväxtplanen är förvärv. Finns det några särskilda områden inom er nisch där ni kollar på förvärvskandidater? Om så är fallet, kan du nämna några?

Det finns några områden som vi väntar oss kommer att växa snabbare än marknaden. Förvärv som ytterligare styrker vår position i de områdena är extra intressanta. Jag listar dem nedan utan inbördes rangordning.

- Gaming. Vi har arbetat med in-game capture, trailers, promotionmaterial, 3D och visuella effekter till en rad titlar till flera av Sveriges och världens främsta spelstudios. Exempel finns [här](#)
- Contentproduktion & distribution – Att både producera enklare innehåll av löpande karaktär och hjälpa kunderna med distribution och mätning, främst i sociala kanaler
- Live/studio. I dagsläget ansvarar vi i stort sett varje vecka med livesändningar till flera av världens största konsumentvarumärken. Delvis gentemot konsumenter, men primärt för internkommunikation och konferenser. Efterfrågan väntas fortsätta växa ytterligare framöver
- Helhetslösningar. Under 2020 vanns fler stora, långsiktiga ramavtal än någonsin i SMG:s historia. Vi ser att fler och fler kunder efterfrågar den helhetslösning som SMG, som en av få aktörer i branschen, kan tillhandahålla. Det skapar utrymme för uthållig, lönsam tillväxt

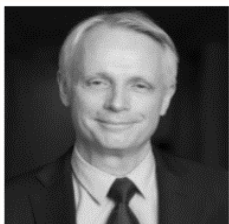
## Hur har det fungerat för er att arbeta på distans med kunder? Hur har det påverkat säljarbetet? Har ni kunnat starta upp projekt helt digitalt?

Den digitala infrastrukturen har överlag fungerat väl. Vi har för de flesta roller kunnat arbeta helt digitalt även innan Covid-19 bröt ut. Så ja, vi kan absolut starta upp projekt digitalt och gör det varje vecka.

Vi har även vunnit nya kunder genom helt digitala processer. T.ex. ramavtalet med Polisen som vanns i september och ramavtalet med det globala techföretaget som vanns i oktober genomfördes bägge digitalt.

Med det sagt ser vi självklart fram emot att kunna genomföra fler fysiska kundmöten framöver. Det är lättare att etablera nya relationer vid fysiska möten.

# LEDNING & STYRELSE



## Anders Uhnér, styrelseordförande

Anders har varit styrelseordförande i SMG sedan 2011, och har en bakgrund som affärsjurist. Anders är för närvarande aktiv som Partner i advokatbyrån Karlerö Liljeblad Advokatbyrå, och har en bakgrund på andra framträdande advokatbyråer i rollen som associate. Han har en Master of Laws från Lunds Universitet.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 131 840 st (1,38 %).**



## Lena Carlberg, styrelseledamot

Lena tillträdde i SMG:s styrelse under mitten av 2019, och arbetar i nuläget som Head of Marketing på Doktor24. Hon har en lång bakgrund inom olika marknadsföringsroller, bland annat på The Coca Cola Company, Com Hem, samt Henkel Norden. Hon är utbildad inom Marketing and Business vid IHM Business School samt har en Masterutbildning inom International Marketing från London South Bank University.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 0 st (0 %).**



## Maria Andersson Grimaldi, styrelseledamot

Maria tillträdde, likväl Lena Carlberg, i SMG:s styrelse under mitten av 2019. Hon arbetar i nuläget som VD för det börsnoterade artificial- och virtual reality bolaget Bublax Group, och sitter därutöver som styrelseledamot i ett flertal bolag, bland annat börsnoterade M.O.B.A Network. Hon är utbildad inom Brand Management and Strategic Marketing vid Berghs School of Communication.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 0 st (0 %).**



## Ken Skoog, styrelseledamot

Ken har en bakgrund som chefscoach, och rådgivare samt utbildare- inom försäljning och tillväxt. Han är VD för Stracton AB, som han även grundat, och är därutöver delägare i Top of Heart samt programledare och producent av Säljpodden. Ken har haft flera ledande befattningar inom HR-koncernen Wise Group, såsom styrelseledamot och tillväxtchef, och har även varit VD för SalesOnly.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 27 000 st (0,28 %).**



## Anders Brinck, VD för Shortcut Media

Anders har varit aktiv och VD i SMG sedan 2011, och har sedan dess drivit Bolaget från en omsättning omkring 1 MSEK under år 2011 till en omsättning om ca 69 MSEK under år 2019. Anders bakgrund innan han blev VD för SMG är som investment banker på den nordiska investmentbanken ABG Sundal Collier samt som analytiker på det globala event och researchbolaget IDC. Han är utbildad civilekonom vid Handelshögskolan i Stockholm, och har utöver sin nuvarande roll som VD för SMG bland annat rollen som styrelseledamot eller ordförande i Unlimited Stories Holding AB, IB Internet Broker Classified AB, IB Internet Broker AB, CIB Holding AB och Comrado AB.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 2 181 310 st (21,65 %).**



## Lars Bilk, VD för dotterbolaget Bond Street Film

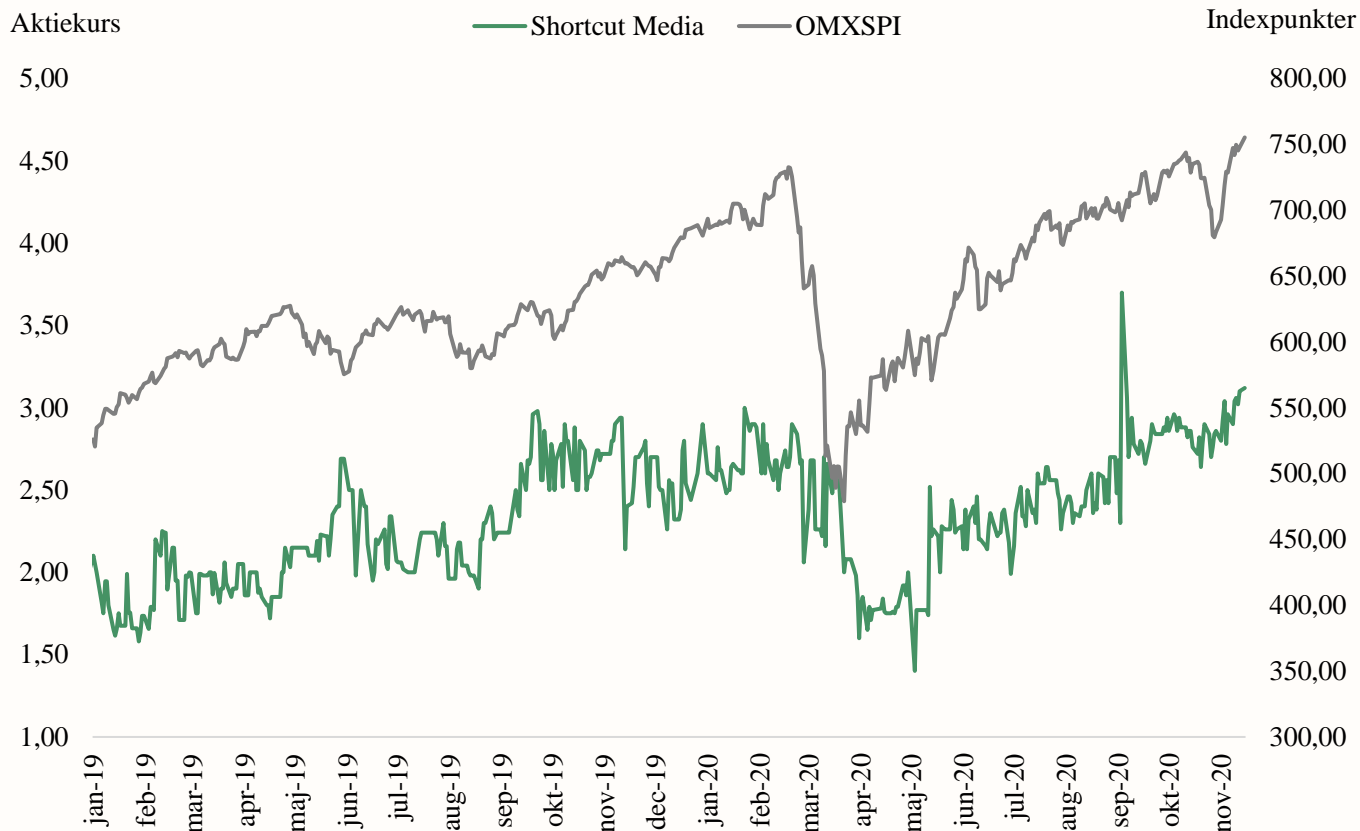
Lars är VD på Bond Street Film sedan 2006, och har framgångsrikt växt Bond Street Film till att bli ett av Sveriges främsta filmproduktionsbolag under perioden. Innan han blev VD på Bond Street Film så medgrundade han, samt innehade positionen som VD, för företaget BE.ON.D-Street Film Stockholm HB. Han är utbildad medieproducent från Linnéuniversitetet i Kalmar.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 540 149 st (5,36 %).**



## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



MSEK	2017	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	2018	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	2019	Q1-20	Q2-20	Q3-20
Nettoomsättning	63,7	14,5	15,4	12,7	17,1	59,7	18,1	18,8	13,5	18,4	68,8	18,5	13,4	10,6
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>65,3</b>	<b>14,5</b>	<b>15,4</b>	<b>12,7</b>	<b>17,1</b>	<b>59,7</b>	<b>18,1</b>	<b>18,8</b>	<b>13,5</b>	<b>18,4</b>	<b>68,8</b>	<b>18,5</b>	<b>13,4</b>	<b>10,6</b>
Råvaror och förnödenheter	-25,5	-5,5	-5,2	-5,3	-4,3	-20,3	-5,3	-6,7	-6,0	-7,7	-25,7	-6,8	-5,6	-3,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>39,7</b>	<b>9,0</b>	<b>10,2</b>	<b>7,4</b>	<b>12,8</b>	<b>39,4</b>	<b>12,8</b>	<b>12,1</b>	<b>7,5</b>	<b>10,7</b>	<b>43,1</b>	<b>11,7</b>	<b>7,8</b>	<b>6,8</b>
<i>Bruttomarginal</i>	60,9%	61,9%	66,4%	58,4%	74,7%	66,0%	70,9%	64,3%	55,4%	58,1%	62,6%	63,4%	58,1%	64,8%
SG&A	-37,6	-9,6	-9,5	-8,5	-12,0	-39,7	-10,8	-11,0	-8,1	-9,6	-39,5	-9,1	-8,4	-6,6
<b>EBITDA</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>3,6</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	3,3%					-0,4%	11,1%	5,8%	-4,5%	5,9%	5,2%	14,2%	-4,0%	2,4%
Av-/nedskrivningar av anl. Tillgångar ex Goodwill	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBITA</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>
<i>EBITA-marginal</i>	3,3%	-5,5%	3,7%	-9,6%	3,8%	-1,3%	10,3%	5,1%	-5,5%	5,0%	4,4%	13,8%	-4,8%	1,4%
Av-/nedskrivningar av anl. Tillgångar inkl. Goodwill	-3,9	-1,3	-0,8	-0,8	-1,3	-4,3	-0,8	-0,8	-0,8	-1,1	-3,4	-0,7	-0,7	-0,7
<b>EBIT</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-5,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,6</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-2,7%	-14,1%	-1,8%	-16,2%	-3,9%	-8,4%	5,9%	0,9%	-11,5%	-0,8%	0,2%	10,0%	-10,1%	-5,3%
Finansnetto	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,6	-0,1	0,6	1,1	-0,1	0,0	0,0
<b>EBT (Res. före skatt)</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,6</b>
Skatt	-0,7	-0,2	-0,2	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-0,6	0,3	-0,4	-1,2	-0,6	0,0	-0,1
<b>Nettoresultat</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,6</b>
Nettoresultat just. för Goodwillavskrivningar	1,5	-0,7	0,4	-1,0	0,5	-0,8	1,4	1,2	-0,6	1,2	3,6	1,9	-0,5	0,1
<i>Nettomarginal</i>	-4,1%	-16,0%	-3,6%	-16,5%	-2,3%	-9,0%	3,4%	0,6%	-9,8%	0,4%	0,1%	6,4%	-10,3%	-6,1%
Hänf. till moderbolagets aktieägare	0,0	-2,7	-0,6	-2,2	-0,7	-6,1	0,1	-0,5	-1,3	0,0	-1,7	1,1	-1,3	-0,7
Hänf. till minoritetsintresse	0,7	0,3	0,0	0,1	0,3	0,7	0,5	0,6	0,0	0,0	1,1	0,1	0,0	0,1

## APPENDIX

Analyst Group Bull scenario	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	68 766	60 514	100 151	124 187	150 515
Aktiverat arbete för egen räkning					
Övriga rörelseintäkter					
<b>Totala intäkter</b>	<b>68 766</b>	<b>60 514</b>	<b>100 151</b>	<b>124 187</b>	<b>150 515</b>
Råvoror och förnödenheter	-25 690	-22 176	-36 257	-44 596	-52 401
<b>Bruttoresultat</b>	<b>43 076</b>	<b>38 338</b>	<b>63 894</b>	<b>79 591</b>	<b>98 114</b>
<i>Bruttomarginal</i>	62,6%	63,4%	63,8%	64,1%	65,2%
Övriga externa kostnader	-12 236	-8 272	-14 062	-17 436	-21 098
Personalkostnader	-27 270	-25 525	-42 882	-53 173	-63 808
Övriga rörelsekostnader					
SG&A	-39 506	-33 796	-56 943	-70 610	-84 906
<b>EBITDA</b>	<b>3 570</b>	<b>4 542</b>	<b>6 951</b>	<b>8 981</b>	<b>13 208</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	5,2%	7,5%	6,9%	7,2%	8,8%
Avskrivningar av AT* ex. Goodwill	-570	-560	-550	-540	-530
<b>EBITA</b>	<b>3 000</b>	<b>3 982</b>	<b>6 401</b>	<b>8 441</b>	<b>12 678</b>
<i>EBITA-marginal</i>	4,4%	6,6%	6,4%	6,8%	8,4%
Avskrivningar av Goodwill	-3 445	-2 828	-3 188	-3 548	-3 368
<b>EBIT</b>	<b>-445</b>	<b>1 154</b>	<b>3 213</b>	<b>4 893</b>	<b>9 310</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-0,6%	1,9%	3,2%	3,9%	6,2%
Finansnetto	1 108	-80	0	0	0
<b>EBT (Res. före skatt)</b>	<b>663</b>	<b>1 074</b>	<b>3 213</b>	<b>4 893</b>	<b>9 310</b>
Skatt	-1 181	-236	-707	-1 077	-2 048
Uppskjuten skatt					
<b>Nettoresultat</b>	<b>-518</b>	<b>838</b>	<b>2 506</b>	<b>3 817</b>	<b>7 262</b>
<i>Nettomarginal</i>	-0,8%	1,4%	2,5%	3,1%	4,8%
Hämf. till moderbolagets aktieägare	-1 661	703	2 101	3 201	6 090
Hämf. till minoritetsintresse	1 142				
Analyst Group Bear scenario	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	68 766	52 950	74 130	71 906	82 692
Aktiverat arbete för egen räkning					
Övriga rörelseintäkter					
<b>Totala intäkter</b>	<b>68 766</b>	<b>52 950</b>	<b>74 130</b>	<b>71 906</b>	<b>82 692</b>
Råvoror och förnödenheter	-25 690	-20 038	-28 254	-27 406	-31 188
<b>Bruttoresultat</b>	<b>43 076</b>	<b>32 912</b>	<b>45 876</b>	<b>44 500</b>	<b>51 503</b>
<i>Bruttomarginal</i>	62,6%	62,2%	61,9%	61,9%	62,3%
Övriga externa kostnader	-12 236	-9 422	-13 190	-12 663	-14 588
Personalkostnader	-27 270	-20 725	-29 119	-28 391	-32 593
Övriga rörelsekostnader					
SG&A	-39 506	-30 147	-42 309	-41 054	-47 180
<b>EBITDA</b>	<b>3 570</b>	<b>2 765</b>	<b>3 567</b>	<b>3 446</b>	<b>4 323</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	5,2%	5,2%	4,8%	4,8%	5,2%
Avskrivningar av AT* ex. Goodwill	-570	-560	-550	-540	-530
<b>EBITA</b>	<b>3 000</b>	<b>2 205</b>	<b>3 017</b>	<b>2 906</b>	<b>3 793</b>
<i>EBITA-marginal</i>	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	4,6%
Avskrivningar av Goodwill	-3 445	-2 828	-3 188	-3 548	-3 368
<b>EBIT</b>	<b>-445</b>	<b>-623</b>	<b>-171</b>	<b>-642</b>	<b>425</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-0,6%	-1,2%	-0,2%	-0,9%	0,5%
Finansnetto	1 108	-80	0	0	0
<b>EBT (Res. före skatt)</b>	<b>663</b>	<b>-703</b>	<b>-171</b>	<b>-642</b>	<b>425</b>
Skatt	-1 181	0	0	0	-94
Uppskjuten skatt					
<b>Nettoresultat</b>	<b>-518</b>	<b>-703</b>	<b>-171</b>	<b>-642</b>	<b>332</b>
<i>Nettomarginal</i>	-0,8%	-1,3%	-0,2%	-0,9%	0,4%
Hämf. till moderbolagets aktieägare	-1 661	-590	-144	-538	278
Hämf. till minoritetsintresse	1 142				

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Shortcut Media AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

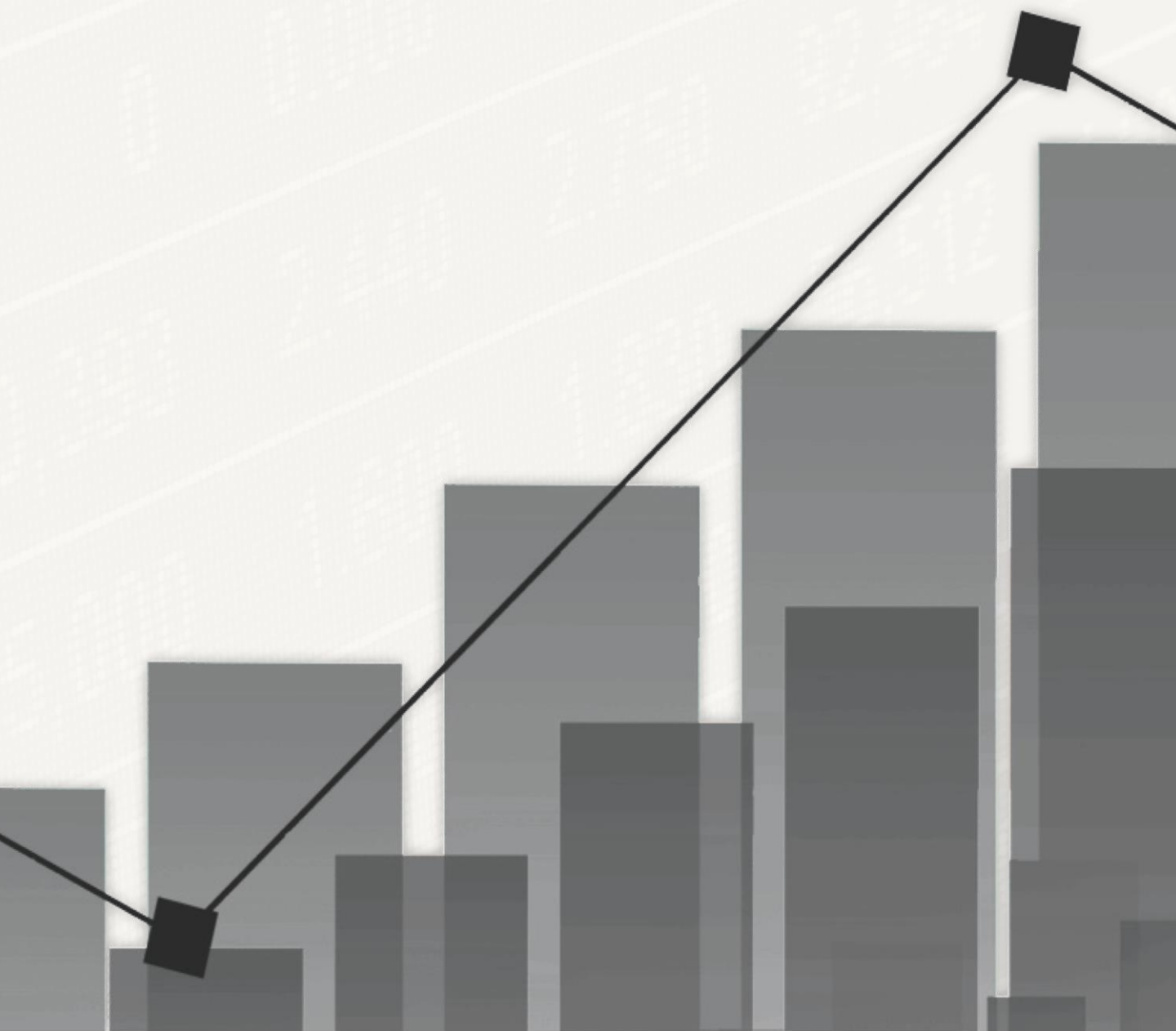
Analytiker Joakim Walldoff och Philip Johansson äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2020). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund