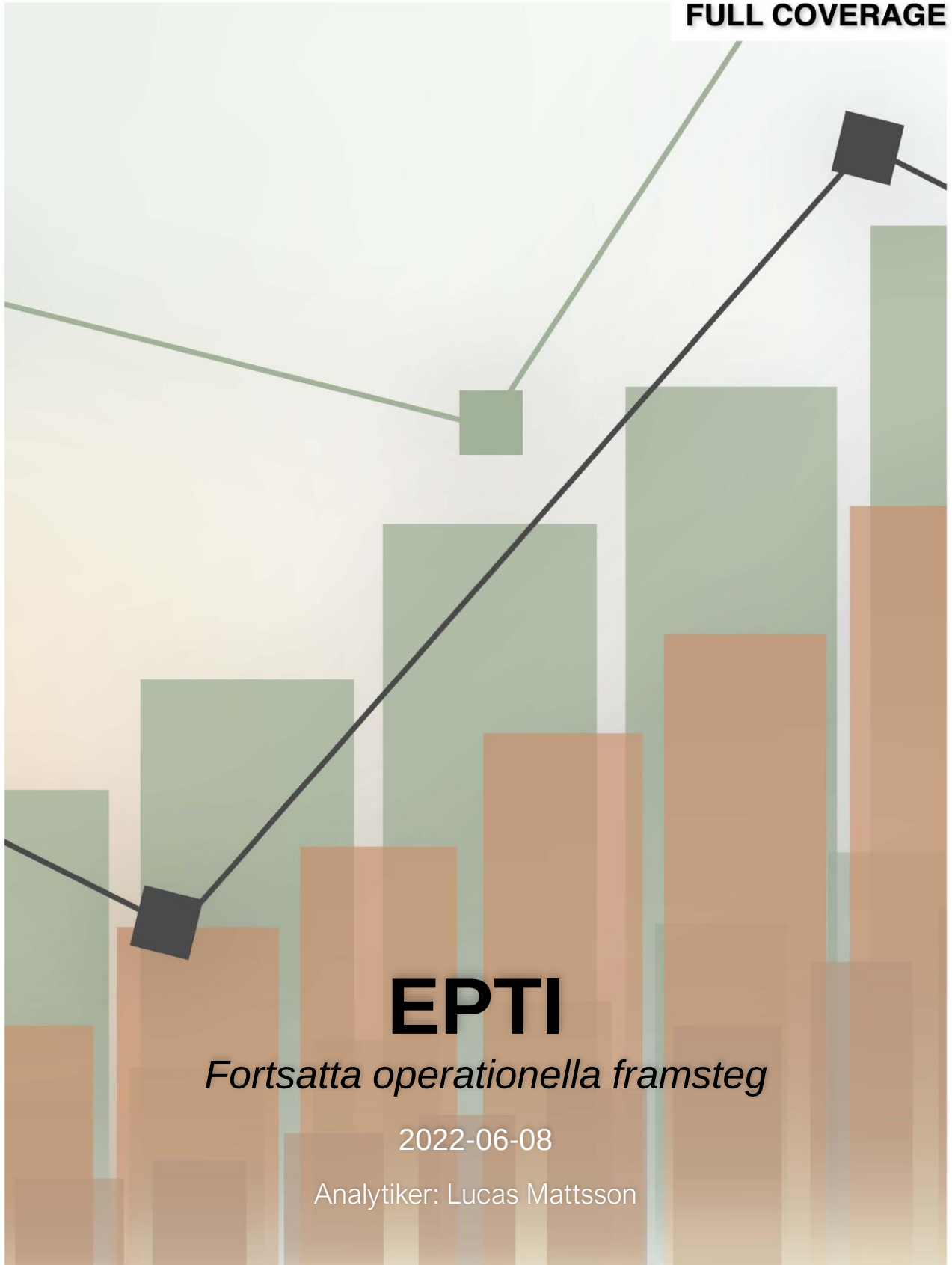


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



EPTI

Fortsatta operationella framsteg

2022-06-08

Analytiker: Lucas Mattsson

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 den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

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

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

EPTI AB ("EPTI" eller "Bolaget") grundades 2017 och investerar kapital samt operativt stöd till bolag, entreprenörer och grundare för att därigenom bygga marknadsledande innovativa företag. Bolagen i EPTI:s portfölj återfinns inom segmenten *Gaming*, *Fintech*, *Marketplace*, *SaaS* samt *Services*. Idag har EPTI en portfölj bestående av 25 bolag, varav de majoritetsägda bolagen omfattar sammanlagt cirka 225 medarbetare i sju länder runt om i Europa. Under augusti 2021 ingick EPTI och Invajo Technologies AB en avsiktsförklaring gällande ett omvänt förvärv av EPTI för notering på Nasdaq First North Growth Market, vilket genomfördes under fjärde kvartalet år 2021.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Rapportkommentar	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Portföljbolagen	9-10
Marknadsanalys	11-14
Värdering av EPTI	15-16
Bull & Bear	17-18
Ledning & Styrelse	19-20
Appendix	21
Disclaimer	22

VÄRDEDRIVARE

7 av 10

Med tanke på EPTI:s bredd i termer av antal portföljbolag finns flera värde drivare i korten, där en investerare får en option på teknikorienterade tillväxtbolag som verkar på snabbväxande marknader. Historiskt sett har EPTI levererat en NAV (*Net Asset Value*)-tillväxt om 1 758 % (2017 – 2021), vilket är ett resultat av Bolagets starka förmåga att bygga nya företag och tillförse dessa med rätt resurser. Med tanke på Bolagets framgångsrika *track-record* samt att EPTI förväntas fortsätta bygga spännande tillväxtbolag, anser Analyst Group att den mest omfattande värde drivaren framgent kommer vara EPTI:s förmåga att leverera hög NAV-tillväxt.

HISTORISK LÖNSAMHET

3 av 10

År 2020 uppvisade EPTI en EBITDA-marginal om ca 28 %, men med tanke på att EPTI gör väsentliga investeringar i sin IT-teknologi, aktiveras värdet av dessa och tas upp som en tillgång i balansräkningen. Detta medför att en intäkt under aktiverat arbete i resultaträkningen skapas, justerat för aktiverat arbete uppvisade EPTI negativa rörelsesiffror under 2020. Under Q1-22 uppvisade Bolaget fortsatt röda rörelsesiffror, dock ökade omsättningen snabbare än kostnaderna (Q-Q), vilket indikerar en positiv lönsamhetstrend. Betyget är endast baserat på Bolagets historik och är ej framåtblickande.

LEDNING & STYRELSE

7 av 10

EPTI:s ledningsgrupp har olika bakgrunder med global marknadserfarenhet, vilket skapar en mångfald av perspektiv som behövs för att leda framtidens företag. Bolagets VD, Arli Mujkic, startade sitt första bolag som 14-åring och har sedan dess samlat på sig flera erfarenheter och kompetenser inom bolagsbyggande och investeringsprocesser. Arli kontrollerar ca 50 % av Bolaget, vilket ingjuter förtroende. EPTI har dessutom en stark ägarbild, bl.a. i form av Sebastian Nyaiesh, Harald Mix, Gerard De Geer och Felix Granander.

RISKPROFIL

6 av 10

Att växa med 3-5 portföljbolag per år är utmanande och bedöms kräva både tids- och kapitalmässiga investeringar för att en positiv värdeutväxling ska kunna genereras. Större delen av investeringsrisken bedöms ligga i att affärsområdet *Internal Ventures* inte utvecklas enligt plan, att färre bolag än tänkt startas eller att företagen inte når en tillfredsställande försäljningsnivå och lönsamhet. Tillväxt i sig är dessutom ofta kostsamt och positiva marginaler kan dröja. Med tanke på att EPTI är ett investeringsintensivt bolag och att Bolaget genererar ett negativt kassaflöde, kan externa kapitalanskaffningar framgent inte uteslutas.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuellt 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.



Trots att stora delar av det första halvåret av år 2022 har präglats av låg riskvilja och ett återhållsamt klimat för kapitalanskaffningar, lyckades EPTI under Q1-22 bibehålla Bolagets substansvärde samt öka omsättnings-tillväxten med 495 %. Detta, i kombination med en rapporterad organisk tillväxt om 56 %, anser Analyst Group vara ett bevis på att Bolagets växande ekosystem bidrar till att portföljbolagen kan accelerera tillväxten genom operativt stöd inom koncernen. Genom en *Sum of the Parts* (SOTP)-värdering av nuvarande portföljbolag, i kombination med tillämpad substansrabatt samt investeringsbart kapital, härleds ett motiverat värde per aktie om 8,1 kr i ett Base scenario för EPTI.

Strategiskt köp i en attraktiv förvärvsmiljö

Vid utgången av Q1-22 förvärvade EPTI, genom Bolagets helägda dotterbolag EPTI Factory, SEO-bolaget Adhype AB. Företaget grundades år 2017 och har idag en stor andel återkommande intäkter från bl.a. LuckyCasino, Workamo och Glitnor Group. Genom förvärvet stärks EPTI:s djupa operationella stöd inom sökordsoptimering vilket är av stor betydelse i utvecklingen av digitala start-up bolag. Den initiala köpeskillingen uppgår till 16,5 MSEK, vilket motsvarar ca 5,9x Adhypes EBITDA-resultat på 2021 års rapporterade siffror. Såvitt vi kan tolka det, utifrån den information som finns tillgänglig, så sker förvärvet till en billig prislapp, med hänsyn till att Adhype ökade omsättning med 66 % (YoY) och levererade en rörelsemarginal om ca 52 % under år 2021.

Fortsatt attraktiv risk-reward

Hittills har år 2022 inneburit geopolitiska spänningar och ökad inflation, vilket i kombination med osäkerhet kring fortsatt höjda räntor kan, enligt vår åsikt, bero på att EPTI handlas till en substansrabatt om 60 %¹. Givet att Bolaget skulle förvärfas till aktuellt börsvärde, motsvarar det ungefär värdet av innehaven i EPTI Core, vilka anses vara värderade till konservativa värderingsmultiplar alternativt till nyligen genomförd transaktion. Resterande innehav skulle erhållas gratis, vilket innefattar 21 innovativa bolag med goda förutsättningar för att växa inom EPTI:s bevisade ekosystem. Således anser Analyst Group att nuvarande börsvärde fortsatt bjuder in till en attraktiv investeringsmöjlighet med god risk-reward.

Uppdaterat värderingsintervall

Vi anser att EPTI utvecklas i god takt med ökad organisk tillväxt och bibehållet substansvärde, i ett utmanande klimat för tillväxtbolag. Med hänsyn till portföljbolagens operationella utveckling samt EPTI:s senaste förvärv, har vi valt att öka vårt motiverade substansvärde i ett Base scenario. Dock, för att reflektera marknadens ökade riskpremie så har vi justerat applicerad substanspremie-/rabatt, samt med hänsyn till ökat antal aktier och minskat investeringsbart kapital, har vi uppdaterat värderings-intervallet.

AKTIEKURS | 3,5 kr

VÄRDERINGSINTERVALL		
BEAR	BASE	BULL
3,5 kr	8,1 kr	10,6 kr

EPTI AB			
Senast betalt (2022-06-07) (SEK)			3,5
Antal Aktier (st.)			106 813 536
Market Cap (MSEK)			373,8
Investeringsbart kapital (MSEK)			31,7
Enterprise Value (MSEK)			370,4
V.52 prisintervall (SEK)			n.a.
Lista		Nasdaq First North Growth Market	
UTVECKLING			
1 månad			-26,2 %
3 månader			-28,3 %
1 år			n.a.
YTD			-56,4 %
HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)			
1. Arli Mujkic	47,1 %	6. Mpso Holding	3,4 %
2. Allanova AB	6,7 %	7. Sebastian Nyaiesh	2,3 %
3. Nordnet Pension	4,2 %	8. Avanza Pension	2,3 %
4. Måns P. Söderlind	3,6 %	9. Felix Granander	1,7 %
5. Tord Lendau	3,5 %	10. William Moulod	1,5 %
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör			Arli Mujkic
Styrelseordförande			Tord Lendau
FINANSIELL KALENDER			
Kvartalsrapport #2 2022			2022-08-18
VÄRDERING (BASE SCENARIO)		Motiverat substansvärde per 2022-05-31	Andel av Portföljen
Gaming (tSEK)		91 017	9,0 %
Fintech (tSEK)		51 948	5,1 %
Marketplace (tSEK)		88 881	8,8 %
SaaS (tSEK)		260 846	25,8 %
Core (tSEK)		487 908	48,2 %
Investeringsbart kapital		31 692	3,1 %
Substansvärde (tSEK)			980 600
Substanspremie (+) / Substansrabatt (-)			-15 %
Investeringsbart kapital (tSEK)			31 692
Motiverat börsvärde (tSEK)			865 202
Pris per aktie (SEK)			8,1

¹ Baserat på EPTI:s börsvärde (2022-06-07) om 374 MSEK, samt Bolagets substansvärde om 925 MSEK vid utgången av Q1-22, inkluderat investeringen i Adhype och Moblrn.

RAPPORTKOMMENTAR Q1-22

Nettoomsättningen växer med 495 %

För det första kvartalet år 2022 uppvisar EPTI koncernen en nettoomsättning om 54,0 MSEK (9,1), vilket motsvarar en tillväxt om 495 % mot jämförbart kvartal år 2021. Under Q1-22 har affärsområdet EPTI Core, vilket innefattar interna bolag som tillhandahåller operativt stöd till portföljbolagen samt utför externa utvecklingsuppdrag, bidragit starkt till koncernen med en nettoomsättning om 45,7 MSEK (13,8), motsvarande en tillväxt om 330 % jämfört med Q1-21. Affärsområdet EPTI Incubation, vilket innefattar majoritetsägda tillväxtbolag, har procentuellt sätt vuxit starkast under kvartalet med en nettoomsättning uppgående till 21,6 MSEK (4,8), vilket motsvarar en tillväxt om 511 % mot jämförbart kvartal föregående år.

**56 %
ORGANISK
TILLVÄXT**

Under Q1-22 levererar EPTI återigen en stark tillväxt, där vi anser att den organiska tillväxten framförallt är ett viktigt mått för att mäta portföljbolagens operativa utveckling. Under perioden uppgick koncernens organiska tillväxt till 56 %, vilket Analyst Group ser som en stark utveckling samt ett kvitto på att Bolagets växande ekosystem bidrar till att portföljbolagen kan accelerera tillväxten genom operativt stöd inom koncernen

Utveckling av Bolagets kostnadsbas

Sett till de totala rörelsekostnaderna, exklusive avskrivningar, uppgick dessa till ca -74,6 MSEK (-11,9) under Q1-22, motsvarande en ökning om 528 %. Procentuellt är det en stor ökning, däremot befinner sig EPTI i ett helt annat stadiet och är ett betydligt större bolag idag jämfört med Q1-21, varför jämförelsen blir något missvisande. Jämför vi istället med senaste kvartalet (Q4-21), vilket å andra sidan inte tar höjd för eventuella säsongsvariationer, ökade rörelsekostnaderna med 7 % samtidigt som nettoomsättningstillväxten (Q-Q) uppgick till 17 %, vilket betyder att omsättningen har ökat snabbare än kostnaderna under första kvartalet år 2022 jämfört med Q4-21. Sammantaget anser vi att EPTI har utvecklats med en god kostnadskontroll under perioden, där affärsområdet EPTI Core uppvisar en stabil EBITDA-marginal om 14 %, samtidigt som omsättningen har stigit snabbare än kostnaderna i EPTI Incubation, vilket indikerar en positiv lönsamhetstrend.

**POSITIV
LÖNSAMHETS-
TREND**

Vid utgången av Q1-22 uppgick investeringsbart kapital till ca 38,7 MSEK, varav 25,7 MSEK utgör kassa och resterande 13 MSEK består av en checkräkningskredit. Analyst Group ser positivt på att EPTI fortsatt har ett stabilt investeringsbart kapital, då vi anser att det är väsentligt för att fortsätta exekvera på Bolagets förvärvsstrategi, samtidigt som det kan vara svårt att ta in externt kapital från aktiemarknaden i det rådande kyliga klimatet för framför allt utvecklings- och tillväxtbolag med låg lönsamhet.

Substansvärdet ökade med 1 % och uppgick till 844 MSEK

Vid ingången av år 2022 uppgick EPTI:s substansvärde till ca 836 MSEK och under första kvartalet år 2022 har Bolaget haft en total värdeökning om ca 8 MSEK, vilket innebär att EPTI:s substansvärde vid utgången av mars år 2022 uppgick till ca 844 MSEK, detta trots att riskviljan bland investerare har minskat, vilket har skapat ett mer återhållsamt klimat för kapitalanskaffningar. Under perioden har Bolagets substansvärde påverkats positivt främst till följd av förvärvet av Linky Tech AB och EPTI:s utökade ägande i portföljbolaget Moblrm, vilket totalt summerar till en ökning om ca 75 MSEK. Samtidigt har EPTI:s substansvärde påverkats negativt främst till följd av att EPTI Factorys värdering har minskat under kvartalet. Detta på grund av att EPTI Factorys värdering baseras på Bolagets EBITDA-resultat (rullande 12 månader), vilket har minskat under perioden.

Efter periodens utgång har EPTI:s helägda dotterbolag EPTI Core förvärvat 100 % av aktierna i SEO-bolaget Adhype AB, vilket förväntas tillföra 75 MSEK till EPTI:s substansvärde. Vidare förvärvade EPTI ytterligare 45 % av aktierna i det tidigare minoritetsägda portföljbolaget Mäklarappen Sverige AB (Immomer), genom transaktionen ökar EPTI:s substansvärde med ytterligare ca 13 MSEK. Givet EPTI:s två senaste transaktioner, samt utgående substansvärde per den sista mars år 2022, förväntas EPTI:s totala substansvärde uppgå till ca 925 MSEK, enligt Analyst Groups beräkningar. Baserat på Bolagets marknadsvärde (2022-06-07) om 374 MSEK, handlas EPTI till en rabatt om ca 60 %, vilket vi inte anser är rättfärdigat med tanke på dels att EPTI:s portföljbolag fortsätter att göra operationella framsteg, dels med hänsyn till att EPTI agerar som en aktiv ägare i onoterade tillväxtbolag vilket är svårt för den enskilde spararen att spegla själv, varför Analyst Group anser att nuvarande börsvärde fortsatt bjuder in till en attraktiv investeringsmöjlighet med god *risk-reward*.

**ATTRAKTIV
RISK-
REWARD**

INVESTERINGSIDÉ

The EPTI way – for founders, by founders

EPTI:s vision är att vara en Venture Builder för grundare, av grundare, vilket är något som saknas på framför allt den svenska marknaden men även i Europa i stort. Med Bolagets investeringsmetodik och erfarenhet av att bygga bolag, blir EPTI en genväg för grundare som sparar mycket tid och pengar, vilket även ökar chansen för portföljbolagen att lyckas. Timing är allt, och hur lång tid det tar för startups att resa kapital är betydelsefullt för att bolaget ska lyckas. Genom att EPTI tillhandahåller både monetära resurser och humankapital till portföljbolagen, kan entreprenörerna i högre grad fokusera på kärnutvecklingen av bolaget, vilket resulterar i att startups skapade av Venture Builders i genomsnitt når första finansieringsrundan efter ca 25 månader, jämfört med 56 månader för traditionella startups. Vidare är genomsnittet för traditionella startups till exit omkring 6,6 år, medan de bolag skapade av Venture Builders gör en exit efter ca 3,9 år i genomsnitt. EPTI:s kostnads- och tidseffektiva modell kan således leda till en högre förväntad lönsamhet i investeringen. Enligt en undersökning av GSSN (2021) genererade startups skapade av Venture Builders en genomsnittlig *Internal Rate of Return* (IRR) om 53 %, jämfört med omkring 21 % för ”traditionella” bolag.

Brett nätverk av välkända entreprenörer

EPTI:s ledningsgrupp består av personer med relevanta bakgrunder och med global marknadserfarenhet, vilket skapar en mångfald av perspektiv som är minst sagt värdefullt för att kunna tillvarata och vidareutveckla olika affärsmöjligheter. Bolagets VD, Arli Mujkic, startade sitt första bolag redan som 14-åring och har sedan dess fortsatt att skaffa sig erfarenheter och kompetenser inom bolagsbyggande och investeringsprocesser. Utöver ledningsgruppen har EPTI ett brett nätverk, s.k. EPTI Orbit, av framgångsrika entreprenörer. Orbit är ett nätverk som består av över 100 investerare, rådgivare och entreprenörer, vilka regelbundet uppdateras om de senaste nyheterna, potentiella investeringar och försäljningar. Inom nätverket återfinns välkända personer som Erik Selin (Balder), Björn Ulvén (ABBA), Trustly, Schibstedt, Bonnier m.fl. Sammantaget har EPTI:s nyckelpersoner ett starkt *track-record* av att hitta goda investeringsmöjligheter, för att därefter exekvera och realisera inneboende värde.

Flera värddrivare på kort- och medellång sikt

Under Q1-22 har EPTI:s arbete med att bygga upp ett framgångsrikt ekosystem inom företagsbyggande burit frukt inom flertalet vertikaler, då portföljbolagen har tagit viktiga operativa framsteg. Konsult och verksamhetsutvecklaren Actea fortsätter vinna förtroende hos Försvarets materielverk vilket har resulterat i en ny order om 9 MSEK, nätpoteket Apatkamom har både erhållit full licens i Bosnien och passerat milstolpen om en orderökning om 1 000 % (R12). IT-konsultbolaget Axakon har slagit både omsättnings- och vinstrekord under första kvartalet år 2022. Därtill levererade gig-plattformen Workamo nya rekord under kvartalet, både avseende omsättning och antal nya frilansare på plattformen. Således anser Analyst Group att flera av EPTI:s portföljbolag har utvecklats med starkt momentum under den senaste perioden. Vid utgången av Q1-22 förvärvade EPTI, genom Bolagets helägda dotterbolag EPTI Factory, SEO-bolaget Adhype AB, vilka har en stor andel återkommande intäkter från bl.a. LuckyCasino, Workamo och Glitnor Group. På pro forma-basis bidrar förvärvet med ett förbättrat EBITDA-resultat på koncernnivå om 1,3 MSEK till -10,7 MSEK under Q1-22, och givet att Adhype fortsätter att utvecklas väl estimeras bolaget bidra ytterligare till koncernens lönsamhet samt substansvärde, vilket Analyst Group ser som en stark värddrivare framgent.

Substansvärde om ~981 MSEK

För att härleda en värdering av EPTI har en *Sum of the Parts* (SOTP)-värdering tillämpats. Värderingen är, för de portföljbolagen där data finns tillgängligt, baserad på framräknade värderingsmultiplar, varpå bolagsvärden kan härledas. I de fall där data avseende omsättning eller rörelseresultat för portföljbolag saknats, och värderingsmultiplar därmed ej kunnat appliceras, har EPTI:s egna värderingar av portföljbolagen applicerats i kombination med Analyst Groups egna antaganden och uppskattningar utifrån tillgängliga marknadsobservationer. Baserat på detta estimeras det sammanlagda substansvärdet av EPTI:s portföljbolag uppgå till ca 981 MSEK. Justerat för en substansrabatt om 15 % samt investeringsbart kapital om 31,7 MSEK, ger det en fundamental värdering av EPTI om 865 MSEK (börsvärde), motsvarande ett pris per aktie om 8,1 SEK i ett Base scenario.

25 MÅNADER
FRÅN START
TILL FÖRSTA
KAPITALRUNDA

+100
INVESTERARE I
NÄTVERKET

1 000 %
ORDERÖKNING

8,1 KR
PER AKTIE
I ETT BASE
SCENARIO

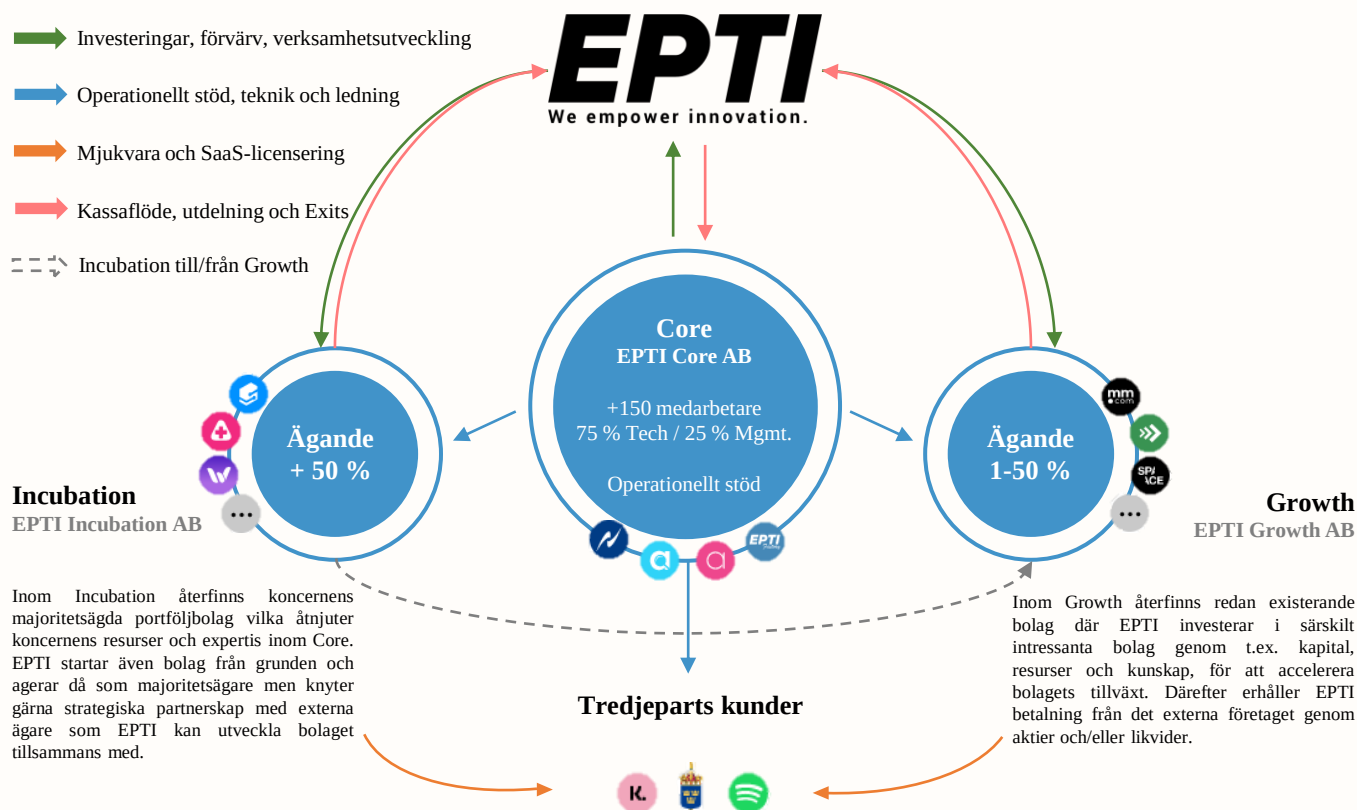
BOLAGSBESKRIVNING

**+225
ANSTÄLLDA
INOM
KONCERNEN**

EPTI är en Venture Builder som grundades år 2017, vilka tillhandahåller operativt stöd till entreprenörer och medgrundare för att bygga marknadsledande innovativa företag. EPTI skiljer sig mot ett konventionellt riskkapitalbolag då EPTI, utöver att investera kapital i startup-bolagen, även förser dessa med operativt stöd i termer av resurser, teknik, kommersiell exekvering, erfarenhet och marknadsföring. Portföljbolagen kan således dra nytta av ett omfattande ekosystem av erfarna entreprenörer, kapital, kompetens och marknadsexpertis, vilket leder till en snabbare affärsutveckling samt kortare *time-to-market*. Bolaget förvärvar och investerar i tech-bolag med fokus på segmenten *Gaming*, *Fintech*, *Marketplace*, *SaaS* samt *Services*. EPTI har utvecklat samt investerat i över 25 bolag och är idag verksamma i sju länder i Europa med över 225 anställda.

Affärsmodell

EPTI:s affärsmodell består av tre områden; *Core*, *Incubation* och *Growth*, vilka tillsammans bidrar till att utveckla idéer och bygga företag genom samskapande och kompetensutbyte. Core utgör grunden i EPTI, och inom området återfinns interna bolag samt resurser, vilka på daglig basis tillhandahåller djupt operativt stöd till koncernens portföljbolag. Affärsområdet tar även egna externa utvecklingsuppdrag vilket bidrar med stabila kassaflöden som kan finansiera andra delar av verksamheten. Inom Growth återfinns redan existerande bolag som har det som krävs för att med EPTI:s hjälp skala upp verksamheten och ta en ledande position. Detta innebär att EPTI går på djupet för att identifiera på vilket sätt EPTI kan bidra till det specifika bolaget, vilket kan vara genom t.ex. kapital, resurser och kunskap, därefter erhåller EPTI betalning från det externa företag genom aktier och/eller likvider. Det tredje benet i EPTI:s affärsmodell är Incubation, vilket innefattar koncernens majoritetsägda portföljbolag vilka åtnjuter koncernens resurser och expertis inom Core. EPTI startar även nya bolag, vilket innebär att EPTI genererar affärsidén och produkten internt, samt bygger det egna bolaget från grunden. EPTI agerar då som majoritetsägare men knyter gärna strategiska partnerskap med externa ägare som EPTI kan utveckla bolaget tillsammans med. Tillsammans utgör affärsmodellen EPTI:s växande ekosystem och erbjudande inom *company building*.



BOLAGSBESKRIVNING

EPTI Core – kärnan i modellen

EPTI Core är ett affärsområde inom EPTI-koncernen, vilket innefattar dotterbolagen EPTI Factory, Axakon, Actea och Adhype. Dotterbolagen arbetar med att tillhandahålla tjänster för att kunna bygga, lansera och skala upp teknikbolag från grunden. En stor del av medarbetarna är ingenjörer och utvecklare men det återfinns även designers, marknadsförare, projektledare och allt annat som krävs för att ta fram och lansera en lyckad teknisk produkt eller tjänst. Eftersom EPTI fokuserar på flera huvudsegment, innebär detta också att kompetensen i EPTI Core ska kunna tillgodose de olika behoven som kan tänkas finnas i Venture-bolagen. Inom EPTI Core arbetar ca 150 medarbetare fördelat över alla de länder och huvudsegment som EPTI är verksamma inom.

Dotterbolagen inom EPTI Core fungerar i praktiken som konsultbolag, vilka utför arbetsinsatser som sedan faktureras. EPTI Core erhåller delar av ersättningen via likvida medel och resterande andel växlas till aktier i det specifika bolaget. EPTI växlar vanligtvis mellan 25-50 % av värdet av den totala arbetsinsatsen till aktier men modellen möjliggör att växla 100 % i de fallen det bedöms vara det bästa alternativet. Med tanke på att EPTI investerar resurser i bolag mot både en andel aktier och en andel kontant, får investeraren en stor potentiell uppsida genom indirekt ägande i flera spännande teknikbolag, samtidigt som affärsmodellen genererar kassaflöde, vilket ger en låg nedsida och medför att EPTI kan kalibrera risknivån genom att justera mängden aktier och mängden likvid betalning.

Affärsmodellen skapar synergieffekter från två håll

EPTI:s portföljbolag verkar *som nämnt* inom snabbt växande marknader. Portföljbolagen är placerade i ett segment med liknande affärsmodeller och på så sätt skapas både vertikala- och horisontella synergier. Vertikala synergieffekter skapas med andra av EPTI:s portföljbolag inom samma segment. Ett sådant exempel SaaS Store, vilket är en marknadsplats för SaaS-produkter såsom CRM-system och affärssystem, vilket öppnar upp för korsförsäljning av exempelvis Invajos tjänster, samt kompetensutbyte inom segmentet. Horisontella synergieffekter skapas över de olika segmenten, t.ex. då portföljbolagen är etablerade på olika marknader, vilket gör att bolagen kan dra nytta av varandras expertis och nätverk för att nå ut på nya marknader.

HORISONTELLA SYNERGIER



Intäkts- och avkastningsmodell

EPTI förväntas avyttra bolag efter 3-5 år av ägande, samtidigt tillkommer nya bolag löpande vilket väntas ske i en takt om 3-5 portföljbolag per år. EPTI har både möjligheten att behålla dotterbolagen inom koncernen, eller vid uppnådda mål sälja hela- eller delar av innehavet. Över tid erhåller EPTI kassaflöde via dotterbolagen där EPTI äger majoriteten av aktierna, aktieutdelningar i portföljbolagen samt vid försäljning av aktier. I takt med att portföljbolagen växer och ökar sitt marknadsvärde, ökar EPTI:s substansvärde vilket leder till ökat aktieägarvärde.

HÖG UPPSIDA
(AKTIER)
LÅG NEDSIDA
(KASSAFLÖDE)

3 – 5
NYA PORTFÖLJ-
BOLAG PER ÅR

PORTFÖLJBOLAGEN: INTERNAL VENTURES

I dagsläget består EPTI:s portfölj av 25 bolag inom segmenten Gaming, Fintech, Marketplace, SaaS och Services. Nedan följer en kort presentation av ett urval av portföljbolagen, samt ägarandel i respektive bolag. För mer information om samtliga av EPTI:s bolag, se följande [länk](#).



SAAS

SaaS Store är en digital marknadsplats för *Open Source*-mjukvara, likt ett AppStore och PlayStore för mjukvara. SaaS Store är utformad som en modern marknadsplats för att starta, växa och hantera digitala företag. Marknadsplatsen innehåller en bred täckning av lösningar för olika affärsområden: e-handel, mjukvaruutveckling, kundsupport, CMS, ERP, CRM etc.

Ägarandel: 100 %



Linky är ett Platform-as-a-Service bolag med en *Progressive Web App* (PWA) för slutanvändaren. Plattformen förenklar parkering och laddning för både bestånd och slutanvändarna genom att plattformen används direkt via länk eller QR-kod, utan app och konto. Att starta en parkering eller laddningssession tar därför inte mer än några sekunder där betalningar utförs smidigt med lösningar som Swish eller liknande.

Ägarandel: 74 %



MARKETPLACE

Desti.one erbjuder en skalbar plattform för befintliga resewebbplatser med integrationer mot befintliga bokningssystem. Den kombinerar bokningssystem för transport, boende och aktiviteter i en enkel lösning. Med lösningen gör bolaget det möjligt för resebranschens intressenter att monetarisera på tidigare oanvänd trafik.

Ägarandel: 57 %



Apotekamo är en marknadsplats för apotek, inriktat mot Öst- och Centraleuropa. Genom plattformen kan olika apotek ansluta sig, där Apotekamo tar en andel av varje köp som genereras via plattformen. Apotekamos tekniska plattform erbjuder också leverantörers orderhantering och betalningslösningar för att få ut sina produkter till slutkonsument.

Ägarandel: 50 %



FINTECH

SmartFormular möjliggör att användaren enkelt bygga egna formulär med betal- och signeringsmöjligheter. Formulären kan användas i syfte för patientdata och anamnesblad digitalt, smarta kontrakt, teckningssedlar mm. Fördelen med SmartFormular är att användaren kan fylla i dessa formulär med sin egen smartphone genom att scanna en QR-kod, länk eller SMS-länk

Ägarandel: 100 %



Workamo är en plattform för att underlätta för aktörerna inom gig-ekonomin och erbjuder tjänster för både gig-arbetande frilansare och för företag som anlitar gig-arbetare. Workamo gör det möjligt för både frilansare och företag som verkar inom gig-ekonomin att enkelt ta och få betalt till ett lågt pris till schyssta villkor. Allt sker genom en digital och automatiserad process i partnerskap med delägaren PE Accounting.

Ägarandel: 50 %



CORE

Axakon är ett IT-konsultbolag med fokus på mjukvaruutveckling och hjälper kunder i alla branscher som vill vara i digital framkant. Axakon erbjuder fullstack utveckling oavsett om projekten är i tidigt skede eller i en senare fas. Axakon drivs av att skapa en trivsamt arbetsmiljö som passar alla och vill bygga företaget tillsammans.

Ägarandel: 91 %



Actea Consulting har över 20 års erfarenhet som ett leverantörsoberoende konsultbolag. Bolagets värdeerbjudande utgörs av att som verksamhetskonsulter, med djupa insikter i samspillet mellan riktning, struktur och kultur, hjälpa organisationer i förändring och därigenom kunna realisera konkreta samt varaktiga förbättringsresultat i vardagen hos kundföretagen. Acteas kunder utgörs för närvarande av kommuner, landsting och myndigheter samt privata företag

Ägarandel: 100 %

PORTFÖLJBOLAGEN: EXTERNAL VENTURES

StoreChatt

StoreChatt har skapat en kommunikationsapp för personal i butik och varuhus, vilket möjliggör för medarbetare att kommunicera med varandra på ett enkelt, engagerande och produktivt sätt. Med hjälp av lösningen kan butiken öka kommunikationen, dela mer kunskap, skicka info om kampanjer och anteckna arbetsuppgifter inför nästa arbetspass. Detta leder till en bättre drift, vilket i sin tur ger kunderna bästa möjliga service.

SAAS

Ägarandel: 35 %

Hubbster

Hubbster erbjuder integrerade metoder, digitala verktyg och kompetens för en kontinuerlig förbättringscykel i syfte att frigöra och höja medarbetarnas motivation, engagemang och resultat kopplat till olika strategiska initiativ. Hubbster har en bred kundbas med välkända kunder såsom Assa Abloy, Husqvarna, Danske Bank, Scania och Apoteket.

Ägarandel: 9 %

TRIGGY

Stay ahead of the game

Triggy adresserar marknaden för sport betting och erbjuder en innovativ plattform som kombinerar live sport- och odds data, vilket möjliggör för spelare att schemalägga relevanta odds. Spelare lägger till det de är intresserade av att få notiser om och Triggy följer det aktuella spelet. Bolagets kundbas består av välkända varumärken som t.ex. Pinnacle, Leovegas och Sportsbet.io.

GAMING

Ägarandel: 3 %

SPACE

SPACE är ett digitalt kulturcenter i centrala Stockholm, en fysisk mötesplats för den digitala generationen. Här kombineras några av de viktigaste ingredienserna inom digital kultur – gaming, musik, content creation och digitalt know-how, allt under samma tak. Ett inkluderande hus där människor kan träffas, samarbeta och skapa tillsammans – ett community där nya formationer och affärsidéer tar fart.

Ägarandel: 4 %

model

management.com

ModelManagement.com har ett ekosystem med över en miljon modeller och influencers över hela världen, däribland återfinns också varumärken som MTV, H&M och Garnier, flera agenturer och fotografer vilka i sin tur innehar över tio miljoner modellbilder. Bolaget ser stora möjligheter att med artificiell intelligens och blockkedjetechnik hjälpa modeller samt deras klienter kring immateriella rättigheter och säkra betalningar.

MARKETPLACE

Ägarandel: 4 %



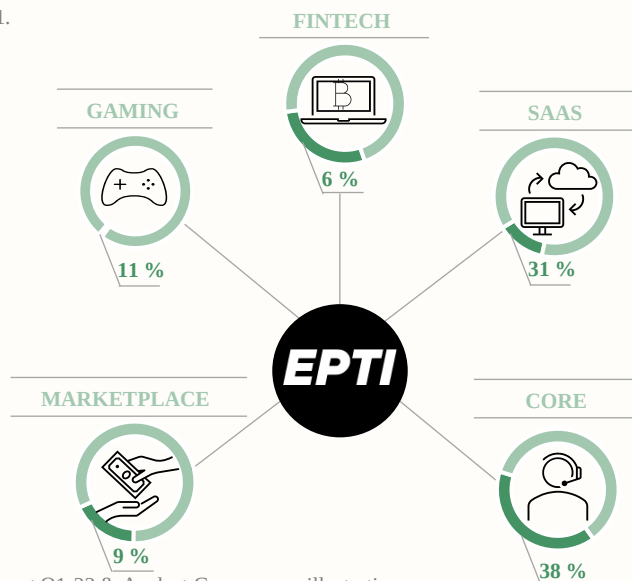
Nordic Executive Medicine

Nordic Executive Medicine (NEM) arbetar med personlig hälsoutveckling för bl.a. företagsledare och entreprenörer. NEM erbjuder omfattande medicinska hälsoplaner till personer som behöver mildra och förebygga sjukdomar samt optimera hälsa och energinivåer. Bolaget skapar individuella hälsoplaner som innehåller livsstilsrekommendationer, kost, sömn och medicinsk rådgivning.

Ägarandel: 15 %

EPTI har en diversifierad bolagsportfölj med exponering mot flera segment.

Respektive segments andel av portföljen i relation till substansvärdet inkl. investeringsbart kapital (5 %) per 2022-03-31.



EPTI delårsrapport Q1-22 & Analyst Groups egna illustration.

MARKNADSANALYS

Nedan följer en bakgrund till Venture Building, där modellen jämförs med traditionell Venture Capital. Vidare presenteras framgångshistorier inom Venture Building, vilka har bevisat att det finns ett värde att bidra med operativt stöd till portföljbolagen.

Idealab – starten för en framgångsrik modell

560
VENTURE
BUILDERS
GLOBALT

Venture Builders har haft en explosiv tillväxt de senaste åren, enligt Enhance Ventures finns det ca 560 Venture Builders verksamma globalt. Idealab grundades år 1996 och brukar porträtteras som starten för Venture Building. Över de två senaste årtionden har Idealab lanserat fler än 100 bolag, varav 5 % av bolagen som Idealab har byggt har blivit *unicorns*, motsvarande ett värde överstigande 1 mdUSD. I jämförelse till detta blir endast ~1,3 % av alla traditionella startup-bolag *unicorns* i genomsnitt.

Traditionell Venture Capital		Idealab Venture Builder
33 %	+37 procentenheter	70 %
Success rate av Portföljbolag		Success rate av Portföljbolag
28 %	+7 procentenheter	35 %
Exit via IPO eller förvärv		Exit via IPO eller förvärv
1 %	+4 procentenheter	5 %
Av dessa blev Unicorns		Av dessa blev Unicorns

Rocket Internet

Idealab skapade en framgångsrik modell vilken flera Venture Builders har inspirerats av under senare tid. Rocket Internet grundades år 2007 och har sedan dess byggt- samt operationellt utvecklat företag inom olika vertikaler i flera länder. Rocket ligger bakom framgångshistorier som *Zalando*, *Delivery Hero* och *HelloFresh*, vilka idag värderas till omkring 10 mdEUR, 9 mdEUR respektive 6 mdEUR.

Atomic Venture

Atomic Venture grundade bolaget *Hims & Hers* år 2017, vilka är verksamma inom digital hälsa. Omkring tre år efter att bolaget lanserades annonserade *Oaktree Acquisition Corp.* att bolaget skulle börsnotera *Hims & Hers* via en SPAC, till en värdering om 1,6 mdUSD. Vidare har Atomic byggt upp bolag som t.ex. *Bungalow*, en digital marknadsplats för bostäder. *Bungalow* har mer än tredubblat sin värdering till över 600 mUSD på två år.

Science Inc.

Science grundades 2011 och bolagets portfölj har rest mer än 800 mUSD, med förvärv överstigande 1,3 mdUSD. Totalt har bolaget gjort 8 exits i bl.a. *Dollar Shave Club* (Unilever), *Famebit* (Google/YouTube), *HelloSociety* (NYTimes), *DogVacay* (Rover) och *PlayHaven* (RockYou).

Det är således tydligt att det finns ett flertal exempel på Venture Building-aktörer som under de senaste +20 åren har bevisat värdet av en sådan modell. I dagsläget är dock antalet börsnoterade Venture Builders endast ett fåtal, där EPTI blir en möjlighet för investerare att få exponering mot Venture Building-modellen.

 zalando

 Delivery Hero

 HelloFRESH

 hims & hers

 BUNGALOW

 DOLLAR SHAVE CLUB

 DogVacay

MARKNADSANALYS

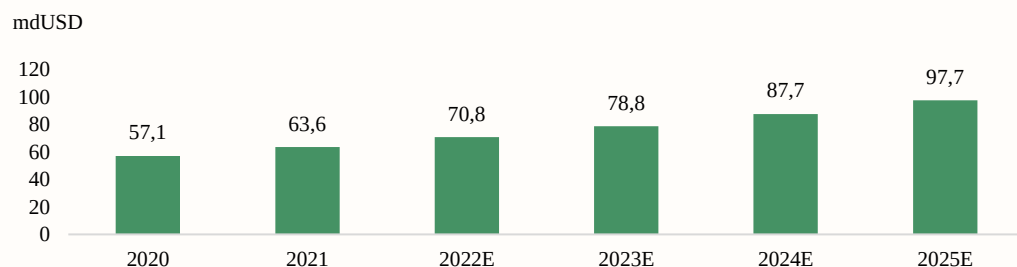
I dagsläget består EPTI:s portfölj av 25 bolag inom segmenten *Gaming*, *SaaS*, *Fintech*, *Marketplace* och *Services*. För att härleda intresset för kapital, dvs. intresset från investerare att investera, för respektive vertikal, följer nedan en presentation av respektive marknadssegment.

Marknadssegment: Gaming

Portföljbolagen inom EPTI:s Gaming-segment består av både online betting och E-sport. Två av EPTI:s bolag; Triggy och Figital, adresserar marknaden för online betting, vilket är det snabbast växande segmentet inom online gambling. Marknaden för online gambling förväntas växa med en genomsnittlig CAGR om 11,3 %, för att till år 2025 nå ett värde om ca 98 mdUSD. En ökning av antalet internetanvändare följt av ökad tillgång till data och online-plattformar, förväntas vara starka underliggande drivkrafter för marknadstillväxten. En intressant notering inom segmentet är att det irländska B2B-mjukvarubolaget Banach Technology förvärvades i mars 2021 av PointBet. Banach, som skapar plattformar och algoritmer för sportspel samt *in-play bets*, kan liknas med EPTI:s portföljbolag Triggy. Köpeskillingen uppgick till 43 MUSD, motsvarande en EV/S-multipel om ca 29x. I samband med förvärvet uppgav PointBet att trenden inom sportbetting, framförallt i USA, går mer mot *in-play betting*. Omkring 50 % av alla bets görs *in-game* men inom tre år uppskattar PointBet att ca 75 % av alla bets utförs in-game.

Marknaden för online gambling förväntas nå ett värde om ca 98 mdUSD år 2025.

Globala marknaden för online gambling (2020-2025E).

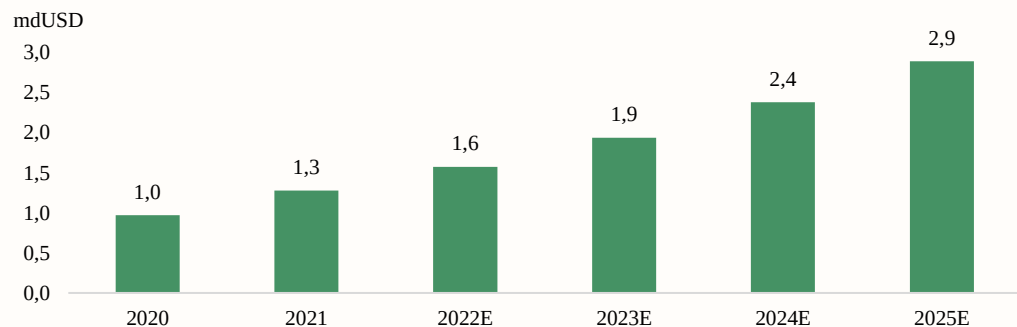


Källa: Research and Markets, 2021

EPTI:s andra vertikal inom Gaming är E-sport där portföljbolaget Space återfinns, vilket är en fysisk mötesplats för den digitala generationen. Bolaget erbjuder en unik gaming-destination och e-sport-arena för konsumenter som spelar på fritiden eller i tävlingssammanhang. Space gamingcenter har över 400 fullt utrustade stationer och fyra bootcamp-rum, vilket gör Space till världens största permanenta center för gaming. E-sport är en marknad under stark tillväxt och kännetecknas av organiserade tävlingar som utförs i en virtuell miljö. Det kan handla om tv-spel, datorspel, Virtual Reality (VR), Augmented Reality (AR), eller mobilspel. Den gemensamma nämnaren är att spelandet sker via internet, lokala nätverk, lan, eller att flera spelare samsas vid samma konsol. Under år 2020 värderades den globala marknaden för E-sport till ca 1 mdUSD, vilket förväntas växa till ett värde om ca 2,9 mdUSD år 2025, motsvarande en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om 23 %.

Portföljbolaget Space adresserar den snabbväxande marknaden för E-sport.

Globala marknaden för E-sport (2020-2025E).



Källa: Statista, 2022

~50 %
AV ALLA BETS
GENOMFÖRS
IN-GAME

VÄRLDENS
STÖRSTA
CENTER FÖR
GAMING

MARKNADSANALYS

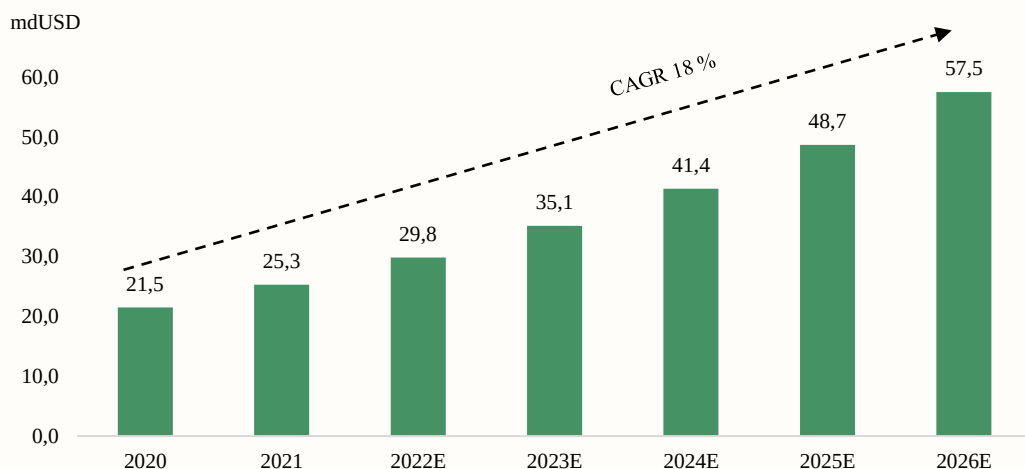
Marknadssegment : Software-as-a-Service (SaaS)

EPTI har i dagsläget nio bolag som verkar inom marknaden för molntjänster, varav sex är majoritetsägda. *Software as a service* (SaaS) är tillsammans med *platform as a service* (PaaS) och *infrastructure as a service* (IaaS) de tre primära nivåerna för molntjänster som tillhandahålls över Internet. Tjänsterna möjliggör för företag att bland annat omdirigera resurser och applikationer från IT-hårdvara, programvara och mot andra affärsbehov. Covid-19 har accelererat den digitala transformationen, vilket har tvingat företag och individer att snabbt hitta digitala lösningar för att få verksamheter att fortlöpa. SaaS-baserade företag som har kunnat skala snabbt har attraherat ett stort intresse från investerare, vilket har medfört en högre vilja att betala en premie för framtida kassaflöden. Nordiska SaaS-bolag handlades till 17x Sales (NTM) i slutet av 2020, vilket är två gånger högre än snittet de senaste fem åren. Den globala marknaden för molntjänster värderades till ca 21,5 mdUSD år 2020 och förväntas nå ett värde om 57,5 mdUSD år 2026, motsvarande en CAGR om ca 18 %.

18 % CAGR
2020-2026E

Flera av EPTI:s portföljbolag adresserar den snabbväxande marknaden för molntjänster.

Globala marknaden för molntjänster (2020-2026E).



Källa: Mordor Intelligence, 2021

Marknadssegment : Marketplace

Digitala marknadsplatser är e-handelsplatser där tredjeparts-företag kan sälja produkter eller tjänster. Transaktionerna behandlas av operatören för marknadsplatsen och levereras sedan av de deltagande. Eftersom marknadsplatser har ett brett urval från flera olika leverantörer är urvalet vanligtvis bredare och tillgängligheten högre än i leverantörsspecifika butiker. Inom segmentet för Marketplace återfinns bl.a. Model Management, Desti.one, Nordic Executive Medicine och Apotekamo, där det sistnämnda bolaget befinner sig i en uppskalningsfas.

Apotekamo står bakom en marknadsplats för apotek och riktar in sig på Öst- och Centraleuropa. Under starten på år 2022 genomförde bolaget ett förvärv av ett lokalt licensierat apotek i Bosnien, vilket gör Apotekamo till en licenserad återförsäljare för samtliga produkter via sin plattform och genom sitt fysiska apotek. Genom licensen får Apotekamo exponering mot den bosniska marknaden och dess 3,2 miljoner invånare, vilket Analyst Group ser som en tydlig värdedrivare. Dessa marknader ligger för närvarande efter i digitaliseringen och har relativt låg kunskap om att driva trafik online, vilket Apotekamo vill kapitalisera på. Under Q4-21 levererade Apotekamo en tillväxt om 186 % i antalet ordrar online jämfört med Q3-21, samtidigt som antalet besökare på bolagets hemsida ökade från 40 000 besökare per månad till 100 000 besökare per månad för helåret 2021, motsvarande en ökning om 150 %. Covid-19 har varit en katalysator för marknaden då *lockdown* och resebegränsningar har medfört ett ökat beroende av online-apotek. Enligt Technavio (2021) förväntas marknaden för online-apotek växa med en CAGR om 13,6 % (2021-2025), där ett ökat antal internetanvändare och ökad tillgång till webbaserade onlinetjänster, förväntas vara starka underliggande drivkrafter för tillväxten.

MARKNADSANALYS

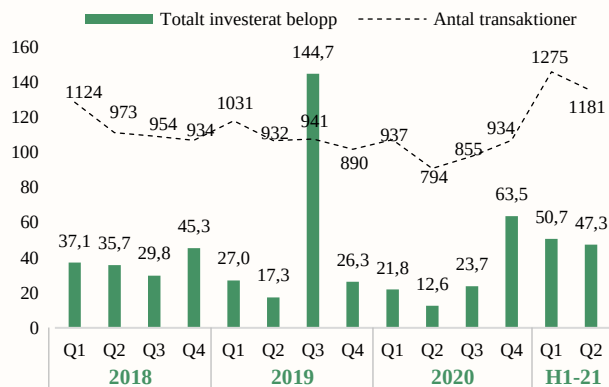
STORT INTRESSE FÖR INVESTERINGAR I FINTECH

Marknadssegment : Fintech

Den globala Fintech-marknaden har sett en snabb ”V-formad” återhämtning från 2020 års nivåer. Växande transaktionsvolym, stigande värderingar och framgångsrika exits har drivit den starka återhämtningen. Trenden inom Fintech skiftas mer mot s.k. *embedded finance*, i takt med att organisationer strävar efter att integrera finansiella tjänster med andra miljöer. Under år 2021 så finns det flertalet exempel på traditionella återförsäljare som ingått partnerskap för att integrera finansiella tjänster till dess nuvarande produktutbud. Denna trend förväntas fortsätta att växa, i takt med att e-handel, *open-banking* och API:er tar allt större plats. De globala Fintech-investeringarna ökade till 98 mdUSD under H1-21, jämfört med 87 mdUSD under H2-20. Antalet transaktioner under första halvåret för 2021, uppgick till 2 456 och blev således ett nytt *All-Time-High*. VC (Venture Capital) investeringar stod för majoriteten av aktiviteten på Fintech-marknaden, vilka uppgick till över 52 mdUSD under H1-21, följt av M&A och PE (Private Equity).

Rekordhøga volymer på Fintech-marknaden.

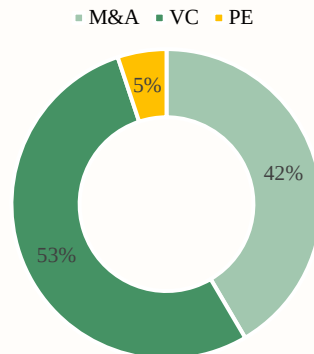
Totalt investerat belopp (mdUSD) och antalet transaktioner, alla finansieringsnivåer



Källa: KPMG, Pulse of Fintech, 2021

VC stod för majoriteten av aktiviteten...

Procentuell andel av investeringarna på fintech-marknaden under H1-21

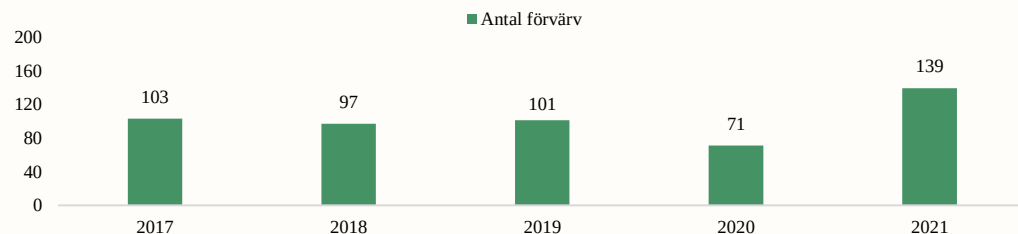


Marknadssegment : Core

Segmentet Core utgörs av tjänstebolag som bidrar med operativt stöd, främst inom IT, till de övriga portföljbolagen, och inom området återfinns EPTI Factory, Axakon, Adhype och Actea consulting. Den globala populationen av mjukvaruutvecklare uppmättes till ca 23 miljoner år 2018, vilket förväntas öka till ca 29 miljoner år 2024, motsvarande en CAGR om ~4 %. Bland ledande befattningshavare inom IT upplever 64 % brist på talang som den mest betydande barriären för utvecklingen av ny teknik, en siffra som var endast 4 % år 2020, enligt Gartner. Bristen på talang är en mer upplevd begränsande faktor i IT-utvecklingen än kostnad för implementering (29 %) eller säkerhetsrisker (7 %). Genom alla domäner inom teknologi, svarar 58 % av ledande befattningshavare dessutom att planen är att öka investeringar inom ny teknologi. Förutom att bristen på kompetens inom IT är hög, visar en undersökning av Cinode att det råder en hög aktivitet på den svenska konsultmarknaden i sin helhet. Sedan 2017 har det skett över 470 företagsförvärv på den svenska konsultmarknaden, där 2021 blev ett rekordår i antalet förvärv.

2021 blev ett rekordår i antalet förvärv på den svenska konsultmarknaden.

Antalet genomförda företagsförvärv på den svenska konsultmarknaden (2017-2021).



Källa: Cinode, 2021

29 MILJONER MJUKVARU- UTVECKLARE ÅR 2024E

VÄRDERING AV EPTI

Base scenario

För att värdera EPTI så har en *Sum of the Parts*-värdering tillämpats, där varje enskilt portföljbolag har värderats på fristående basis. För respektive huvudsegment som EPTI exponeras mot har en urvalsgrupp av jämförbara bolag inom samma bransch sammansatts, från vilken värderingsmultiplar har kunnat härledas. Då flera EPTI:s portföljbolag verkar inom snabbt växande marknader och det faktum att flertalet av portföljbolagen prioriterar tillväxt, vilket leder till att lönsamheten på rörelsenivå blir låg, utgår värderingen av innehaven från primärt P/S-multiplar, varefter bolagsvärden kan härledas. I de fall där data avseende omsättning för portföljbolag saknats, och en värderingsmultipl därmed ej kunnat appliceras, har EPTI:s egna värderingar av portföljbolagen applicerats i kombination med Analyst Groups egna antaganden och uppskattningar utifrån tillgängliga marknadsobservationer.

Totalt substansvärde (inkl. investeringsbart kapital) om 1 012 MSEK i ett Base scenario.

Motiverat substansvärde av EPTI:s respektive segment, per 2022-05-31

Segment	Rapporterat Substansvärde (TSEK) 2022-01-01	Substansvärde Förändring (TSEK)	Substansvärde Förändring (%)	Motiverat Substansvärde (TSEK) 2022-05-31	Andel av Portföljen
Gaming	91 017	0	0%	91 017	9,0%
FinTech	51 948	0	0%	51 948	5,1%
Marketplace	78 368	10 513	13%	88 881	8,8%
SaaS	190 859	69 987	37%	260 846	25,8%
Core	365 661	122 247	33%	487 908	48,2%
Investeringsbart Kapital	58 325	-26 633	-46%	31 692	3,1%
Totalt	836 178	202 747	21%	1 012 292	100%

Analyst Groups prognoser

Invajo – ett innehav att hålla ögonen på

Analyst Group bedömer att EPTI är en Venture Builder med flera intressanta innehav, framförallt eftersom portföljbolagen är teknikorienterade och finns på snabbväxande marknader med stor tillväxtpotential. Analyst Group ser Invajo (SaaS-segmentet) och Apotekamo (Marketplace-segmentet) som särskilt intressanta innehav. Invajo har sedan tidigare en väletablerad plattform för fysiska event och genom bolagets tidigare förvärv har Invajo skapat en heltäckande digital plattform som erbjuder helt digitala konferenser och större events åt kunder, vilket medför att bolaget är väl rustade att kapitalisera på den fortsatta digitala trenden. Förvärven av AppInConf samt Memlin, vilka genomfördes under 2021, inklusive framtida potentiella strategiska förvärv, leder till ett breddande av Invajos produkterbjudande. Dessa förvärv medför tillkommande funktioner som väntas vara fokuserade på specifika branscher, vilket framgent bidrar till att Invajo kan nå nya branscher och således öka sina konkurrensfördelar, samt skapa incitament bland Invajos etablerade kunder att köpa ytterligare tilläggsfunktioner. Starkare konkurrensfördelar, ett mer komplett produkterbjudande, samt exponentiell tillväxt i varumärkeskännedom antas också bidra till en marknadskonsolidering.

Analyst Group estimerar att Invajo kan skala upp verksamheten ännu snabbare och vara mer snabbfotade i en onoterad miljö. Dessutom kan Invajo ta del av operativt stöd från EPTI i termer av resurser, kapital, expertis, och teknik, vilket utan ett samgående med EPTI skulle äta upp Invajos kassa. Vidare finns det flera potentiella synergieffekter med andra av EPTI:s portföljbolag vilka kan realiseras, ett sådant exempel av EPTI:s portföljbolag är SaaS Store, vilket är en marknadsplats för SaaS-produkter såsom CRM-system och affärssystem vilket öppnar upp för kompetensutbyte samt korsförsäljning av Invajos tjänster. EPTI är dessutom etablerade i sex länder i Europa, vilket skapar goda förutsättningar för Invajo till en snabbare expansion och starkare tillväxt, både på befintliga marknader och globalt.

**~1 012 MSEK
SUBSTANSVÄRDE**

VÄRDERING AV EPTI

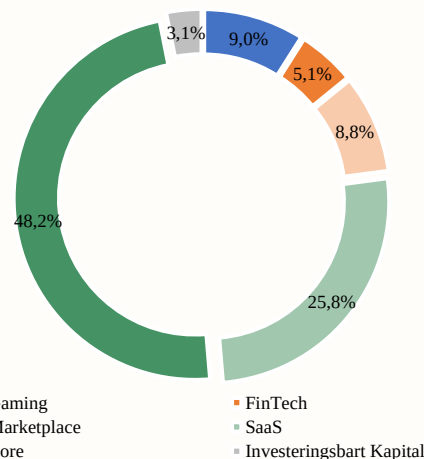
EXPONERING
MOT
3,2
MILJONER
ANVÄNDARE

Apotekamo förväntas digitalisera stora delar av den europeiska apoteksmarknaden

Apotekamo är ett marknadsledande online-apotek inom fokusregionen Öst- och Centraleuropa. Bolaget är för närvarande verksamt i Serbien och Bosnien och siktar på att fortsätta sin expansion i fler länder i den närliggande regionen. Apotekamo erbjuder klassiska webshopfunktioner och betalningar för produkter som köps in från företagets leverantörer, och till leverantörer erbjuder Apotekamo flexibla orderhanterings- och betalningslösningar för att få ut sina produkter till konsumenterna. Under Q1-22 genomförde bolaget ett förvärv av ett lokalt licensierat apotek i Bosnien, vilket gör Apotekamo till en licenserad återförsäljare för samtliga produkter via sin plattform och genom sitt fysiska apotek. Genom licensen får Apotakamo exponering mot den bosniska marknaden och dess 3,2 miljoner invånare, vilket Analyst Group ser som en tydlig värddrivare. Under Q4-21 levererade Apotekamo en tillväxt om 186 % i antalet ordrar online jämfört med Q3-21, och antalet besökare på bolagets hemsida ökade från 40 000 besökare per månad till 100 000 besökare per månad för året 2021, motsvarande en ökning om 150 %. Genom Apotakamos förvärv uppgick den konsoliderade nettoomsättningen på proforma 2021 till ca 6,6 MSEK, vilket utifrån bolagets senaste värdering motsvarar en P/S-multipel om ~13,8x på 2021 års rapporterade omsättning, vilket antas reflektera en förväntan om god framtida tillväxt.

EPTI:s segment förväntas uppvisa en stark tillväxt

Utifrån härledda substansvärden är det tydligt att segmenten Core och SaaS står för en betydande andel sett till värdet av EPTI:s innehav, där bolag som EPTI Factory, Actea Consulting och Invajo sticker ut inom respektive segment. Av dessa bolag är EPTI Factory det största innehavet, följt av Invajo och sist Actea Consulting. Analyst Group bedömer att dessa bolag kommer utgöra en stor del av EPTI:s portfölj även framgent, då vi ser goda möjligheter för tillväxt i alla tre bolagen. Däremot förväntas segmenten Gaming, SaaS, Fintech och Marketplace utgöra en större andel av substansvärdet framöver, samtidigt som andelen i Core minskar, detta på grund av att de fyra förstnämnda segmenten antas växa i en snabbare takt och således värderas upp när fler bolag når kommersialisering.



EPTI pris per aktie	
Motiverat Substansvärde (tSEK)	980 600
Substanspremie (+) / Substansrabatt (-)	-15 %
Investeringsbart kapital (tSEK)	31 692
Motiverat börsvärde (tSEK)	865 202
Antal aktier (tusental)	106 814
Pris per aktie	8,1

8,1 KR
PER AKTIE
I ETT BASE
SCENARIO

Utifrån värderingen av respektive portföljbolag kan ett substansvärde för EPTI härledas, där Analyst Group anser att ett värde om 981 MSEK är motiverat idag. Med tanke på bristen av tillgänglig information kring många av EPTI:s portföljbolag, i kombination med ökad marknadsoro till följd av bl.a. fortsatta räntehöjningar och geopolitiska spänningar, medför att en substansrabatt är motiverad. Däremot, med tanke på att EPTI investerar resurser i bolag mot både en andel aktier och en andel kontant, får investeraren en stor potentiell uppsida genom indirekt ägande i flera spännande teknikbolag, samtidigt som affärsmodellen genererar kassaflöde, vilket begränsar nedsidan. Detta, tillsammans med att EPTI agerar som en aktiv ägare i onoterade tillväxtbolag med digitala affärsmodeller, vilket är svårt för en enskild privatperson att investera i, medför att substansrabatten inte ska vara avsevärt stor. På EPTI:s substansvärde har därför 15 % i substansrabatt applicerats, samtidigt har det investeringsbara kapitalet om ~32 MSEK adderats till substansvärdet, med motiveringen att kassan förväntas utgöra en del av potentialen för framtida förvärv. Sammantaget, utifrån EPTI:s ägarandelar i respektive portföljbolag, motiveras ett potentiellt börsvärde om 865 MSEK idag, vilket motsvarar 8,1 kr per aktie.

BULL & BEAR

Bull scenario

I ett Bull scenario antas det finnas stora dolda värden i EPTI, via innehav som bl.a. Invajo, Apotekamo, och SaaS Store.

Vidare antas Invajo värderas upp till följd av att bolaget lyckas etablera ett bredare tjänsteerbjudande samt konvertera fler gratiskunder, vilket resulterar i att ARPU (*Average Revenue Per User*) stiger och att bolaget kan växa sin omsättning i en högre takt. Starka synergieffekter förväntas, där Invajo med hjälp av EPTI:s kompetens, breda marknad och nätverk, når ut med sina produkter globalt, vilket i ett sådant scenario kommer öka tillväxten ytterligare och motivera en uppvärdering.

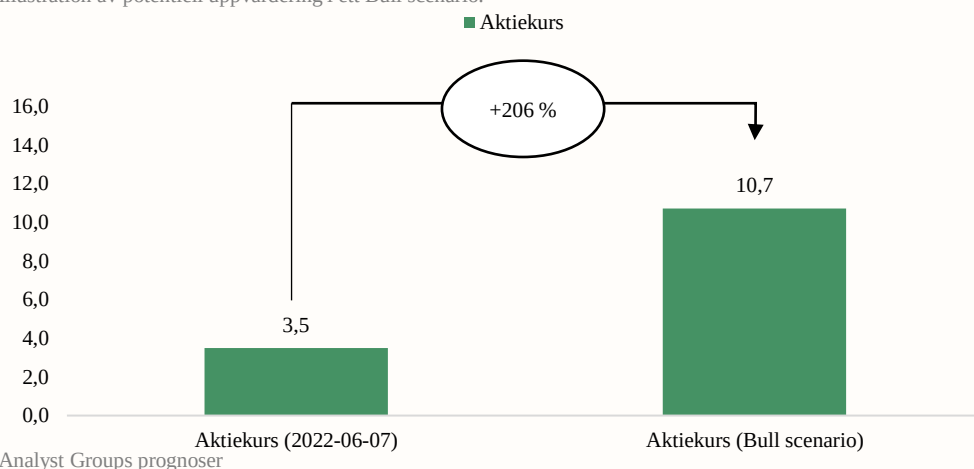
Utifrån vad som framgår i EPTI:s senaste kvartalsrapport så är flera av portföljbolagen inom SaaS konservativt värderade utifrån balanserad teknikutveckling med en multipel om 2x. Däribland återfinns SaaS Store, vilka är en digital marknadsplats för *Open Source*-mjukvara, likt ett AppStore och PlayStore för mjukvara. Analyst Group anser att det finns en stor potentiell uppsida i SaaS Store i ett Bull scenario, med tanke på att bolaget, enligt Analyst Groups prognoser, har en konservativ värdering baserat på teknikutvecklingen och inte framtida kassaflöden. Analyst Group anser att det finns utrymme för en uppvärdering i ett Bull scenario då SaaS Store antas vara nästintill komplett för lansering, affärsidén är innovativ och ny på marknaden, samt att det inte finns någon geografisk begränsning.

Förutom ökade värderingar i t.ex. Invajo, Apotekamo och SaaS Store, finns det även bolag inom segmentet Core, vilka är värderade till P/S 1,5x, t.ex. Actea Consulting och Axakon Consulting, där Analyst Group ser en potentiell uppvärdering. Utifrån en sammanställd Peer-grupp av konsultbolag värderas snittbolaget till ca P/S 2,0x, varför tillämpade värderingsmultiplar på EPTI:s portföljbolag inom Core-segmentet antas vara något konservativa, givet att bolagen ökar tillväxttakten i ett Bull scenario. Under Q1-22 erhöll Actea en order från försvarets materialverk värd ca 9 MSEK, och enligt Analyst Groups beräkningar är det en stor order som motsvarar ca 15 % av bolagets totala nettoomsättning (LTM), vilket bäddar för tillväxt under 2022. I ett Bull scenario estimeras Service-segmentet växa snabbt i takt med att portföljbolagen utför såväl externa arbetsinsatser som interna uppdrag allt eftersom EPTI förvärvar fler bolag och Service-bolagen ska tillgodose de olika behoven som kan tänkas finnas i Venture-bolagen, varför en uppvärdering motiveras.

I ett Bull scenario motiveras en högre värdering på ett flertal av EPTI:s portföljbolag jämfört med i ett Base scenario. Detta, i kombination med att EPTI fortsätter skapa 3-5 nya Ventures per år och att flera välkända institutionella investerare går in med kapital i EPTI, vilket validerar affärsmodellen ytterligare, motiverar att EPTI ska handlas till en substanspremie jämfört med en rabatt i ett Base scenario. På EPTI:s substansvärde har därför 5 % substanspremie applicerats och utifrån ett härlett marknadsvärde om 1 144 MSEK motiveras en aktiekurs om 10,7 kr, i ett Bull scenario.²

Potentiell uppsida givet Analyst Groups estimat i ett Bull scenario.

Illustration av potentiell uppvärdering i ett Bull scenario.



²Se Appendix sida 21 för prognos i Bull- respektive Bear scenario.

BULL & BEAR

Bear scenario

I ett Bear scenario antas det underliggande värdet i flera av EPTI:s innehav vara lägre än vad som antas i ett Base scenario, samt därtill lägre än vad EPTI själva estimerat värdena för dessa bolag till.

I ett Bear scenario antas de synergieffekter som var tilltänka att skapas genom samgåendet mellan EPTI och Invajo inte uppnås i samma grad. Invajos försäljningsökning går långsammare än väntat, vilket om än stigande kan ge upphov till ett ökat behov av försäljningspersonal, vilket i sin tur resulterar i högre fasta kostnader. Om inte intäkterna stiger tillräckligt kan det sätta press på lönsamheten, vilket begränsar förutsättningarna för ytterligare förvärv, såväl som potentiellt ökar behovet av ytterligare externt kapital.

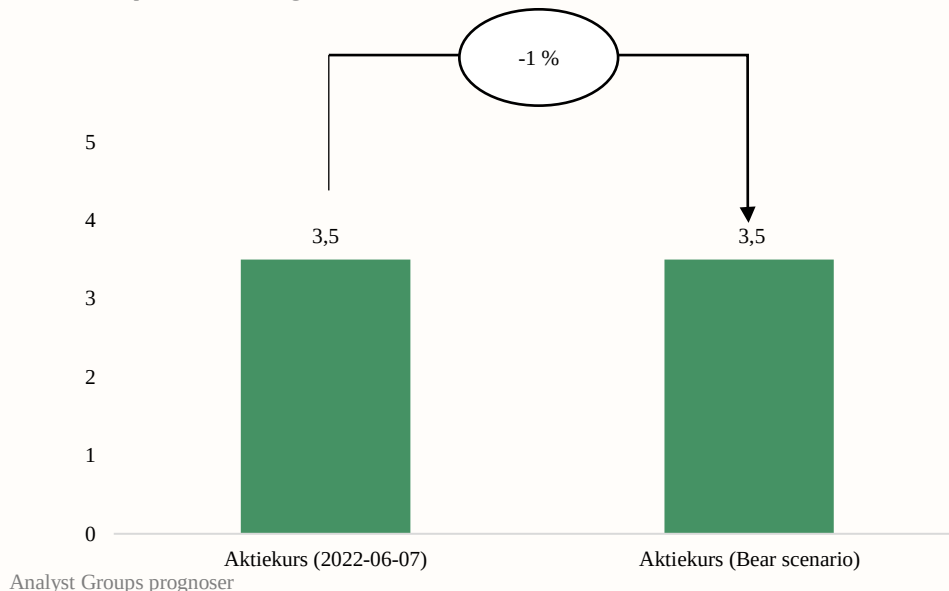
Utifrån av vad som framgår i EPTI:s senaste kvartalsrapporter är flera av portföljbolagen värderade utifrån transaktioner som skedde under år 2021 och tidigare. Med tanke på att det har skett en multipelkontraktion, speciellt för tillväxtbolag, under år 2022 så anser Analyst Group att bolagens senaste värdering i vissa fall inte helt överensstämmer med nuvarande marknadssentiment. Detta är således något vi har valt att ta extra höjd för i ett Bear scenario.

Att växa med 3-5 portföljbolag per år är utmanande och bedöms kräva betydande investeringar och resurser för att lönsamhet ska nås. I ett Bear scenario förväntas fortsatt sämre marknadssentiment, särskilt för tillväxtbolag, vilket leder till att det blir svårare för EPTI att attrahera ytterligare kapital till sina portföljbolag och avkastningskraven ökar. Om portföljbolagen inte får tillgång till det kapital som behövs för att fortsätta att växa, så kan det leda till att bolagen inte utvecklas enligt plan, att färre bolag än tänkt startas eller att bolagen inte når en tillfredsställande försäljningsnivå och lönsamhet.

I ett Bear scenario tillämpas en lägre värdering på ett flertal av EPTI:s portföljbolag jämfört med i ett Base scenario, och de tänkbara dolda värdena i EPTI realiserar inte och/eller uppmärksammas inte av marknaden. Givet att EPTI investerar i tillväxtaktier, antas ett generellt sämre marknadsklimat i ett Bear scenario, vilket medför lägre värderingar för i synnerhet tillväxtaktier givet mer konservativa värderingsmultiplar. Analyst Group anser att EPTI:s aktie, i ett Bear scenario, då ska handlas till en högre substansrabatt än i ett Base scenario, varför en substansrabatt om 45 % appliceras. Utifrån ett härlett marknadsvärde om 373 MSEK motiveras en aktiekurs om 3,5 kr, i ett Bear scenario.²

Potentiell nedsida givet Analyst Groups estimat i ett Bear scenario.

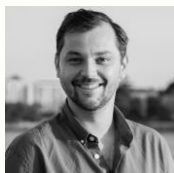
Illustration av potentiell värdering i ett Bear scenario.



²Se Appendix sida 21 för prognos i Bull- respektive Bear scenario.

LEDNING & STYRELSE

Arli Mujkic, CEO, Grundare & Styrelseledamot



Arli har läst vid civilingenjörsprogrammet med inriktning medieteknik på Linköpings universitet. Arli har erfarenhet från att leda entreprenöriella teknikfokuserade företag och att bygga bolag från grunden. Han är medgrundare företag som TrueVision3D LLC, PartyBux Ltd och tidigare VD på Mbit Studio. Arli har även flerårig erfarenhet i rollen som CTO och Partner genom engagemang i bolagen Keynote Media Group och Coinflip.

Måns Pontén Söderlind, Dep CEO



Måns har mångårig erfarenhet från att ha arbetat som management-, och hållbarhetskonsult mot ledande positioner på bland annat Intrum Justitia AB, Swedbank AB och Tele2 AB. Vidare har Måns erfarenhet från ledande tekniska positioner från att ha arbetat som CTO på Hubbster AB. Måns började arbeta på EPTI med kommersiella och affärsdrivande aktiviteter och är sedan 2019 Vice-VD på EPTI.

Adam Bäckström, CFO



Adam har en ekonomie kandidat från Kristianstad Universitet. Adam har mångårig erfarenhet från redovisning och finans, från ledande positioner i industrikoncernen Gycom Group AB som bland annan redovisningschef för koncernen samt ekonomi- och logistikchef i dotterbolaget Enequi AB. Adam är för närvarande styrelseledamot i XCI AB, AppInConf AB, Memlin AB och AppInConf Holding AB samt styrelsesuppleant för Highstream AB.

LEDNING & STYRELSE

Tord Lendau, Ordförande



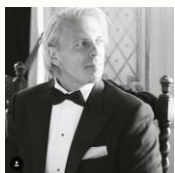
Tord har studerat industriell ekonomi vid Linköpings universitet. Vidare har han lång erfarenhet som VD i olika teknikbolag inom medicinteknik och från styrelsearbete i både svenska och internationella börsbolag. Tord har mångårig erfarenhet från bland annat att ha varit VD i Synectics Medical Inc, Synectics Medical AB, Dantec AS, Artimplant AB och VP i Medtronic samt Divisionschef för Sandvik MedTech. Tord har tidigare haft styrelseuppdrag i bland annat Vitrolife AB, Medtentia Oy, Boule Diagnostics AB och Stille AB.

Sebastian Nyaiesh, Styrelseledamot



Sebastian har en ekonomie kandidatexamen från Marshall School of Business, University of Southern California samt en juristexamen från Golden Gate University School of Law. Sebastian är verkställande direktör på AllaNova AB. Sebastian har över 15 års erfarenhet av juridik-, finans-, ledningspositioner i entreprenöriella verksamheter samt kapitalmarknadsinvesteringar och lång erfarenhet i onoterade och publika bolag. Sebastian är också en licensierad advokat i Kalifornien och det federala norra distriktet i Kalifornien.

Hans Isoz, Styrelseledamot



Hans har en magisterexamen i finansiering från Stockholms universitet, Master of Business Administration från Handelshögskolan i Stockholm. Vidare har Hans erfarenhet från finansmarknaden och från företag i publik miljö samt en industriell kompetens inom media och mjukvara. Han har en MBA från Handelshögskolan i Stockholm/Wharton samt en magisterexamen från Stockholms universitet. Tidigare uppdrag innefattar bland annat VD på Image Systems AB (publ), CFO på Bonnier Entertainment, VD på TV4 Interaktiv och analytiker på Swedbank AB (publ). Hans arbetar sedan fyra år tillbaka som privat investerare.

William Moulod, Styrelseledamot



William har studerat innovationsprogrammet vid Mälardalens högskola. William är medgrundare till bolagen Nordic Executive Medicine och Key Solutions. William arbetar i dagsläget som VP på Key Solutions med fokus på att öka kommersialiseringen av digitala bolag med inriktning inom B2C och B2B.

Susanne Rönnqvist, Styrelseledamot



Susanne har en examen från Berghs School of Communication, IHM och har över 20 års erfarenhet av frågor inom företagsledning. Hon är för närvarande VP of International Marketing i HubSpot Inc, och har tidigare varit verksam i bolag som bland annat Klarna Bank AB (publ) som VP of B2B Marketing, Projectplace (del av Planview Inc.) som Global Marketing Director och VMware i egenskap av Senior Nordic Marketing Manager.

APPENDIX

Base scenario

Segment	Rapporterat Substansvärde 2022-01-01	Substansvärde Förändring (TSEK)	Substansvärde Förändring (%)	Motiverat Substansvärde 2022-05-31	Andel av Portföljen
Gaming	91 017	0	0%	91 017	9,0%
FinTech	51 948	0	0%	51 948	5,1%
Marketplace	78 368	10 513	13%	88 881	8,8%
SaaS	190 859	69 987	37%	260 846	25,8%
Core	365 661	122 247	33%	487 908	48,2%
Investeringsbart kapital	58 325	-26 633	-46%	31 692	3,1%
Totalt	836 178	202 747	21%	1 012 292	100%

EPTI pris per aktie

Motiverat Substansvärde	980 600
Substanspremie (+) / Substansrabatt (-)	-15%
Investeringsbart kapital	31 692
Motiverat börsvärde	865 202
Antal aktier	106 814
Pris per aktie	8,1

Bull scenario

Segment	Rapporterat Substansvärde 2022-01-01	Substansvärde Förändring (TSEK)	Substansvärde Förändring (%)	Motiverat Substansvärde 2022-05-31	Andel av Portföljen
Gaming	91 017	0	0%	91 017	8,3%
FinTech	51 948	0	0%	51 948	4,8%
Marketplace	78 368	14 549	19%	92 917	8,5%
SaaS	190 859	97 787	51%	288 646	26,4%
Core	365 661	169 413	46%	535 074	49,0%
Investeringsbart kapital	58 325	-26 633	-46%	31 692	2,9%
Totalt	836 178	281 748	31%	1 091 293	100%

EPTI pris per aktie

Motiverat Substansvärde	1 059 601
Substanspremie (+) / Substansrabatt (-)	5%
Investeringsbart kapital	31 692
Motiverat börsvärde	1 144 273
Antal aktier	106 814
Pris per aktie	10,7

Bear scenario

Segment	Rapporterat Substansvärde 2022-01-01	Substansvärde Förändring (TSEK)	Substansvärde Förändring (%)	Motiverat Substansvärde 2022-05-31	Andel av Portföljen
Gaming	91 017	0	0%	91 017	13,9%
FinTech	51 948	0	0%	51 948	7,9%
Marketplace	78 368	-18 742	-24%	59 626	9,1%
SaaS	190 859	-3 523	-2%	187 336	28,7%
Core	365 661	-133 817	-37%	231 844	35,5%
Investeringsbart kapital	58 325	-26 633	-46%	31 692	4,8%
Totalt	836 178	-156 081	-22%	653 464	100%

EPTI pris per aktie

Substansvärde	621 772
Substanspremie (+) / Substansrabatt (-)	-45%
Investeringsbart kapital	31 692
Motiverat börsvärde	373 666
Antal aktier	106 814
Pris per aktie	3,5

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 frånsäger 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: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-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 **EPTI 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.

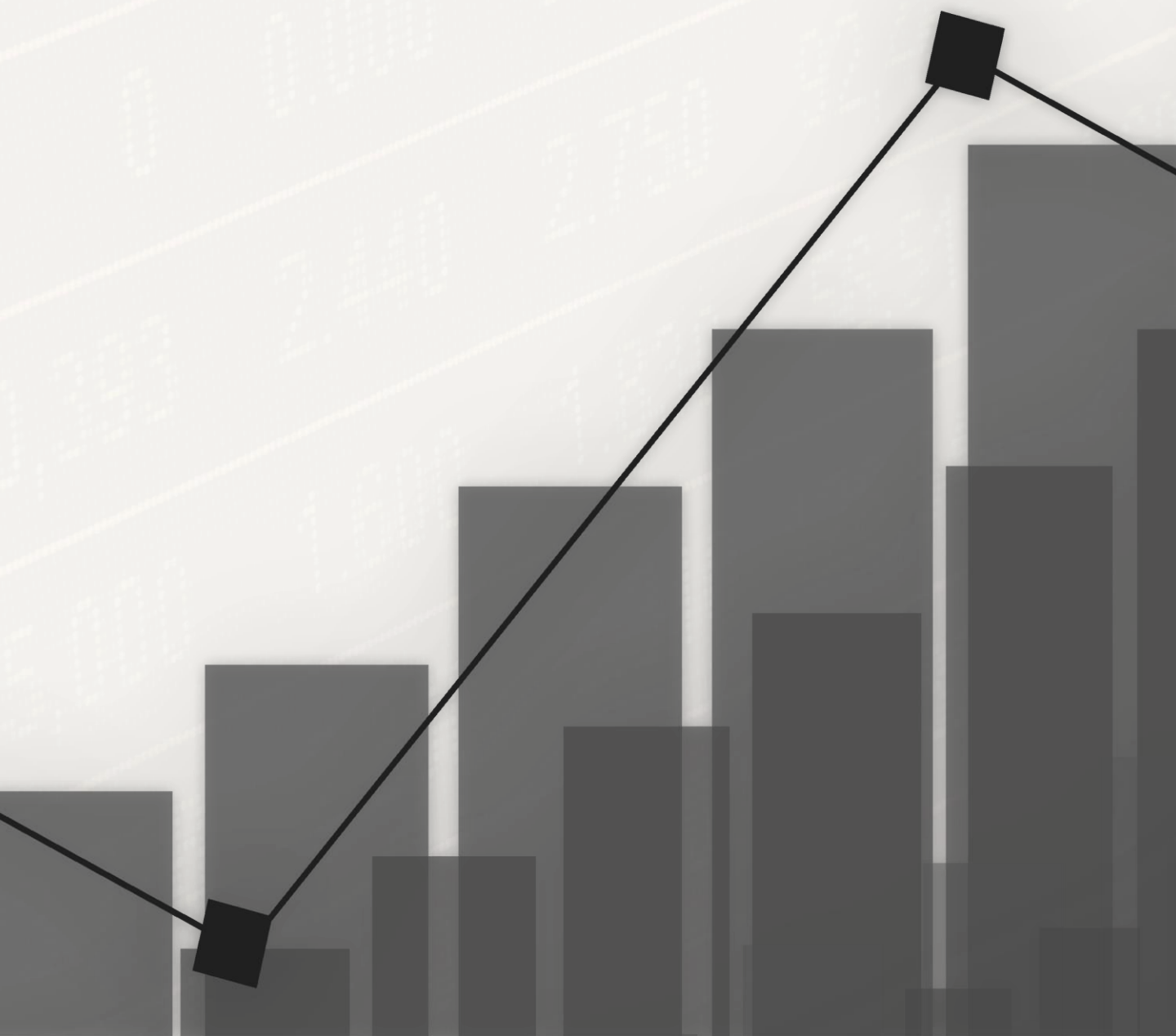
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). 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
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm