

SPOTLIGHT GROUP AB

VD: Peter Gönczi
 SO: Thorbjörn Wennerholm
www.spotlightgroup.se

Bloomberg: -
 Reuters Eikon: -

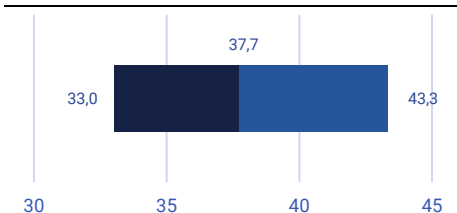
Lista: Spotlight Stock Market
 Planerad första handelsdag 15 sep. 2020.

Aktie, senast: -
 Marknadsvärde: -

AKTIEKURSUTVECKLING

	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-	-	-	-

Källa: Thomson Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL


	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	33,0	37,7	43,3
Upp-/nedsida (%)	-	-	-

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Richard Ramanius
 Associate Equity Analyst

Fristående verksamheter ger stabilitet och tillväxt

Spotlight Group (SPGR, bolaget, gruppen eller koncernen) är en stark aktör på en marknad för handelsplattformar med höga inträdesbarriärer. Gruppen har stärkt sin position via fristående verksamheter som tillhandahåller kompletterande och börsnära rådgivningstjänster. Det ger goda möjligheter till korsförsäljning liksom samordningsfördelar som gynnar både gruppen och kunderna. Trots ett skakigt första halvår 2020 har SPGR växt. Vi tror på fortsatt god tillväxt under de kommande åren till en stigande marginal. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 37,7 kronor.

Värdeskapande helhetserbjudande

Via verksamhetsgrenen Spotlight Stock Market tillhandahåller gruppen en handelsplattform anpassad för tillväxtbolag – det som ett alternativ till Stockholmsbörsen. Antalet listade företag på Spotlight Stock Market har kontinuerligt växt till 178 vid utgången av 2019. Spotlight Stock Market är en utmanare till Nasdaq First North Growth Market. Efter lanseringen av listan Spotlight Next är Spotlight Stock Market en än farligare utmanare.

Till skillnad från konkurrensen erbjuder SPGR via fristående och tydligt separerade verksamhetsgrenar kompletterande och börsnära tjänster: Finansiell rådgivning under Sedermera och juridisk rådgivning under dotterbolaget MCL. Efter sjösättningen av Nordic Issuing som erbjuder emissionstjänster kan gruppen tillhandahålla ett nära heltäckande erbjudande för företag att växa i en publik listad miljö. Det möjliggör försäljnings- och utvecklingssynergier samtidigt som kundnyttan ökar med effektiva processer.

Starkt H1 2020 och goda förutsättningar för vidare tillväxt

Under årets första sex månader har handelsintäkterna för Spotlight Stock Market växt kraftigt. Det tillsammans med ett bra första kvartal för Sedermera har bidragit till god tillväxt för gruppen under H1 2020. Det påvisar att gruppen klarar sig väl även under skakiga marknadsförhållanden. Över tid förväntas antalet listade företag på Spotlight Stock Market öka, vilket också medför ökade värdefulla återkommande intäkter. MCL adderades först under 2018 och förväntas växa snabbt under de kommande åren. Sedermera har bra momentum och förväntas växa med fler och större transaktioner.

Uppside i marginaler och värdering

Vi tror att det finns uppsida i marginalerna allteftersom MCL växer in i sin kostym och Sedermera tar på sig uppdrag med större transaktionsvärden. Under den prognostiserade perioden, 2020-2024, modellerar vi med en CAGR för gruppens nettoomsättning om cirka 8,0 procent. I samma basscenario stiger rörelsemarginalen successivt till 15,3 procent. Givet detta beräknas ett motiverat värde per aktie till 37,7 kronor för de kommande 12 månaderna.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	113,1	123,5	135,4	146,2	158,6	170,0	181,6
Summa rörelseintäkter	96,1	110,1	119,2	134,3	147,2	159,7	172,2
Just. EBITDA	2,7	18,8	23,8	24,5	28,9	35,1	40,0
Just. EBIT	-0,9	10,9	14,7	14,6	18,2	23,6	27,8
Vinst efter skatt	-0,3	7,3	11,8	11,9	14,2	18,5	21,8
Utdelning/aktie	0,0	1,0	1,1	1,2	1,4	1,8	2,1
Tillväxt, nettoomsätt.	3,3%	9,2%	9,6%	8,0%	8,5%	7,2%	6,8%
Just. EBITDA-marginal	2,4%	15,2%	17,6%	16,8%	18,2%	20,6%	22,1%
Just. EBIT-marginal	1,8%	8,8%	10,9%	10,0%	11,5%	13,9%	15,3%
Implicit EV/Sales	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x
Implicit EV/EBITDA	63,6x	9,2x	7,2x	7,0x	6,0x	4,9x	4,3x
Implicit P/E	Neg.	26,8x	16,5x	16,3x	13,8x	10,6x	9,0x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Innehållsförteckning

Investment case	3
Bolagsbeskrivning	3
Marknad och konkurrens	18
Finansiell historik och Carlsquare prognoser	27
Värdering	39
Risker	43
Räkenskaper och nyckeltal	44
Friskrivning	47

Investment case

Spotlight Group har genom konstant utveckling av sina tjänster under de fristående och tydligt separerade verksamhetsgrenarna växt till en CAGR om 17,2 procent under perioden 2014-2019. Under årets första sex månader ökade både nettoomsättning och lönsamheten i relation till samma period föregående år. Det påvisar också styrkan i gruppens erbjudande. Med Spotlight Stock Markets starka position på marknaden och ett bra momentum för Sedermera tror vi att gruppen kan fortsätta växa under de kommande åren – det med en utökad andel återkommande intäkter och till förbättrad lönsamhet. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 37,7 kronor för de kommande tolv månaderna. Det kan jämföras mot aktiekursen i rådande erbjudande om 22,1 kronor.

Kompletterande verksamheter ger tillväxt

Spotlight Group etablerades 1997 och består i dag av handelsplattformen Spotlight Stock Market (tidigare AktieTorget) liksom de fristående och tydligt separerade verksamhetsgrenarna Sedermera, MCL samt Nordic Issuing som erbjuder finansiell rådgivning respektive legal rådgivning och emissionstjänster. Gruppen har sedan 2015 gjort över 125 noteringar, genomfört över 500 transaktioner och tagit in över 11,4 miljarder kronor i kapital till sina kunder.

Med börsnära och kompletterade tjänster erbjuder gruppen de grundläggande och nödvändiga tjänsterna som krävs för företag att växa i en publik listad miljö. För gruppen medför det möjligheter till korsförsäljning mellan verksamhetsgrenarna – inte minst då gruppen kommer i kontakt med företag från många olika vinklar/ärenden. Då verksamhetsgrenarna är kompletterande kan också processer effektiviseras genom tydliga samarbetsrutiner inom gruppen, vilket ökar kundvärdet. Det är samtidigt viktigt att framhäva att verksamhetsgrenarna är separerade med "kinesiska murar" och agerar oberoende av varandra. Det för att följa uppsatta regelverk men också för att ta tillvara på alla affärsmöjligheter och maximera tillväxt för varje enskild verksamhetsgren.

Separerade och fristående men kompletterande adderar värden till gruppen liksom kund.

Stark historik för gruppen, även under Covid-19

Under perioden 2014-2019 har gruppens nettoomsättning växt i genomsnitt med hela 17,2 procent per år. Den genomsnittliga justerade rörelsemarginalen över samma period har legat på 9,0 procent.

Trots ett minst sagt skakigt marknadsklimat under första halvåret 2020 har Spotlight Group ökat sina intäkter och förbättrat sin lönsamhet under årets första sex månader, då satt i relation till samma period föregående år när marknadsförutsättningarna var betydligt mer fördelaktiga. Det påvisar styrkan i gruppens erbjudande och en motståndskraft mot temporära dippar.

Ökade intäkter och förbättrad lönsamhet trots en skakig marknad påvisar styrka.

Värdeskapande erbjudande, ett vinnande koncept

Spotlight Stock Market har en stark position på marknaden. Räknat till antal listade företag bland de tre MTF:erna i Sverige uppskattas Spotlight Stock Markets marknadsandel till cirka 30 procent. Inträdesbarriärerna är höga vilket innebär att Spotlight Stock Markets direkta konkurrenssituation ändå är begränsad, om än tuff. Nasdaqs First North Growth Market är den dominerande MTF:en i Sverige och gynnas bland annat av sitt starka varumärke.

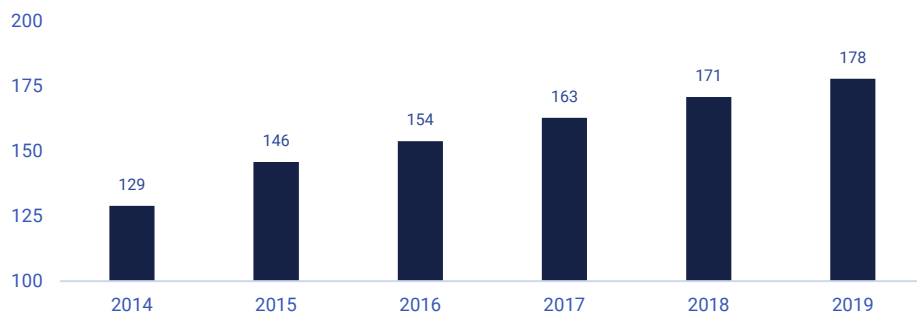
I en ansats att ta upp kampen mot Nasdaq First North Growth Market har Spotlight Stock Market diversifierat sitt erbjudande, bland annat genom att skapa enkelhet som är attraktivt för tillväxtbolag med mindre organisationer. Enkelhet har skapats genom att paketera en tjänst som inkluderar många av de kringtjänster som krävs för att vara listad, så som en IR-hemsida, verktyg för pressmeddelande liksom tillgång till utbildning och löpande konsultation i marknadskommunikation med mera.

Spotlight Stock Market utmanar Nasdaqs First North Growth Market med ett attraktivt erbjudande.

Ytterligare ett intressant initiativ är lanseringen av listan Spotlight Next. Listan är framtagen för större SME-bolag, eller de redan listade företagen som växer och vill kliva upp ett

steg som listat företag. För att listas på Spotlight Next ställs högre krav som påvisar ytterligare en grad av kvalitet. Det kan i sin tur medföra ett utökat intresse från institutionella investerare, vilket är lockande för många företag. Från gruppens perspektiv kan listan medföra förlängda kundrelationer till de framgångsrikt växande bolagen som typiskt genererar mer handelsintäkter. Den kan också medföra ett ökat antal större IPO:er.

Utveckling antal listade företag på Spotlight Stock Market



Källa: Bolagsinformation

Ovan visas utveckling i antalet listade företag på Spotlight Stock Market. Med en stark position på marknaden, ett konkurrenskraftigt och värdeskapande erbjudande under konstant utveckling, liksom ett gott rykte för sin höga servicenivå tror vi att Spotlight Stock Market har goda utsikter att fortsätta växa.

Spotlight Stock Market är omtalade för sin höga servicenivå.

Fler och större = skalbar tillväxt

Sedermera gynnas av möjligheten till korsförsäljning men bland verksamhetsgrenens klienter återfinns inte bara företag listade på Spotlight Stock Market, utan även företag som är listade på andra handelsplattformar, eller som ännu inte är listade. Ett exempel på ett pågående sådant projekt är uppdraget för BoMill som avses listas på First North Growth Market under hösten 2020.

Sedermera växer genom att ta på sig fler uppdrag. Det kan också växa genom att utföra uppdrag med större transaktionsvärden. Möjligheten att växa genom större uppdrag skapar också skal fördelar i verksamheten då processerna då de resurser som krävs ofta är desamma oberoende av transaktionens värde. En lyckad utveckling med Spotlight Next kommer även ha positiva effekter för Sedermera. Det i form av att Sedermera får möjlighet att genomföra större transaktioner, både vid nyemissioner och IPO:er.

Fler och större uppdrag skapar tillväxt liksom förbättrad lönsamhet.

Genom att verka under Spotlight Groups paraply är det alltså vår bedömning att inflödet av nya uppdrag underlättas. I den målgrupp som Sedermera riktar in sig mot finns en stor population av företag som många gånger genomför flertalet kapitalanskaffningar för att uppnå sina mål. Det skapar möjligheter för återkommande uppdrag. Under perioden 2014-2019 har Sedermera växt med cirka 16,0 procent i genomsnitt per år. Verksamheten har således fått upp ett bra momentum och i den bransch som Sedermera är verksam inom är just momentum superviktigt då affärer föder affärer. Det finns därför anledningar att tro att det finns en bra pipeline som kan konverteras till intäkter inom snar framtid nu när marknadsförhållandena har förbättrats.

En bra pipeline som kan konverteras när marknadsförhållandena har förbättrats.

MCL och Nordic Issuing driver på gruppens tillväxt

MCL grundades mot slutet av 2018 och omsatte 3,7 miljoner kronor under 2019. Nordic Issuing började marknadsföra sina tjänster externt i april 2020 och har redan hunnit agera emissionsinstitut vid tio transaktioner genomförda av Sedermera och medverka i hanteringen av 18 fristående uppdrag. Som en del av Spotlight Group tror vi att de båda verksamhetsgrenarna har goda förutsättningen till en brant tillväxtkurva under de kommande åren.

Vi tror att både MCL och Nordic Issuing kommer vara två starkt bidragande faktorer till gruppens tillväxt de kommande åren.

Vi tror på tillväxt med ökad lönsamhet

Nedan visas den historiska och prognostiserade totala nettoomsättning för gruppen. Under den prognostiserade perioden modellerar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år

om 8,0 procent. Det är något under gruppens målsättning om att växa med tio procent eller mer per år över tid.

Historik & antagen nettoomsättning, basscenariot (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Justerat EBIT-resultat (MSEK) och just. EBIT-marginal



Källa: Carlsquare prognoser

Som bekant har den justerade rörelsemarginalen i genomsnitt legat på 9,0 procent under perioden 2014-2019. Vi tror att det finns uppsida i marginalerna. En effektiv konsultverksamhet av den karaktär som Sedermera och MCL bedriver bör kunna komma upp i rörelsemarginaler om 20 procent eller mer. Över tid räknar vi med att gruppen kommer upp i en justerad rörelsemarginal om 15,3 procent. Marginalförbättringen antas komma med MCL som växer in i sin kostym och från Sedermera som ökar det genomsnittliga transaktionsvärdet. Överlappande funktioner mellan verksamhetsgrenarna inom bland annat compliance antas hålla tillbaka lönsamheten. Dock är 15,3 procent en bra bit över bolagets målsättning om att över tid hålla en rörelsemarginal över tio procent.

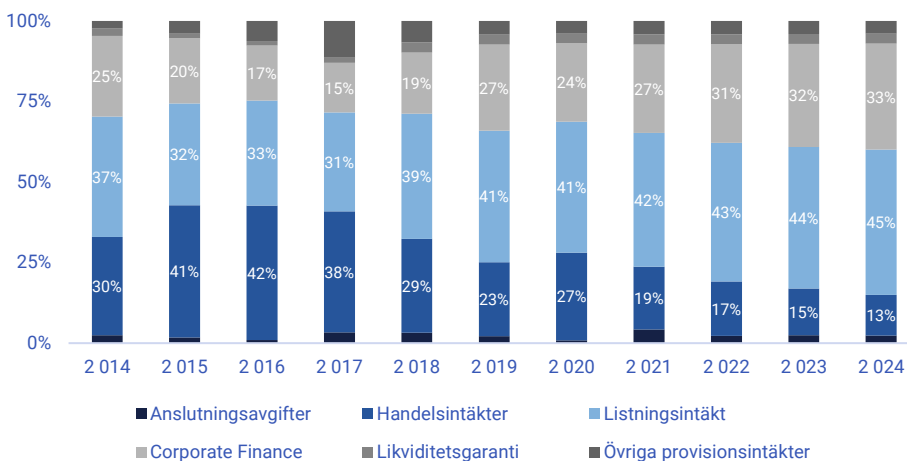
Bra förväntad uppsida i gruppens marginaler.

Värdefulla återkommande intäkter

Spotlight Stock Market har flera intäktsmodeller varav återkommande intäkter från listade företag är den största intäktskällan. Av hela gruppens totala provisionsintäkter har återkommande intäkter från de listade företagen ökat från 37 procent år 2014 till 41 procent år 2019. Denna andel förväntas fortsätta växa vilket adderar ytterligare förutsägbarhet och stabilitet i intäktsflödet. Värt att notera är att även Sedermera har tjänster som genererar återkommande intäkter. Dessa är dock inte uppe på samma nivå.

Återkommande listningsintäkter adderar förutsägbarhet och stabilitet i intäkterna.

Fördelning av gruppens totala provisionsintäkter



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

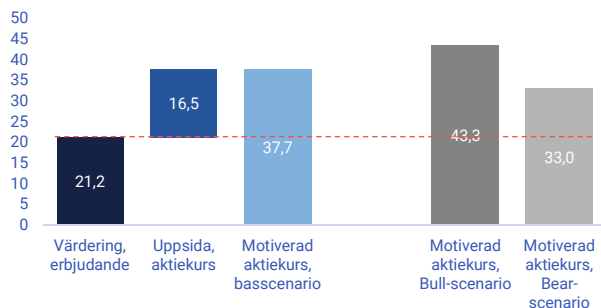
Motiverat värde om 37,7 kronor i basscenariot

För att beräkna ett motiverat värde i ett basscenario har vi diskonterat framtida förväntade kassaflöden i vår DCF-modell. Vi har använt en diskonteringsränta om 13,1 procent för att nuvärdesberäkna kassaflöden under den prognostiserade perioden 2020-2024. Genom

Vi ser bra potentiell uppsida i värderingen.

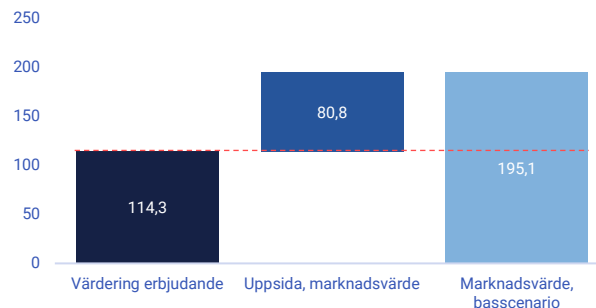
denna metod beräknas ett motiverat värde per aktie i ett basscenario om 37,7 kronor för de kommande 12 månaderna.

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar och värderingsintervall

Värderingen i bas-scenariot om 37,7 kronor per aktie motsvarar en EV/Sales-multipel om 1,3x den prognostiserade nettoomsättningen 2020 och en EV/EBITDA-multipel på 7,2x vår prognos för justerat EBITDA-resultat 2020. Det implicita P/E-talet för prognostiserad vinst 2020 är 16,5x.

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Implicit P/S	1,6x	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x
Implicit P/E	26,8x	16,5x	16,3x	13,8x	10,6x	9,0x
Implicit EV/Sales	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x
Implicit EV/EBITDA (just.)	9,2x	7,2x	7,0x	6,0x	4,9x	4,3x

Källa: Carlsquare prognoser

Liknande listade företag verksamma inom Corporate Finance handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipel om 1,7x och ett medianvärde för EV/EBITDA-multipel om 9,4x på de senaste 12 månadernas försäljning och EBITDA-resultat. Gruppens medianvärde för P/E-talet på rullande 12 månaders vinst är 20,7x.

Bull-scenario och Bear-scenario

För att beräkna ett motiverat värde i ett mer optimistisk Bull-scenario har vi justerat upp den genomsnittliga tillväxttakten på årsbasis från 8,0 procent till 10,0 procent. Den hållbara justerade rörelsemarginalen är uppjusterad från 15,3 procent i basscenariot till 16,3 procent. Givet dessa antaganden beräknas ett motiverat värde i Bull-scenariot om 43,3 kronor per aktie. Den implicita EV/Sales-multipeln beräknad på prognostiserad nettoomsättning 2020 är 1,5x. Den implicita EV/EBITDA-multipeln beräknad på prognostiserat justerat EBITDA-resultat 2020 är 8,5x.

För att beräkna ett motiverat värde i ett mer återhållsamt Bear-scenario har vi istället justerat ned den genomsnittliga tillväxttakten på årsbasis från 8,0 procent i bas-scenariot till 6,0 procent. Den hållbara justerade rörelsemarginalen är nedjusterad från 15,3 procent i basscenariot till 14,3 procent. Givet dessa antaganden beräknas ett motiverat värde i Bear-scenariot om 33,0 kronor per aktie. Den implicita EV/Sales-multipeln beräknad på prognostiserad nettoomsättning 2020 är 1,1x. Den implicita EV/EBITDA-multipeln beräknad på prognostiserat justerat EBITDA-resultat 2020 är 6,2x.

Risker

Covid-19 fick världens aktiemarknader att krascha i mitten på mars 2020. En andra våg och utdragna effekter från Covid-19 kan medföra en period av ofördelaktiga marknadsförhållanden som är längre än den vi antagit.

Även om gruppen klarat sig väl under årets första sex månader har Spotlight Stock Market nettominakat antalet listade företag, främst på grund av listbyten. Denna trend måste

brytas. Den befintliga konkurrensen är hård med Nasdaqs First North Growth Market i täten. Konkurrensen tilltar från alternativa erbjudanden som Pepins.

För att inte investerare skall tappa förtroendet är det viktigt att Sedermera har övervägande "bra" case till rätt värderingar.

Bolagsbeskrivning

Spotlight Group tillhandahåller bland annat handelsplattformen Spotlight Stock Market anpassad för tillväxtbolag. Spotlight Stock Market har över tid etablerat en stark position på marknaden för MTF:er i Sverige med en uppskattad marknadsandel om 30 procent. Bredvid handelsplattformen erbjuds även kompletterande och börsnära tjänster som finansiell, legal rådgivning och emissionstjänster via de fristående och tydligt separerade verksamhetsgrenarna Sedermera, MCL och Nordic Issuing. Sammansättningen av verksamheter under ett och samma paraply ger möjlighet till korsförsäljning och samordningsfördelar, vilket gynnar både gruppen och kunden. SPGR avser att lista sin aktie och den första handelsdagen är planerad till den 15 september 2020. Exempel på andra handelsplatsoperatörer som listats på sin egen handelsplattform/börs är ICE (NYSE), Deutsche Börse (Xetra) och Nasdaq.

Introduktion till Spotlight Group

Spotlight Group erbjuder en handelsplattform för aktier anpassad för tillväxtbolag. Via tydligt separerade och fristående verksamhetsgrenar erbjuder gruppen även kompletterande börsnära tjänster. Via sina verksamhetsgrenar kan gruppen således erbjuda tjänster som täcker de övergripande behoven för tillväxtbolag som (i) vill nyttja möjligheten att ta in externt kapital från allmänheten och/eller (ii) önskar öka sin synlighet liksom likviditeten i aktien genom att lista bolagets aktie på en handelsplattform. Att samla relaterade men fristående verksamheter under samma paraply ger samordningsfördelar som bedöms kunna gynna både gruppen och kunden. Under perioden januari till juni 2020 har gruppen i genomsnitt haft 60 anställda.

SPGR:s huvudsakliga målgrupp är SME-bolag i tillväxtfasen, alltså företag med färre än 250 anställda och en årlig omsättning om upp till 500 miljoner kronor. Gruppens verksamhetsgrenar som erbjuder börsnära tjänster jobbar med företag som är listade på Spotlight Stock Market men också med företag som är listade på andra handelsplattformar och börser. Verksamhetsgrenarna jobbar också med företag som ännu inte är listade.

Enligt SCB fanns det 43 740 SME-bolag i maj 2020.

Gruppens grundstomme utgörs av handelsplattformen som under 1997 bildades med det dåvarande namnet AktieTorget, fem år efter att det svenska börsmonopolet avskaffades. Det huvudsakliga syftet med handelsplattformen var att skapa ett alternativ till Stockholmsbörsen med underlättade krav anpassat för tillväxtbolag. Namnbytet från AktieTorget till Spotlight Stock Market genomfördes under 2018 och i dag har Spotlight Stock Market etablerat sig som ett uppenbart alternativ inom sitt segment.

Baserat på data från Holdings.se har Spotlight Stock Market en marknadsandel om cirka 30 procent bland MTF:er i Sverige. Nasdaq First North Growth Market är marknadsledande.

Under 2003 grundades Sedermera som erbjuder börsnära finansiella rådgivningstjänster. Sedermera blev en del av gruppen år 2010. Under 2018 grundades MCL som ett dotterbolag. MCL rådgör sina klienter i bolags-, börs- och aktiemarknadsjuridik och kompletterar gruppens övriga verksamheter väl. Under 2020 bildades ytterligare en verksamhetsgren, Nordic Issuing, som tillhandahåller emissionstjänster. Med detta är gruppens erbjudande för tillväxtbolag inom nischen nära fullständigt. Nedan visas koncernstruktur med dotterbolag och de fyra verksamhetsgrenarna.

Koncernstruktur och verksamhetsgrenar

Moderbolag	Dotterbolag	Verksamhetsgren	Verksamhet
Spotlight Group AB	ATS Finans AB	▪ Spotlight Stock Market	Handelsplattform för tillväxtbolag
		▪ Sedermera Fondkommission	Finansiell rådgivning
		▪ Nordic Issuing	Emissionstjänster
	Markets & Corporate Law Nordic AB	▪ Markets & Corporate Law Nordic	Juridisk rådgivning

Källa: Bolagsinformation

För att driva den verksamhet som bedrivs under de olika verksamhetsgrenarna krävs tillstånd som lämnas av Finansinspektionen. Tillstånden syftar till att handelsplattformen och finanstjänster skall drivas på ett sätt som upprätthåller allmänhetens/marknadens

förtroende för systemet. För regelefterlevnad och riskkontroll har bolaget etablerat rutiner och processer för intern styrning och kontroll enligt principen om de tre försvarslinjerna.

Planerad listning, erbjudande och de tre största ägare

Att ett företag listar sin aktie på en handelsplattform medför flertalet fördelar, såsom ökad publicitet och likviditet i aktien. Det är också en kvalitetsstämpel vilket kan nyttjas i marknadsföringssyfte. För att dra nytta av dessa fördelar avser SPGR att lista sin aktie på Spotlight Stock Market. Exempel på andra handelsplatsoperatörer som listats på sin egen handelsplattform/börs är amerikanska ICE som driver New York Stock Exchange, amerikanska Nasdaq och tyska Deutsche Börse som driver Xetra.

NGM:s noteringskommitté gör en oberoende granskning av gruppens listningsansökan. Möjligheten att köpa aktier i SPGR löper till den 8 september 2020. Första handelsdag är planerad till den 15 september.

Inga nya aktier emitteras i samband med listningen och således kommer gruppen inte tillföras några nya pengar. Istället erbjuds allmänheten att förvärva aktier i SPGR från Varenne AB (478 870 stycken aktier eller cirka 9,3 procent av aktiekapitalet). Anmälningssperioden för att delta i erbjudandet att förvärva aktier till ett pris om 22,1 kronor per aktie löper under perioden 25 augusti 2020 till 8 september 2020. Ett värde per aktie om 22,1 kronor motsvarar en värdering om cirka 114 miljoner kronor. Den första handelsdagen i aktien är planerad till den 15 september 2020.

Finansprofilen och tech-investeraren Staffan Persson är gruppens största ägare och köpte in sig för cirka sex år sedan. Innan erbjudandet hade Staffan via företag en ägarandel motsvarande cirka 36,9 procent av aktiekapitalet och rösterna. Staffan Salén, ytterligare en finansprofil och investerare, är via företag gruppens andra största ägare med en andel om cirka 15,5 procent av aktiekapital och röster innan erbjudandet. Den tredje största ägaren är entreprenören Erik Åfors som via företag äger motsvarande cirka 9,4 procent av aktiekapitalet och rösterna. De tre största ägarna liksom medarbetare och styrelsemedlemmar har förbundit sig att inte sälja aktier under en 12-månadersperiod efter första handelsdagen.

Välkända finansprofiler bland huvudägarna.

Spotlight Stock Market

Verksamhetsgrenen Spotlight Stock Market driver en multilateral trading facility (MTF) vid samma namn för listade aktier. I dag jobbar cirka 20 personer på Spotlight Stock Market vid kontoret i Stockholm. Skillnaden på en MTF relativt en börs (eller reglerad marknad) ligger huvudsakligen i de krav som ställs på de företag som listar/noterar sin aktie på handelsplatsen. På en MTF är kraven typiskt sett inte lika omfattande som på en börs, exempelvis rörande redovisning och rapportering liksom verksamhetshistorik. Detta medför i sin tur att MTF:er naturligt attraherar SME-bolag i tillväxtfasen. Operatören av en MTF har typiskt sett också något underlättade regulatoriska krav på sig från myndigheterna (läs FI), då satt i relation till en operatör av en börs.

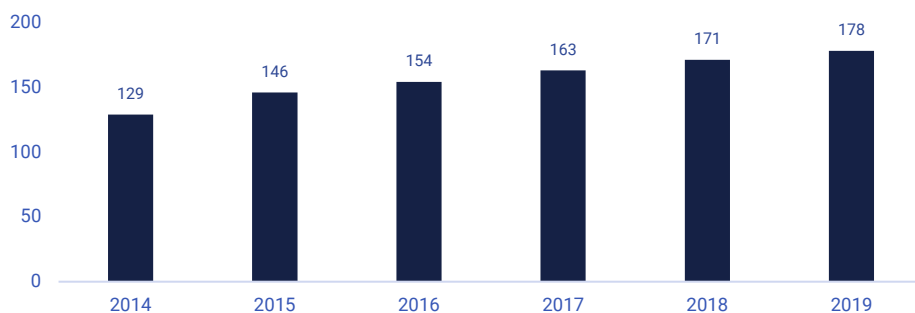
Med underlättad kravställning på de listade företagen blir MTF:er likt Spotlight Stock Market ett naturligt alternativ för tillväxtbolag.

Spotlight Stock Markets i siffror

Sedan grundandet har Spotlight Stock Market etablerat sig som en stark aktör på den svenska marknaden för MTF:er. Antalet bolag listade på någon av Spotlight Stock Markets listor har vuxit från 129 vid utgången av 2014 till 178 vid utgången av 2019. Som framgår i grafen nedan har antalet listade företag på Spotlight Stock Market växt kontinuerligt, vilket påvisar efterfrågan på tjänsten liksom styrkan i erbjudandet.

Det totala värdet på samtliga bolag listade på Spotlight Stock Market är cirka 29,2 miljarder kronor.

Antalet anslutna bolag



Källa: Bolagsinformation

Antalet listade företag har kommit ner till dagens datum. På Spotlight Stock Markets hemsida anges antalet listade bolag till cirka 170 stycken. Tappet sedan årsskiftet är en effekt av avlistningar/listbyten liksom uppköp som inte vägs upp av nya IPO:er som rimligtvis har försenats (i olika faser av processen) med oroligheter i kölvattnet av Covid-19.

I genomsnitt är ett företag som listas på Spotlight Stock Market kvar som listat företag på bolagets handelsplattform i sex år. Avlistningar kan föranledas av exempelvis uppköp. Givet Spotlight Stock Markets fokus på tillväxtbolag är listbyten till exempelvis Nasdaq Nordic Main Market en naturlig utveckling under nuvarande struktur.

Huvudlistan på Spotlight Stock Market kallas för Spotlight där den stora majoriteten av bolagen är listade. Den andra listan är Spotlight Next. I mitten på augusti 2020 var det totala marknadsvärdet av de listade företagen på Spotlight Stock Market drygt 29 miljarder kronor. Det genomsnittliga marknadsvärdet var nästan 180 miljoner kronor. Det största företaget hade ett marknadsvärde på drygt 3,1 miljarder kronor och det minsta bolaget hade ett marknadsvärde på cirka fem miljoner kronor. Det genomsnittliga antalet ägare per bolag på Spotlight Stock Market är drygt 2 000 stycken enligt Holdings.se. Nästan en tredjedel av de bolag som är listade på Spotlight Stock Market tillhör sektorn Hälsovård, då inkluderat både Biotech och Medtech. Hälsovård är därmed den största sektorn följt av IT/Teknik som har en andel om cirka 20 procent.

Hälsovård, inkluderat Biotech och Medtech är den största sektorn på Spotlight Stock Market räknat till antalet företag.

Flertalet fördelar med att listas

Från ett företagsperspektiv finns det flera fördelar med att vara ett listat/noterat företag, då i den bemärkelsen att aktien handlas på en handelsplattform som en MTF eller en börs:

- Som listat företag, alternativt med planer på att listas, underlättas möjligheterna att ta in externt tillväxtkapital. Det då likviditetsrisken för en listad aktie är lägre relativt en aktie som inte handlas på en handelsplats samtidigt som transparensen ökar givet krav på rapportering, vilket reducerar risken ytterligare för externa investerare.

- Att vara listad ger ökad publicitet och synlighet, bland annat då externa parter granskar företaget i olika sammanhang. Pressmeddelanden får även bättre distribution då de plockas upp av exempelvis Avanza och Nordnet men även av journalister på olika redaktioner.
- Att vara ett listat företag associeras också med en kvalitetsstämpel då företaget i fråga kan visa att de lever upp till de krav som ställs av handelsplatsen. Det kan i sin tur vara bra även från ett marknadsföringsperspektiv.

Värdeskapande istället för prispress ger hållbar tillväxt

Den direkta konkurrensen med samma målgrupp, alltså tillväxtbolag, utgörs främst av Nasdaq First North Growth Market och NGM:s Nordic SME. För att tillhandahålla ett konkurrenskraftigt och unikt erbjudande har Spotlight Stock Market tagit flertalet initiativ. Fokus ligger på att ha det mest attraktiva erbjudandet i termer av värdeskapande snarare än att pressa priser.

Bolaget har bland annat jobbat aktivt med att förenkla för tillväxtbolag att lista sin aktie, men också att vara listad. Detta genom att paketera en färdig tjänst som inkluderar de nödvändiga kringtjänsterna som krävs för att vara listad. Dessa kringtjänster innefattar bland annat tillgång till en regelefterlevnadsexpert (som påminner om Nasdaq Stockholm Main Markets marknadsövervakning). Paketerbjudandet innefattar även en IR-hemsida, vilket medför att företaget i fråga inte behöver bygga sin egen. De företag som listas på Spotlight Stock Market får också tillgång till ett verktyg för att skicka pressmeddelanden (Cision) samt utbildning/konsultation i marknadskommunikation. För att lyfta fördelarna med att vara listad ytterligare en nivå innefattar erbjudandet analystäckning från IPO-guiden (Affärsvärlden). Företag som är listade på Spotlight Next bevakas också på löpande basis av Aktiespararnas Analysguiden. Detta ger ytterligare publicitet och synlighet liksom transparens

Spotlight Stock Market erbjuder sina medlemsbolag en paketlösning som täcker de övergripande behoven som ett listat bolag har.

Spotlight Stock Markets sammantagna listningserbjudande täcker således företagets grundläggande behov som listade företag, vilket adderar både pridfördelar och enkelhet för kunden. Det bedöms också vara en fördel när potentiella nya kunder gör jämförelser mellan olika leverantörer.

Tre intäktmodeller inkluderat en återkommande månadsavgift

Spotlight Stock Market har två huvudsakliga intäktströmmar som varierar med intresset för att listas liksom antalet företag som är listade. För nya företag som önskar lista sin aktie erhåller bolaget en fast ansökningsavgift om 185 000 kronor. Till detta tillkommer ett återkommande intäktflöde i form av en månadsavgift som varierar mellan 20 000 till 30 000 kronor per listat företag, beroende på vilken av de två listorna som är aktuell.

Tre intäktmodeller varav återkommande listningsintäkter är en.

De konkurrerande svenska MTF:erna har liknande intäktmodeller, alltså en engångsintäkt hänförlig till administration av listningsprocessen och granskning av ansökan jämte en återkommande månatlig intäkt. Bolagets prissättning av paketerbjudandet förefaller vara konkurrenskraftig. Den återkommande månatliga avgiften kan vid första anblick förefalla hög, men det bör samtidigt beaktas att Spotlight Stock Market tillhandahåller ett paketerbjudande med nödvändiga kringtjänster som listade företag hos konkurrenterna annars behöver köpa separat.

Vidare varierar avgiften på First North Growth Market med marknadsvärde där ett större företag betalar mer än ett mindre företag. Spotlight Stock Market tar heller inte ut någon avgift från företag som genomför en emission, vilket både NGM och Nasdaq gör. Som vi ser det är detta en av de viktigare punkterna där Spotlight Stock Market konkurrerar genom att prismässigt vara mer fördelaktiga. Givet att bolaget i övrigt förefaller konkurrera genom värdeskapande kan detta ses som en möjlighet att addera ytterligare en intäktström.

En avgift för genomförande av nyemissioner är en möjlig fjärde intäktmodell.

Den tredje befintliga intäktmodellen varierar med handeln som sker i de listade företagen på bolagets handelsplattform. Handelsintäkterna genereras från medlemmarna, alltså mäklarhusen, såsom Avanza, Nordnet, Nordea, SHB etcetera. En fast månatlig kostnad betalas till NGM då Spotlight Stockmarket utnyttjar deras handelssystem, Elasticia. Marginalen på handelsintäkter är inte linjär. Istället ökar NGM:s andel då handeln är hög och faller tillbaka under perioder då handeln är låg.

Utvidgad sweet spot skapar förutsättningar

För att behålla de företag som växer har bolaget bland annat tagit initiativet att lansera listan Spotlight Next. Initiativ har också tagits för att i tidigt skede etablera relation och förbereda tillväxtbolag för en listning genom tjänsten Go Public. Således har Spotlight Stock Market breddat sin målgrupp vilket förbättrar förutsättningarna för Spotlight Stock Market men också för gruppen som helhet.

Utökad målgrupp förbättrar förutsättningarna för Spotlight Stock Market och för gruppen.

Spotlight Next

Som tidigare nämnts kallas "huvudlistan" på Spotlight Stock Market för Spotlight. Under 2018 adderades en andra lista, Spotlight Next. För att antas en plats på Spotlight Next behöver företagen leva upp till något högre ställda krav. Exempelvis måste marknadsvärdet uppgå till minst 150 miljoner kronor och free float måste vara minst 25 procent (tio procent på Spotlight). Det är också ett krav att företagen redovisar enligt IFRS-standard (K3 på Spotlight) och följer svensk kod för bolagsstyrning. Med dessa utökade krav kan Spotlight Next ses som ett kliv upp från Spotlight och ger därmed företagen på Spotlight Next en än tyngre kvalitetsstämpel.

Spotlight Next ger ett ökat intresse från institutionellt kapital.

Att listas på Spotlight Next kan också innebära förbättrade möjligheter för företagen att attrahera intresse från institutionella investerare. Per publiceringsdatumet av denna rapport finns åtta företag listade på Spotlight Next. Spotlight Next kan med detta ses som en ansats till att behålla företag som växer och som annars finner det fördelaktigt att flytta till exempelvis First North Growth Market Premier.

I dag finns åtta företag på listan Spotlight Next.

Om Spotlight Stock Market kan behålla relationen med bolag som växer behåller bolaget den värdefulla återkommande listningsintäkter men också relaterade handelsintäkter. Vidare finns det en möjlighet med Spotlight Next som innebär att listan kan locka till sig större IPO-bolag. Dels tenderar handeln att vara mer aktiv i stora bolag med hög free float vilket kan öka handelsintäkterna och dels kan det medföra större transaktionsvolym för verksamhetsgrenen Sedermera. Vi tycker således att detta är ett intressant initiativ även om det kan vara svårt att påvisa ett konkret värdeskapande för de företag som väljer denna lista.

Hela gruppen kan gynnas av ett framgångsrikt Spotlight Next.

Go Public

Go Public är ytterligare en tjänst som Spotlight Stock Market erbjuder sedan 2018. Tjänsten förbereder företag inför en listning på Spotlight. Det genom att företagen introduceras till regelverken men också till potentiella investerare. Tjänsten får beskrivas som att den fortfarande befinner sig i ett uppstartsläge då endast fyra företag vid skrivande stund använder sig av Go Public-tjänsten. Vi bedömer dock att tjänsten är attraktiv för företag med ambitionen att listas och att det således finns potential för tjänsten att växa.

Lösningar likt de som Pepins erbjuder kan också gynna Spotlight. Det då de bolag som söker sig till Spotlight är bättre rustade. Man skulle också kunna uttrycka det som att dessa tjänster kan hjälpa till att filtrera bort bolag av sämre kvalitet.

Över tid tror vi också att Go Public kan komma att få en mer betydande roll för Spotlight Stock Market eftersom det blir allt viktigare att tidigt etablera en relation till tillväxtbolag. Det när konkurrenter som Pepins approacher en mer eller mindre överlappande målgrupp med alternativa tjänster för kapitalanskaffning liksom spridning och handel (om än ej i den traditionella mening som Spotlight Stock Market kan erbjuda).

Handel i DKK

Spotlight Stock Market möjliggör för danska bolag att handlas i DKK (eller SEK). Det underlättar bland annat för danska investerare då valutarisken elimineras. I dag finns totalt fem företag listade i DKK på bolagets handelsplattform. Det kan jämföras mot First North Growth Market i Danmark som har 27 listade företag.

Handel i DKK lockar danska bolag och danska investerare.

Gruppens initiativ är i linje med bolagets avsikt att stärka sin position på den nordiska marknaden. Det är även ett logiskt initiativ givet Sedermeras position i den relevanta nischen på den danska marknaden.

Sedermera Fondkommission

Sedermera (SFK) grundades 2003 och har sedan dess etablerat sig som en stark aktör inom sin nisch. I linje med Spotlight Stock Market är även Sedermeras tjänster främst riktade till SME-bolag i tillväxtfas, både noterade och onoterade. Cirka 25 personer jobbar i dag för Sedermera vid kontoret i Malmö. SFK är därmed också den verksamhetsgren som har flest antal anställda inom gruppen. Likt Spotlight Stock Market står Sedermera under Finansinspektionens tillsyn.

Sedermeras tjänsteerbjudande innefattar exempelvis kapitalanskaffningar, då inte bara i form av nyemitterade aktier utan även olika former av bryggfinansiering, lånefaciliteter, obligationer och hybridinstrument liksom inlösen av teckningsoptioner. Sedermera har genomfört cirka 300 emissioner och under de senaste fyra åren har SFK i genomsnitt tagit in över 400 miljoner kronor i tillväxtkapital på årsbasis till sina kunder. Sedermera är även starka inom börsnoteringar och har sedan start varit med i listningen av cirka 100 företag.

Erbjudandet innefattar även andra börsnära tjänster, såsom konsulttjänster inom bolagsstyrning och aktiemarknadskommunikation via tjänsten Qualified Advisor. Likviditetsgaranti, blocktransaktioner och oberoende värderingsutlåtanden är ytterligare tjänster som Sedermera tillhandahåller. De många tjänsterna under ett och samma tak gynnar kunderna liksom gruppen då det medför både samordningsfördelar och en enkelhet för kunden liksom möjlighet till korsförsäljning mellan verksamhetsgrenens affärsområden liksom inom gruppen.

Nedan visas en sammanställning av Sedermeras organisation fördelat på sex affärsområden med exempel på verksamheter.

Överblick, affärsområde och tjänsteerbjudande

Sedermera Fondkommission	Affärsområde	Exempel på verksamhet
	▪ Corporate Finance	Kapitalanskaffningar och IPO:er
	▪ Equity Sales	Blocktransaktioner
	▪ Liquidity Providing Services	Market making i aktier
	▪ Stock Market Communication	IR-kommunikation
	▪ Issuing Services	Emissionstjänster
	▪ Valuation & Analysis	Oberoende värderingsutlåtanden

Källa: Bolagsinformation

Intäktsmodeller med bra skalbarhet

Sedermeras intäktsmodeller varierar med affärsområde. Exempelvis erhåller affärsområdet Liquidity Providing Services, Stock Market Communication liksom Issuing Services och Valuation & Analysis en fast avgift för sitt arbete. Det medför i vanlig ordning att affären växer genom fler uppdrag. Väl värt att notera är också att Sedermera har återkommande intäkter då uppdrag under Liquidity Providing Services och Stock Market Communication typiskt sätt löper över en längre period mot en månatlig avgift.

Affärsområdena Corporate Finance och Equity Sales har en något annorlunda intäktsmodell som typiskt sett varierar med transaktionsvärde (läs emissionsbelopp eller värde på aktieposten) och endast erhålls om transaktionen i fråga genomförs/uppdraget lyckas – alltså exempelvis att en nyemission tecknas eller att Equity Sales kan sammanföra köpare och säljare som möts i en block-affär. För Corporate Finance-affärsområdet är det rimligtvis inte heller helt ovanligt med en symbolisk intäkt i samband med uppstart av ett nytt uppdrag. De båda affärsområdena kan således växa genom att ta på sig fler uppdrag men också genom att ta sig ann större uppdrag. Möjligheten att växa genom att ta på sig större uppdrag skapar också en bra skalbarhet i affären då processerna och resurskrävandet är snarlika oberoende av transaktionsvärde.

Inte bara Spotlight-bolag

Kundstocken förefaller till stor del utgöras av företag som är listade på Spotlight, vilket påvisar vikten av kopplingen mellan gruppens verksamhetsområden. Väl värt att notera är att många företag som är listade på andra handelsplatser också nyttjar Sedermeras

Vi har fått intrycket att Sedermera är en professionell och kompetent aktör med en ödmjuk framtoning, vilket vi tror är viktigt givet den position på marknaden som Sedermera har.

Större transaktionsvärden ger högre intäkter och bättre marginal.

tjänster – i skrivande stund arbetar Sedermera exempelvis med BoMill som avses listas på Nasdaq First North Growth Market under hösten 2020.

Att ha ett brett tjänsteerbjudande väl anpassat för tillväxtbolag i olika faser är en del av strategin för att skapa nära och långsiktiga relationer till kunderna. Samtidigt behöver en kund som byter lista till en reglerad marknadsplats inte per automatik byta finansiell rådgivare.

Det är vår bedömning att den marknad som Sedermera är verksamma på är hårdare konkurrensutsatt än den för Spotlight Stock Market där inträdesbarriärerna är högre. Samtidigt tror vi att Sedermera har, och kommer fortsätta dra stora fördelar av att vara en del av SPGR med de möjligheter till korsförsäljning som det antas medföra. Sedermera har också fått utmärkelser för sitt arbete. Bland annat blev Sedermera tilldelad förstapris inom kategorin Mikrobolagens bästa rådgivare avseende kvalitet liksom förstapris för Mikrobolagens bästa rådgivare avseende kursutveckling år 2019.

Finna utmärkelser har gett positiv uppmärksamhet.

Exempel på utmärkelser



Källa: Bolagsinformation

Stark marknadsnärvaro i Danmark

Enligt information från bolaget har totalt 17 danska företag listats inom MTF-segmentet sedan 2010. Av dessa 17 listningarna har Sedermera varit delaktiga i 12 stycken. Det påvisar Sedermeras position på den danska marknaden.

Markets & Corporate Law och Nordic Issuing

Markets & Corporate Law Nordic AB

MCL bildades 2018 och jobbar med juridisk rådgivning med fokus på värdepappers-, börs- och bolagsrättsliga frågeställningar. Det är vår bedömning att MCL kompletterar gruppens övriga verksamheter väl och stärker relationer. Åter finns uppenbara möjligheter för korsförsäljning inom gruppen, främst mellan Sedermera och MCL. En juridisk rådgivare behövs vid börsnoteringar för att exempelvis genomföra en legal due diligence som en del av ansökningsprocessen. Det krävs också vid exempelvis emissioner för att säkerställa att dokumentation efterlever de regler som finns. Därutöver erbjuder MCL även tjänster inom Compliance, Risk och Governance. Rådgivning erbjuds således även som en löpande tjänst och vid bolagsstämmor.

MCL förväntas bli en viktig tillväxt-drivare under de kommande åren.

Sedan grundandet 2018 till i dag har MCL enligt sin egen hemsida redan hunnit med att vara legal rådgivare i 82 kapitaliseringar inkluderat 19 börsnoteringar. MCL har också under samma period varit legal rådgivare vid 117 bolagsstämmor. Vid publicering av memorandumet hade MCL cirka 15 anställda vid kontoret i Malmö.

Många referensuppdrag på kort tid.

Nedan visas verksamhetsgrenen MCL och dess tre affärsområden med exempel på kompetenser.

Överblick, affärsområde och tjänsteerbjudande

	Affärsområde	Exempel på verksamhet
MCL	▪ Traditionell juridisk rådgivning	Bolagsrätt, börsrätt och värdepappersrätt
	▪ Corporate Governance Risk	Svensk kod för bolagsstyrning
	▪ RegTech	MCLogg

Källa: Bolagsinformation

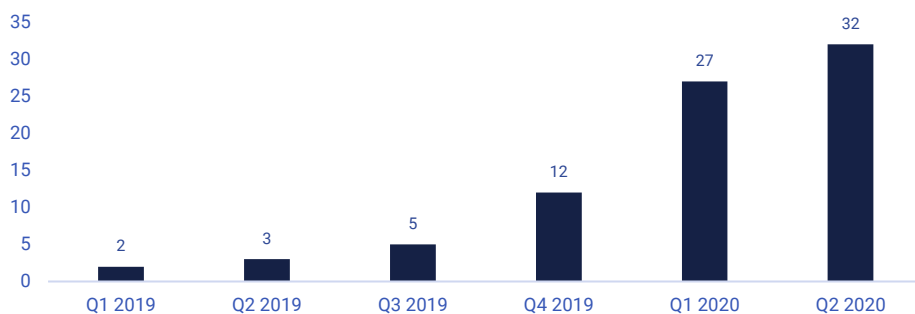
MCLogg och MCLogg Advisor

I MCL ligger även gruppens RegTech-lösning, MCLogg. Mjukvaran skapar och hanterar loggböcker för regelefterlevnad i linje med EU:s marknadsmissbruksförordning "MAR". MCLogg Advisor är en liknande lösning anpassad för finansiella rådgivare.

Mjukvaran lanserades under årsskiftet 2019/2020 och antalet användare har sedan dess stigit till 32 stycken (vid utgången av andra kvartalet 2020). Givet att MCLogg numera även ingår i Spotlight Stock Markets erbjudande för listade företag på bolagets handelsplattform kommer antalet användare rimligtvis fortsätta öka när antalet listade företag ökar. För att sälja MCLogg till hela marknaden av listade eller noterade företag, då inte bara tillväxtbolag, samarbetar MCL med Cision.

Stark tillväxt i antalet användare av MCLogg.

Överblick, affärsområde och tjänsteerbjudande



Källa: Bolagsinformation

MCLogg bedöms vara ett bra verktyg som stärker Spotlight Stock Markets helhetserbjudande ytterligare. Det skapar också en naturlig möjlighet till korsförsäljning mellan Spotlight Stock Market och MCL. Vidare kan MCLogg resultera i en bibehållen kundrelation till de bolag som gör listbyten från Spotlight Stock Market. Det är också en bra instegsprodukt

för att bygga en djupare relation och bidra med annan kompetens inom exempelvis compliance. Med andra ord ser vi flera fördelar med MCLogg, då utöver den intäkt som mjukvaran genererar.

Verksamheten inom RegTech skiljer sig från övriga tjänster då det handlar om skalbara mjukvarulösningar. SaaS-företag som har unika produkter har ofta höga värderingsmultiplar (4x-8x försäljningen) jämfört med andra typer av bolag.

Höga värderingsmultiplar för SaaS-bolag.

Intäktsmodeller med potential för bra marginal

För affärsområdena Traditionell juridisk rådgivning och Corporate Governance Risk arbetar MCL på uppdragsbasis. De två affärsverksamheterna får därmed omsättningen att växa genom att ta på sig fler uppdrag. Dessa affärsverksamheter har inte samma skalbarhet som exempelvis Corporate Finance och Equity Sales som kan ta på sig uppdrag med större transaktionsvärden utan behov av att utöka resurserna väsentligt.

Marginalförbättring när MCL växer in i sin kostym.

MCL jobbar samtidigt rimligtvis i viss utsträckning med uppdrag kontrakterade över en längre period, exempelvis uppföljning av compliance-efterlevnad etcetera. Uppdrag av denna typ skapar förutsägbarhet i intäktsflödet och kräver mindre resurser efter att rutiner och processer väl upprättats.

Intäktsmodellen för MCLogg-produkterna bygger på en mindre men återkommande månadsavgift från respektive kund som betalar per användare. Givet att det rör sig om känslig information är antalet användare för kund dock rimligtvis begränsat till ett fåtal. Skalbarheten i MCLogg-produkterna är också god då de direkta kostnaderna hänförliga till en ny kund inte bedöms öka drastiskt.

MCL jobbar likt Sedermera inte bara med företag som är listade eller avses listas på Spotlight Stock Market. Exempelvis jobbar även MCL med den avsedda listningen av BoMill på Nasdaq First North Growth Market under hösten 2020. MCL jobbar givetvis också med projekt som är helt fristående engagemang från övriga verksamhetsgrenar i gruppen, likt både Sedermera, Spotlight Stock Market och Nordic Issuing.

Nordic Issuing

Nordic Issuing är ett emissionsinstitut som lanserades som eget varumärke under ATS Finans AB i februari 2020. Nordic Issuing erbjuder emissionstjänster som gör transaktionerna praktiskt möjliga genom administrativ kontoföring av ägandeskap i relevanta system vid exempelvis en nyemission eller inlösen av teckningsoptioner.

Utöver den administrativa biten bidrar Nordic Issuing även med rådgivning inför emissioner i mer komplexa administrativa ärenden, som fallet kan vara vid internationella ägarskapsstrukturer. Genom att kunna erbjuda emissionstjänster kan SPGR i sin sammanlagda affärsverksamhet erbjuda nära samtliga tjänster som krävs vid en IPO, bortsett från börsrevisionen som genomförs av en oberoende revisionsbyrå.

Nordic Issuing gör gruppens erbjudande nära komplett.

Likt andra emissionsinstitut som ofta är en bank eller en fondkommission står Nordic Issuing under Finansinspektionens tillsyn. Nordic Issuing är också anslutet till Euroclear Sweden samt till VP Securities i Danmark. Nordic Issuing kompletterar gruppens övriga verksamheter som ett fristående och oberoende emissionsinstitut och marknadsföringen intensifierades först under april 2020. Som oberoende och fristående kan vissa konkurrensfördelar skapas då andra fondkommissionärer som saknar egna emissionstjänster rimligtvis hellre vänder sig till en fristående aktör.

Om Nordic Issuing som fristående emissionsinstitut kan locka till sig fler affärer, då även sådana fristående från övriga verksamhetsgrenar, kan gruppen ta en ännu större andel av de totala kostnaderna för en börsnotering eller nyemission.

Ledning och styrelse

Peter Gönczi är gruppens VD sedan 2014. Bredvid Peter i styrelsen sitter bland annat Jakob Grinbaum som tidigare varit vice VD för Nordea-koncernen. Sammansättningen av personer i ledning och styrelse bedöms komplettera varandra väl med tidigare erfarenhet från finansvärlden, börsverksamheter, affärsutveckling och kommunikation.



Peter Gönczi anslöt till SPGR år 2006 och tillträdde VD-posten för gruppen år 2014. Peter har tidigare arbetat för Nordic Growth Market, bland annat som chef för marknadsövervakningen. Peter är utbildad ekonom vid Uppsala universitet. Peter äger via bolag motsvarande 4,48 procent av aktiekapitalet i SPGR.



Markus Neuding är sedan år 2018 gruppens vice VD. Markus har en Master of Law (LLM) från Lunds universitet och anslöt till gruppen som COO under 2016 och varit ytterst delaktig i grundandet av MCL. Markus har tidigare jobbat på Advokatbolaget Wiklund Gustavii där han bland annat jobbade med aktiemarkandsrätt och värdepappersrätt. Markus har ett ägarskap i SPGR om motsvarande 1,19 procent av aktiekapitalet.



Mikael Renck är utbildad ekonom vid Lunds universitet och gruppens CFO sedan 2014. Mikael har tidigare varit med och grundat flertalet bolag inom ekonomi och IT, varav C4G Sweden AB som driver eAktiebok som erbjuder en digital tjänst för administration av aktieböcker. Mikael äger motsvarande 0,95 procent av aktiekapitalet i SPGR.

Källa: Bolagsinformation och LinkedIn



Thorbjörn Wennerholm är sedan 2014 gruppens styrelseordförande. Thorbjörn är advokat och delägare i Advokatfirman Lindahl AB och arbetar bland annat med bolags- och avtalsrätt. Thorbjörn äger motsvarande 0,2 procent av aktiekapitalet i SPGR.



Anna Barkfeldt är styrelseledamot sedan år 2018 och har en Executive MBA från Uppsala universitet. Anna har erfarenhet från affärsutveckling och jobbar som marknadsföringsansvarig på Bergman & Beving Logistics AB. Anna har ett ägarskap i SPGR motsvarande 0,1 procent av aktiekapitalet.



Jakob Grinbaum är sedan 2016 styrelseledamot och har bred erfarenhet från den finansiella sektorn, bland annat som tidigare vice VD för Nordea-koncernen. Jakob har flertalet andra styrelseuppdrag och har tidigare suttit i styrelsen för bland annat Fjärde AP-Fonden. Jakob äger motsvarande 0,2 procent av aktiekapitalet i SPGR.



Peter Gönczi, se ovan.



Therese Lundstedt anslöt som ledamot till styrelsen under 2020. Therese är en prisad ledare och kommunikatör. I dag arbetar hon som VD för Urban Green AB och har tidigare varit VD för Aktieinvest FK AB. Therese har ett ägarskap i SPGR om motsvarande 0,2 procent av aktiekapitalet.



Stefan Sallerfors är styrelseledamot sedan 2012 och är utbildad läkare vid Lunds universitet. Stefan har erfarenhet från ledande positioner inom hälsovårdssektorn, bland annat som VD för Helsingborgs Lasarett. Stefan är i dag VD för Medvice Design AB. Stefan äger motsvarande 0,2 procent av aktiekapitalet i SPGR.

Källa: Bolagsinformation och LinkedIn

Marknad och konkurrens

Antalet SME-bolag i Sverige har växt sedan tio år tillbaka. Det har medfört att gruppens huvudsakliga kundgrupp har växt, vilket också skapar förutsättningarna för gruppens fortsatta tillväxt. Även antalet listade företag på Sveriges MTF:er har historiskt ökat. Det påvisar att det finns ett fungerande ekosystem för SME-bolag och påvisar nyttan med att lista sin aktie även för mindre bolag i tidig fas. Framtida marknadsförutsättningar påverkas samtidigt av det rådande och förväntade framtida ekonomiska läget. Just nu finns det också en del som talar för att marknadsförutsättningarna inte är optimala i kölvattnet av Covid-19. Marknadsförutsättningarna förväntas dock vända upp kraftigt under 2021. Både Spotlight Stock Market och Sedermera har en stark position bland konkurrensen på sina respektive marknader. Detta kan både MCL och Nordic Issuing dra nytta av för att positionera sig som mer framstående aktörer på sina marknader.

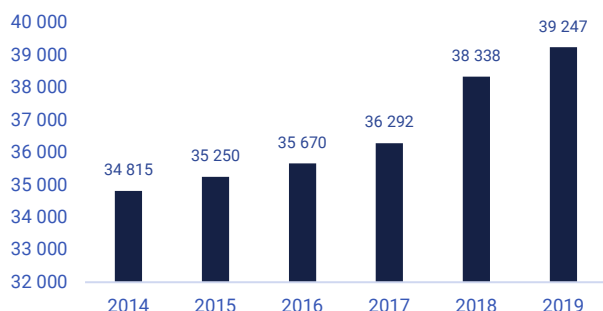
Större målgrupp skapar förutsättningar för gruppen

Spotlight Group är via sina verksamhetsgrenar aktiv på marknaden för handelsplatser för börsnära tjänster inkluderat Corporate Finance, legal rådgivning och emissionstjänster. Gruppens kundgrupp består främst av noterade och onoterade bolag i SME-segmentet i tillväxtfasen. Antalet SME-bolag liksom deras affärsmässiga utveckling utgör således själva grunden i gruppens marknad.

Nedan till vänster visas utvecklingen i antalet små och medelstora företag med färre än 250 anställda sedan 2014 i Sverige. Som framgår har antalet företag som innefattas av denna definition ökat från knappt 35 000 till drygt 39 000.

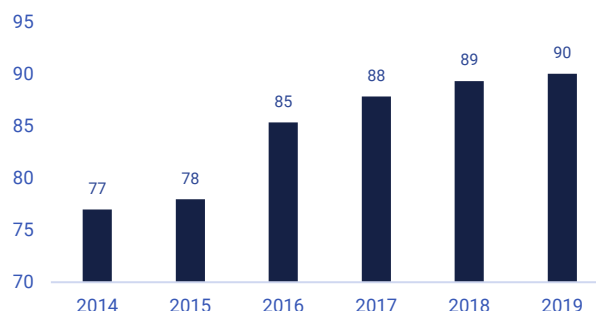
Positiv utveckling för antalet SME-bolag skapar förutsättningarna för gruppens tillväxt.

Antalet små och medelstora företag (exkl. mikrobolag)



Källa: SBA Fact Sheet Sweden (Europeiska kommissionen)

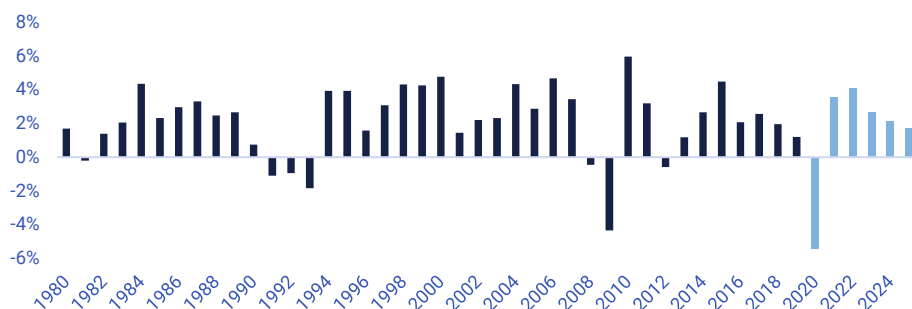
Skapat mervärde, små och medelstora företag (md EUR)



Källa: SBA Fact Sheet Sweden (Europeiska kommissionen)

I den högra grafen ovan visas mervärdet skapat av små och medelstora företag som också ökat. Sammantaget medför en ökande mängd SME-bolag med goda framtidsutsikter gynnsamma förhållanden för gruppen att fortsätta växa. För trenden att fortsätta krävs det ett hälsosamt ekonomiskt läge med goda utsikter. Det är också fördelaktigt med ett politiskt system som främjar företagande och skyddar immateriella rättigheter.

Svensk BNP-utveckling och prognos (% årsbasis)



Källa: Thomson Reuters Eikon. Augusti 2020

Som framgår i graf ovan förväntas ett kraftigt nedstall i svensk BNP under 2020 (-5,4%) i kölvattnet av Covid-19. Dock förväntas också en återhämtning till mer "normala" nivåer redan under 2021 (+3,5%). Från detta perspektiv är marknadsförutsättningarna för gruppen inte optimala just nu. Dock förväntas dessa förbättras kraftigt under 2021.

Unikt ekosystem gynnar Spotlight Stock Market

Under 2017 var Sverige det land i Europa som hade flest IPO:er med 115 noteringar eller listningar, före Londons 95 stycken. Som jämförelse ledde Hong Kong ligan i världen år 2019 med ungefär 160 börsnoteringar.

Sverige är förhållandevis unikt i världen med avseende på antal handelsplatser och antal noterade/listade företag, då satt i relation till befolkningen. Detta är rimligtvis en effekt av en fungerande infrastruktur, med allt från handelsplatser till mäklare liksom utbildning och en hög kunskapsnivå bland investerare, som byggts upp över tid. Det antas också vara en effekt av en lång kultur bland svenska hushåll att spara i aktier, vilket också påvisar att investerare har stort förtroende för ekosystemet. Investerares förtroende för marknaden är grundläggande för att den ska fungera; även storleken på deras tillgångar har stor betydelse.

En lång kultur av sparande i aktier har gjort Sverige framstående.

Många av de företag som väljer att lista/notera sig i Sverige är småbolag. Det tyder på att SME-bolag ser stora fördelar med att lista/notera sin aktie men också att de ser kapital från allmänheten som en viktig finansieringskälla, då även i tidig fas. Ett stort intresse bland SME-bolag att lista sin aktie är väsentligt för Spotlight Stock Market liksom gruppens övriga verksamhetsgrenar.

Möjligheterna att växa med de förutsättningar som skapas för ett listat eller noterat företag i Sverige får också allt mer uppmärksamhet från andra länder vars ekosystem för aktier inte har utvecklats i samma riktning. Det innebär att vi över tid kan få fler utländska företag som listar sig i Sverige, vilket är en möjlighet för Spotlight Stock Market liksom övriga verksamhetsgrenar inom gruppen.

Det svenska ekosystemet lockar utländska bolag till de svenska listorna.

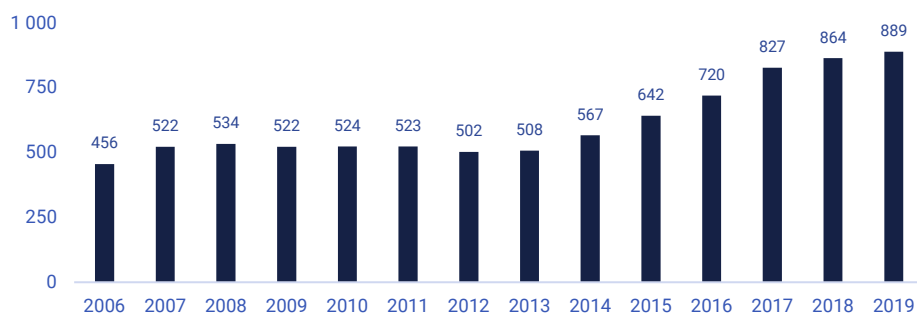
Som tidigare nämnts har både Spotlight Stock Market och Sedermera positionerat sig på den danska marknaden där intresset bland privatinvestorer är långt ifrån lika högt som i Sverige. Ekosystemet är heller inte lika väl utvecklat där. EU har däremot tagit flera initiativ för att främja möjligheter för SME-bolag att växa i listad miljö då det är en viktig finansieringskälla.

MTF:er lockar nya företag

Grafen nedan visar antalet noterade/listade företag i Sverige. Som framgår var utvecklingen förhållandevis stabil mellan 2006 och 2013 med netto 52 nya listade eller noterade företag. Men från 2013 har antalet noterade bolag ökat kraftigt, från 508 noterade bolag år 2013 till 889 år 2019. Det motsvarar en CAGR på tio procent. Under de senaste tre åren har antalet listade eller noterade företag i Sverige växt med 7,3 procent.

Stark tillväxt för de svenska MTF:erna.

Totalt Antal listade/noterade företag i Sverige



Källa: SCB

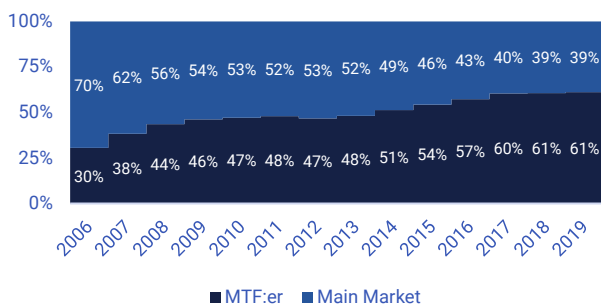
Som tidigare nämnts förväntas en negativ BNP-utveckling under innevarande år, 2020. Under 2000-talet har Sverige haft en negativ BNP-utveckling vid tre tillfällen: år 2008, 2009 och 2012. Antalet listade eller noterade företag i Sverige växte under 2008 med 12 stycken

och backade med lika många 2009. Under 2012 backade antalet med 21 stycken. Enligt Holdings.se finns i dag 879 listade eller noterade företag i Sverige.

Studerar vi fördelningen av de listade företagen på MTF:erna och de noterade företagen på börsen (Main Market) ser vi att den största tillväxten finns bland MTF:erna. Som framgår i den vänstra grafen nedan har andelen företag som är listade på en MTF ökat från 30 procent år 2006 till 61 procent år 2019.

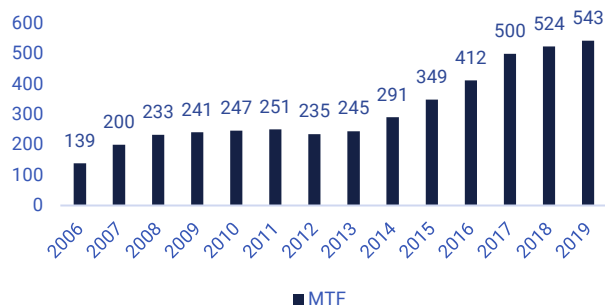
Majoriteten av de listade och noterade företagen finns sedan 2014 på någon av de svenska MTF:erna.

Fördelning mellan MTF:er och reglerade marknader



Källa: SCB

Totalt Antal listade/noterade företag i Sverige



Källa: SCB

Såsom framgår i den högra grafen ovan var antalet listade företag på någon av de svenska MTF:erna 139 vid utgången av år 2006. Denna siffra ökade till 543 vid utgången av år 2019, motsvarande en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 11,1 procent. Under de senaste tre åren har antalet listade företag på de svenska MTF:erna ökat i genomsnitt med 9,6 procent. Antal företag noterade på reglerade marknader i Sverige ökade under perioden 2006-2019 från 317 till 346. Det motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 0,7 procent. Under de senaste tre åren har noterade företag på börsen ökat i genomsnitt per år med 4,0 procent (mycket tack vare listbyten). Historiskt är det alltså det segment som Spotlight Stock Market befinner sig i som växer, då åter räknat till antalet företag.

MTF:erna har till antal listade företag växt med en CAGR om 11,1 procent under perioden 2006-2019.

EU främjar MTF:er

Det är EU:s bedömning att SME-bolag är en viktig kugge för ekonomisk tillväxt och välfärd. Därför implementerades en ny kategori av MTF:er inom EU, SME Growth Market, som avser underlätta för SME-bolag att finansiera sin tillväxtresa med kapital från aktiemarknaden. Genom en gemensam och underlättad kravställning bland handelsplatsoperatörer med status som SME Growth Market, oberoende land, förbättras också möjligheten för företag att ta in utländskt kapital.

EU har tagit initiativ som avser underlätta för SME-bolag att växa i en publik listad miljö.

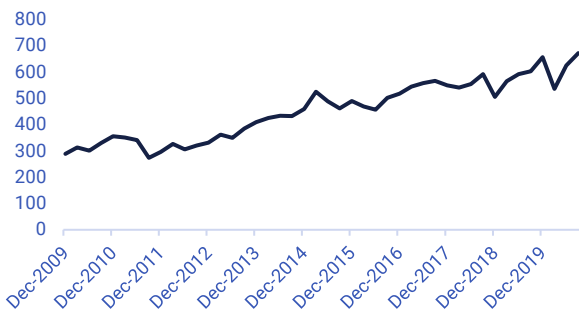
Inom EU och Storbritannien finns idag ett 20-tal operatörer som erhållit SME Growth-status. I Sverige tillhör både First North Growth Market och NGM:s Nordic SME det segmentet. Spotlight Stock Market har sedan tidigare ansökt om SME Growth Market-status och det är vår bedömning att en sådan status skulle förbättra bolagets position över tid.

Värderingar skapar förutsättningarna för fler IPO:er

Det samlade värdet på de listade/noterade företagen på de svenska handelsplatserna (MTF:er och börsen) har också ökat kraftigt de senaste tio åren, från 3 518 miljarder kronor år 2009 till 10 478 miljarder kronor vid skrivande stund. Värdeutveckling beror till största delen på en stark värdetillväxt för de redan noterade och större företagen på Nasdaq's reglerade huvudmarknad. Runt 90 procent av det sammanlagda aktiemarknadsvärdet i Sverige utgörs av aktier noterade på Main Market Large Cap. Bidraget från tillkommande företag är alltså i detta sammanhang begränsat.

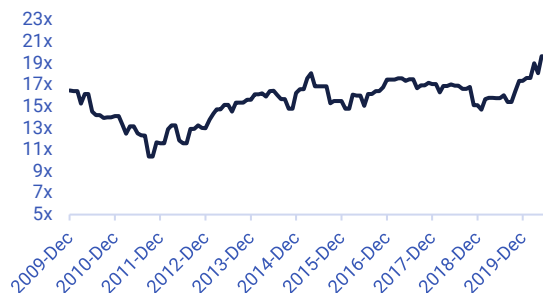
Däremot finns det ett samband mellan värderingar och hur attraktivt det är att lista eller notera ett företag – den positiva utvecklingen på aktiemarknaden sedan 2011 är säkerligen en bidragande faktor till varför så många nya bolag har kunnat noteras efter 2013. Nedan till höger visas utvecklingen för Affärsvärdens generalindex.

Affärsvärldens generalindex



Källa: Thomson Reuters Eikon

P/E-tal på förväntad vinst



Källa: Thomson Reuters Eikon

Utöver ett positivt sentiment är också värderingar en faktor som spelar roll för företag som överväger att lista sin aktie. Grafen till höger ovan visar P/E-talet för OMXS30 på den förväntade vinsten de kommande 12 månaderna. Som framgår är värderingarna stigande och på nivåer som senast rådde under 2002. Givet att det positiva sentimentet på aktiemarknaden fortsätter och att värderingarna ligger kvar på höga nivåer bedöms förutsättningarna för antalet IPO:er att vara fördelaktigt.

Höga värderingar kan ge skjuts åt IPO:er.

Spotlight Stock Markets position bland konkurrensen

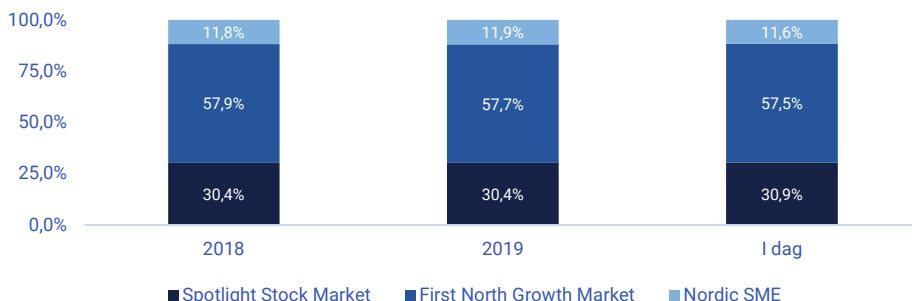
Spotlight Stock Market är den enda aktören på den svenska marknaden med ett tydligt fokus på tillväxtbolag. Det då Nasdaq har både en börs och en MTF, Nordic Main Market respektive First North Growth Market. NGM har likt Nasdaq både en börs, Main Regulated Equity, och en MTF, Nordic SME. Detta har givetvis både för- och nackdelar.

Det är vår bedömning att Spotlight Stock Market uppskattas för sin servicenivå. Detta är också en av de stora anledningarna till varför företag väljer Spotlight Stock Market till en första början, men också väljer att stanna.

Enligt Holdings.se finns det i dag 534 företag listade på någon av de svenska MTF:erna. Enligt Spotlight Stock Markets hemsida är 165 av dessa listade på Spotlight Stock Market. Sett till antalet listade företag är Spotlight Stock Market Sveriges näst största MTF efter Nasdaq First North Growth Market men större än NGM:s Nordic SME. Baserat på antal listade företag enligt Holdings.se har Spotlight Stock Market en marknadsandel om cirka 31 procent. Som framgår i graf nedan har bolaget ökat sin marknadsandel medan Nordic SME har tappat, om än mycket marginellt.

First North Growth Market är den främsta konkurrenten.

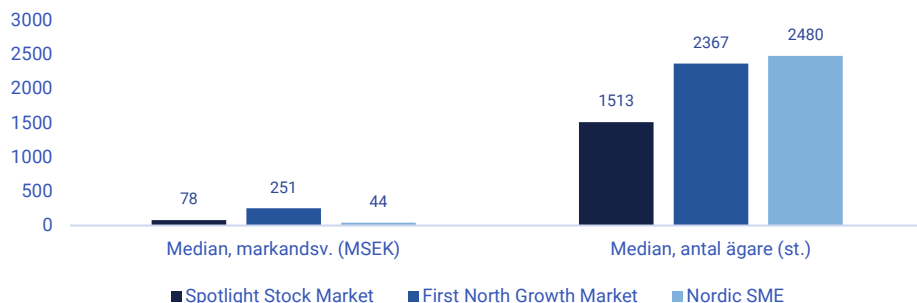
Marknadsandelar räknat till antalet listade företag



Källa: Holdings.se augusti 2020

Nedan visas en jämförelse av MTF:ernas medianvärde för det totala marknadsvärdet och medianvärdet för antal ägare på Spotlight Stock Markets (exkluderat föreberedelsejäsenten Go Public). Räknat till marknadsvärde har Spotlight Stock Market en marknadsandel om cirka åtta procent. Nasdaq First North Growth Markets marknadsandel uppgår till hela 84 procent baserat på detta mått.

Ungefärlig intäktsfördelning 2019



Källa: Holdings.se augusti 2020

Såsom också visas i grafen ovan är medianvärdet för antalet ägare per företag listat på Spotlight Stock Market drygt 1 500. Motsvarande siffra är högre på både Nasdaq First North Growth Market och NGM:s Nordic SME.

Till det totala marknadsvärdet från de företag som är listade på MTF:erna eller noterade på Nasdaqs Main Market är bidraget från Spotlight Stock Market marginellt. Spotlight står för 0,33 procent av det totala börsvärdet i Sverige.

Tabellen nedan ger en sammanställning av börsens listor jämte MTF:erna. Intressant är att andelen utländska ägare på Spotlight Stock Market är lägst. Samma gäller andelen juridiska ägare. Givet en bra utveckling för Spotlight Stock Markets lista, Spotlight Next, skulle det kunna ge dessa siffror en skjuts i rätt riktning.

Översikt, Svenska handelsplatser

	Antal bolag	Utl. Äg.	Jur.äg.	Free Fl.	Genomsn. börsvärde	Totalt börsvärde
LARGE CAP	101	38%	89%	78%	91 773	9 269 080
MID CAP	131	28%	84%	72%	6 121	801 851
SMALL CAP	104	21%	76%	65%	893	92 898
FIRST NORTH	310	18%	72%	67%	1 122	347 863
SPOTLIGHT	163	8%	61%	71%	213	34 648
NGM MAIN	7	33%	70%	78%	376	2 633
NORDIC SME	63	10,6%	65%	66%	442	27 859

Källa: Holdings.se. Augusti 2020. Inkluderar företag som handlas i SEK

Jämförelse av kravställning på de listade/noterade bolagen

Kraven för att notera sig på Spotlight och First North Growth Market är snarlika. Se tabell nedan. Utöver kraven i tabellen måste företagen ha kapital för att kunna driva bolaget i 12 månader för att få listas. En börsnotering kräver också ett prospekt (reglerade handelsplatser) eller en företagsbeskrivning.

Översikt, kravställning

	First North	First North Premier	Nasdaq Huvudlista	Spotlight	Spotlight Next
Free Float	10%	25%	25%	10%	25%
Börsvärde	-	>10 MEUR	>1 MEUR	-	>150 MSEK
Redovisningsstandard	Lokal standard	IFRS	IFRS	Lokal standard	IFRS
Kommunikationskrav	MAR & First North	MAR & Huvudlistan	MAR & Huvudlistan	MAR och Spotlight	MAR och Huvudlistan
Företagsstyrningskod	-	Ja	Ja	-	Ja
Certified advisor	Ja	Ja	-	-	-
Minsta antal aktieägare	300 eller LG*	300 eller LG*	500	300 eller LG*	300 eller LG*

LG = likviditetsgarant

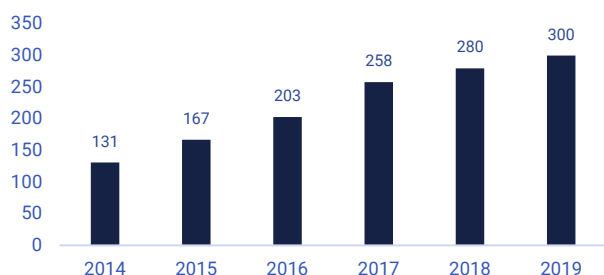
Källa: Nasdaq & Spotlight

First North Growth Market, den tyngsta konkurrenten

Ett skäl till att Spotlight Stock Market skapat ett helhetserbjudande med nödvändiga kringtjänster är tveklöst för att bättre kunna konkurrera. First North Growth Market lanserades 2006 och är den största konkurrenten och den överlägset dominerande MTF:en i Norden. I First North Growth Market ingår Sverige, Danmark, Finland och Island. Norge är ett undantag då huvudlistan, Oslo Børs, är en del av Euronext och inte Nasdaq.

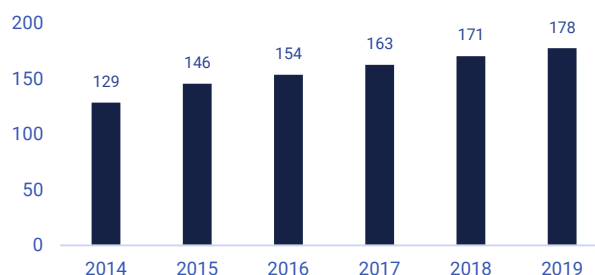
Nasdaq Inc. som driver First North Growth Market, grundades 1971 som USA:s handelsplats för teknikaktier. Det var också världens första elektroniska marknadsplats. År 2007 köpte amerikanska Nasdaq Inc. det huvudsakligen skandiska OMX för 3,7 miljarder USD. I dag har Nasdaq utvecklats till en koncern som äger och hanterar 90 olika handelsplatser/handelsplattformar i 50 olika länder och som omfattar omkring 4 000 företag.

Antal företag listade på First North Growth Market



Källa: Holdings

Antal företag listade på Spotlight Stock Market



Källa: Bolagsinformation

Antalet listade företag på First North Growth Market i Sverige har enligt Holdings.se netto vuxit i genomsnitt med 18,0 procent under perioden 2014-2019, från 131 företag till 300 företag. Det kan jämföras med Spotlight Stock Market där antalet listade företag i genomsnitt har vuxit med 6,7 procent per år under samma period. I dag har Nasdaq First North Growth Market totalt 310 listade företag i Sverige enligt Holdings.se.

Det är vår bedömning att First North Growth Market tydligt gynnas av sitt starka varumärke som är internationellt gångbart. Nasdaq är en stor organisation med stora resurser som ger uppenbara fördelar. Samtidigt skall nämnas att det finns fördelar med att tillhöra en mindre grupp. Dessa kommer i form av flexibilitet och snabb rörlighet. Givet detta går det rimligtvis betydligt snabbare för Spotlight Stock Market, än för Nasdaq, att exempelvis genomföra förbättringsåtgärder och vidare anpassa och utveckla sitt erbjudande.

Internationellt gångbart varumärke är en konkurrensfördel för First North Growth Market.

Ytterligare en faktor som kan vara bidragande till First North Growth Markets starka utveckling kan vara medlemsantalet. Genom att Nasdaq Stockholm har betydligt fler börsmedlemmar (mäklarhus som kan handla direkt i systemet) underlättas också möjligheten för internationella investerare att handla i aktier listade på First North Growth Market, då satt i relation till Spotlight Stock Market. Nasdaq Stockholm har 87 medlemmar per dags datum. Det kan jämföras med Spotlight Stock Markets 19 stycken.

Medlemsantalet gynnar First North Growth Market.

Handeln på First North Growth Market domineras emellertid av internetmäklare som Avanza och Nordnet som också är medlemmar på Spotlight Stock Market. Såsom framgår i tabellen nedan bidrar internetmäklare, tillsammans med de nordiska bankerna som också är anslutna till Spotlight Stock Market, med 62 procent av omsättningen.

Internetmäklare, den största källan till handel.

Handel på First North Growth Market

	Omsättning	Avslut
Internationella banker	23,6%	23,5%
Internetmäklare	40,0%	57,1%
Nordiska banker	22,0%	14,0%
Andra mäklare	14,4%	34,0%

Källa: Nasdaq

Å andra sidan betyder det att 38 procent av omsättningen utgörs av internationella och övriga mäklare som inte har direkt tillgång till handel på Spotlight Stock Market (utan måste handla via ombud).

Antalet medlemmar bedöms vara en viktig konkurrensfördel för First North Growth Market vad gäller större småbolag, med marknadsvärde mellan 500 och 1 000 miljoner kronor eller mer som förlitar sig på internationella kapitalanskaffningar. Givet detta resonemang blir det också naturligt att IPO:erna är något mindre på Spotlight Stock Market.

För små bolag är priserna för att vara listad lägre på First North Growth Market jämfört med Spotlight. Däremot tillkommer ytterligare kostnader, först och främst för en Certified Advisor (CA). Detta gör att den sammanlagda kostnaden per år för att vara listad på First North Growth Market överstiger Spotlight Stock Market.

Prislista First North Growth Market (SEK)

	First North GM	Spotlight
Ansökningsavgift notering	200 000	185 000
Ansökningsavgift upp till Premier / Next	100 000	100 000
Avgift nyemission	40 000 + 1% av belopp*	0
Årsavgift BV 0-199 MSEK	100 000	240 000
Årsavgift BV 200-499 MSEK	100 000+(BV-200)*360	240 000
Årsavgift BV 500-999 MSEK	210 000+(BV-500)*240	240 000
Årsavgift BV 1 000-1 749 MSEK	330 000+(BV-1000)*120	240 000
Årsavgift BV >1750 MSEK	420 000	240 000
Årsavgift Spotlight Next	-	360 000
Avgift CA	ca. 200 00	-

Källa: Nasdaq och Spotlight Stock Market

Ansökningsavgifterna för en listning är liknande. De sammanlagda kostnaderna kan däremot skilja sig ganska kraftigt. Ett bolag som värderas under 100 miljoner kronor och tar in tio miljoner kronor om året kommer att betala ungefär 440 000 kronor om året på First North och 240 000 på Spotlight Stock Market. Ju mer pengar som tas in och ju högre börsvärde ett företag har, desto mer kostar det att vara noterad på First North Growth Market medan avgifterna är desamma på Spotlight Stock Market. Exempelvis kommer ett företag som värderas till 500 miljoner kronor och tar in 20 miljoner kronor om året att betala 650 000 SEK på First North medan priset på Spotlight fortfarande är 240 000.

Högre kostnader hos First North Growth Market.

NGM

Nordic Growth Market (NGM) grundades 1984 och är verksamt i Sverige, Finland, Danmark och Norge. NGM tillhandahåller två handelsplattformar för aktier, Main Regulated Equity och Nordic SME. Den första är en reglerad marknad medan den andra är en MTF. Enligt Holdings.se finns i dag 63 företag listade på Nordic SME och sju noterade företag på Main Regulated Equity. NGM ägs av Börse Stuttgart sedan 2008 och har en stark position inom derivathandel på marknadsplatsen NDX, Nordic Derivatives Exchange.

Nordic SME är alltså en direkt konkurrent till Spotlight Stock Market. Samtidigt är också Spotlight Stock Market en kund hos NGM då de nyttjar NGM:s handelssystem. NGM:s erbjudande till företag som vill lista sin aktie skiljer dock från Spotlight Stock Markets erbjudande. Bland annat finns krav på att de listade företagen hos NGM måste ha en mentor, likt en Certified Advisor på First North Growth Market. I likhet med gruppens erbjudande, Go Public, har NGM lanserat en liknande tjänst, Nordic Pre Market anpassat för företag med ambitioner att listas eller noteras.

Priserna för att vara noterad på Nordic SME är lägre jämfört med både First North Growth Market och Spotlight Stock Market. Dock gör kravet på en mentor att Nordic SME blir något dyrare än Spotlight Stock Market bortsett från första året, då Spotlight Stock Market har en högre ansökningsavgift.

Prislista Nordic SME (SEK)

	Nordic SME	Spotlight
Ansökningsavgift notering	80 000	185 000
Avgift nyemission	25 000	0
Årsavgift	132 000	240 000
Mentor	120-180 000	-

Källa: Nasdaq

Ytterligare en konkurrensfördel som talar för NGM:s Nordic SME är intäktsdelning. Denna innebär att de listade företagen erhåller 25 procent av handelsintäkter som genereras från handel i det specifika företagens aktie. Beroende på likviditeten i aktien kan detta göra NGM till den billigaste handelsplatsen att vara listad på.

Intäktsdelning med de listade företagen, ett unikt koncept hos NGM.

En ytterligare tjänst som NGM erbjuder är likviditetsgaranti, likt gruppen gör som en del av Sedermeras tjänsteerbjudande. NGM har 26 medlemmar som är anslutna till plattformen. Detta är något fler än Spotlight Stock Markets 19 men betydligt färre än Nasdaqs First North Growth Markets som har 87 medlemmar i Stockholm.

Spotlight Stock Market är både kund och konkurrent till Nordic SME då de använder NGMs handelsplattform. Det kan tyckas underligt att NGM tillhandahåller sin plattform till en direkt konkurrent. Skälet till att Spotlight Stock Market tillåts använda plattformen är förmodligen för att aktiehandel inte är NGM:s största fokus och att Spotlight Stock Market är mer konkurrenskraftigt än Nordic SME. Därmed kan NGM indirekt konkurrera med First North Growth Market och göra detta mer effektivt än om Nordic SME ensam konkurrerade mot First North Growth Market, vilket bör leda till högre intäkter för NGM.

Pepins

Pepins bedriver över handelsplattformen Pepins MTF handel i aktier i crowdfundade företag. Handeln sker genom ett auktionsförfarande och är således inte i realtid. Handeln sker heller inte på daglig basis utan bedrivs efter en handelskalender, typiskt sett med tre handelstillfällen per kvartal. Utöver handel erbjuds även crowdfunding-tjänster och Pepins inkräktar därmed på Spotlight Stock Market liksom Sedermeras verksamhetsområden med alternativa lösningar. Väl värt att notera är att Pepins under sommaren 2020 ingick ett samarbete med Nasdaq. Detta skall möjliggöra för fler medlemmar att ansluta till Pepins MTF och därmed göra handel på plattformen mer tillgänglig. Detta stärker Pepins position som uppstickare.

Pepins i samarbete med Nasdaq kan bli en farlig kombination.

I dag är 38 bolag listade på Pepins MTF. Kända bolag som handlas via Pepins är bland andra Investment AB Spiltan. Enligt Pepins har 1 028 miljoner kronor tagits in via plattformen till 38 bolag. Prissättningen för listningserbjudandet bör därför kunna bli bättre.

Pepins MTF är ännu inte vad namnet antyder, en MTF i formella termer.

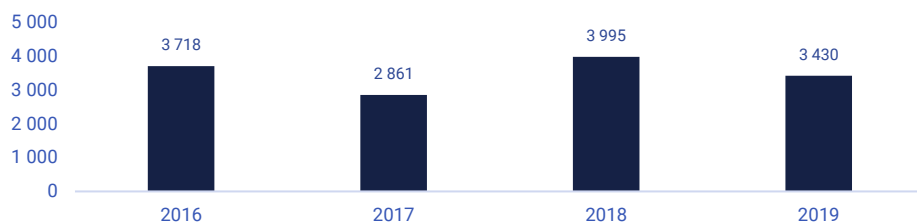
Pepins skiljer sig på ett grundläggande sätt från övriga handelsplattformar. Investeraren äger inte aktier direkt i bolagen som noteras där, utan i ett holdingbolag som Pepins registrerar för det noterade bolaget. Eftersom bolagen formellt sett är onoterade går det inte att handla aktierna via vanliga mäklare och det går inte att ha dem på ett investeringsspar-konto (ISK). Dock har Pepins ansökt om att få bedriva Pepins MTF som en formell MTF. Det skulle medföra att aktierna kan läggas på ett ISK.

Vi bedömer dock inte Pepins som en direkt konkurrent till Spotlight Stock Market i nuläget. Det då tjänsterna skiljer sig åt i stor utsträckning. Dock har som bekant flera initiativ tagits och samarbetet med Nasdaq kan göra Pepins till en allt farligare konkurrent.

Marknad och konkurrens, Sedermera

Sedermeras huvudverksamhet, Corporate Finance, gynnas likt Spotlight Stock Market av ett fördelaktigt affärsklimat där tillväxtbolag kan frodas. För att få en känsla för utvecklingen på marknaden för kapitalanskaffningar bland tillväxtbolag har vi studerat hur mycket kapital som tagits in av företag som påminner om Sedermera och är verksamma inom bolagets nisch. Graf nedan visar det totala beloppet för kapitalanskaffningar genomförda av Göteborg Corporate Finance, G&W Fondkommission, Redeye, Sedermera och Stockholm Corporate Finance under perioden 2016-2019. Som framgår har det totala beloppet utvecklats relativt plant runt genomsnittet som ligger på 3,5 miljarder kronor.

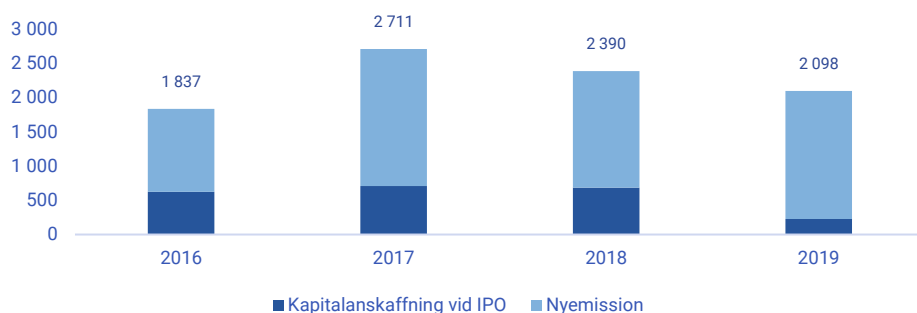
Kapitalanskaffningar 2016-2019 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Företag på First North Growth Market i alla länder genomförde under 2019 kapitalanskaffningar till ett värde av totalt 2,1 miljarder euro. Värdet på kapitalanskaffningarna bland företag på First North Growth Market har därmed minskat från 2,7 miljarder euro under 2017. Det är främst kapitalanskaffningar i samband med IPO som har backat. Se graf nedan.

Kapitalanskaffningar på First North (MEUR)



Källa: Nasdaq

Konkurrens till Sedermera

I Sverige finns ett tjugotal fondkommissionärer som konkurrerar med Sedermera, de flesta små privata bolag med en begränsad omsättning. De flesta har haft ett gynnsamt ekonomiskt klimat i samband med ökningen av antalet listade och noterade företag de senaste sex åren och därmed en god tillväxt.

Omsättning konkurrerande fondkommissionärer (MSEK)

	2016	2017	2018	2019
Göteborg Corporate	15,3	30,8	25,1	16,0
G&W Fondkommission	60,8	65,5	62,4	-
Redeye	84,9	94,2	85,2	98,5
Sedermera Fondkommission	36,3	39,1	42	45,8
Stockholm Corporate Finance	71,5	61,9	46,9	56,6

Källa: Bolagsinformation

Väl värt att notera är att bolagen ovan likt Sedermera inte bara erbjuder tjänster för kapitalanskaffningar och IPO:er.

Sedermera har sitt kontor i Malmö. Lokal närvaro är viktigt inom Corporate Finance, varför Sedermera har ett övertag i södra Sverige. De är även starka hos danska bolag som är noterade på svenska handelsplatser. Som en del av Spotlight Groups bedöms gynna Sedermera. Om marknaden skulle börja svikta och börsnoteringar att minska kommer förmodligen svagare spelare inom gruppen av rådgivare att försvinna och marknaden att konsolideras. Sedermera har i ett sådant läge också en fördel genom att vara en del av Spotlight Group.

Sedermera gynnas av sin lokala närvaro.

Finansiell historik och Carlsquare prognoser

Spotlight Group har växt kontinuerligt sedan 2014 till en CAGR om drygt 17 procent för perioden 2014-2019. Under de senaste tre åren är det främst Sedermera som drivit på tillväxten. Återkommande listningsintäkter utgjorde under 2019 cirka 41 procent av de totala rörelseintäkterna. Den genomsnittliga EBIT-marginalen över perioden 2014-2019 har varit 9,0 procent. Trots en skakig start på 2020 i kölvattnet av Covid-19 har gruppen redovisat goda siffror för årets första sex månader. Vi tror att MCL jämte Sedermera och i viss utsträckning även Nordic Issuing kommer driva tillväxten de kommande åren. Med stigande intäkter tror vi att rörelsemarginalen kan lyftas mot 15 procent till 2024.

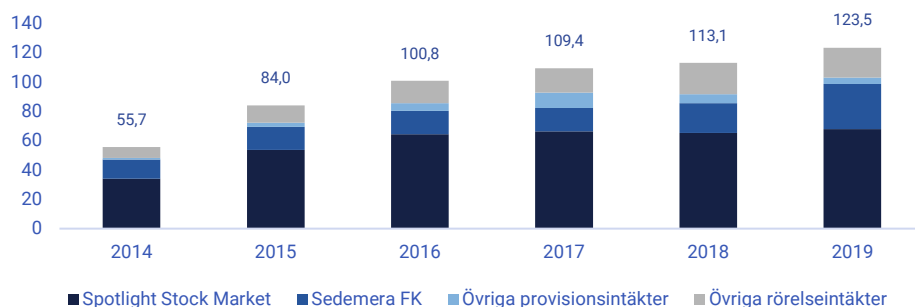
Gruppens historiska nettoomsättning och rörelseintäkter

SPGR:s nettoomsättning utgörs av provisionsintäkter plus övriga rörelseintäkter. Gruppens provisionsintäkter består främst av Spotlight Stock Markets återkommande listningsintäkter och handelsintäkter liksom Corporate Finance-intäkter under Sedermera. I posten Övriga rörelseintäkter finns intäkter kopplade till den huvudsakliga verksamheten i Spotlight Stock Market och Sedermera som inte kan klassificeras som provisionsintäkter. Kontot innefattar även intäkter i MCL och Nordic Issuing.

Nedan visas den historiska utvecklingen för gruppens nettoomsättning. Under perioden 2014-2019 har nettoomsättningen växt med en CAGR om 17,2 procent. Under de senaste tre åren är det Sedermera inkluderat deras andel av övriga rörelseintäkter som har lyft gruppens tillväxt. Samtidigt har tillväxten för Spotlight Stock Market mattats av orsakat av fallande handelsintäkter. Det avspeglas också i en lägre CAGR för perioden 2016-2019 som är 7,0 procent.

Stark historisk tillväxt i nettoomsättningen pådriven av Sedermera.

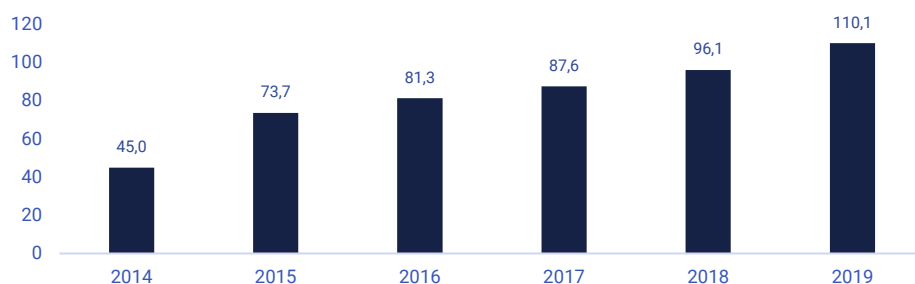
Historiska nettoomsättning (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Likt företag i samma bransch redovisar gruppen inte nettoomsättningen som en separat rad i sin resultaträkning. I stället redovisas posten Summa rörelseintäkter. Denna post motsvarar nettoomsättningen justerat för posterna Räntenetto, Provisionskostnader och Nettoresultat av finansiella transaktioner. Såsom framgår i grafen nedan har rörelseintäkterna ökat från 45 miljoner kronor år 2014 till drygt 110 miljoner kronor år 2019. Det motsvarar en genomsnittlig tillväxttakt om 19,6 procent per år. För perioden 2016-2019 är motsvarande siffra 10,6 procent.

Redovisade rörelseintäkter (MSEK)



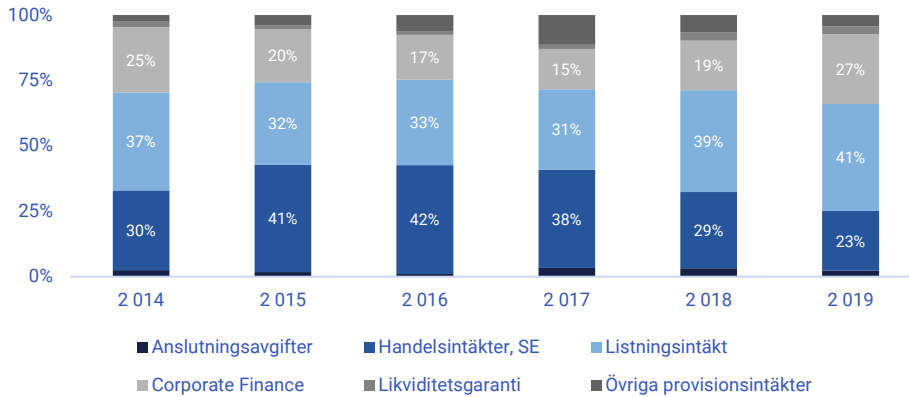
Källa: Bolagsinformation

Fördelning av gruppens provisionsintäkter

Återkommande listningsintäkter under Spotlight Stock Market har ökat sin andel av gruppens totala provisionsintäkter. Under 2019 utgjorde listningsintäkter cirka 41 procent under 2020. Såsom också framgår i grafen var Corporate Finance-intäkter den andra största intäktskällan under 2019 och utgjorde då cirka 27 procent av de totala provisionsintäkterna.

Andel värdefulla återkommande intäkter ökar.

Fördelning totala provisionsintäkter



Källa: Bolagsinformation

I posten Övriga provisionsintäkter ingår bland annat courtage från Equity Sales relaterade till exempelvis block-affärer. Det är också denna post som har haft den högsta genomsnittliga tillväxttakten per år. I absoluta tal är dock Övriga provisionsintäkter på förhållandevis låga nivåer (4,4 miljoner kronor under 2019). Handelsintäkter var under 2019 den tredje största intäktskällan som bidrog med cirka 23 procent av provisionsintäkterna.

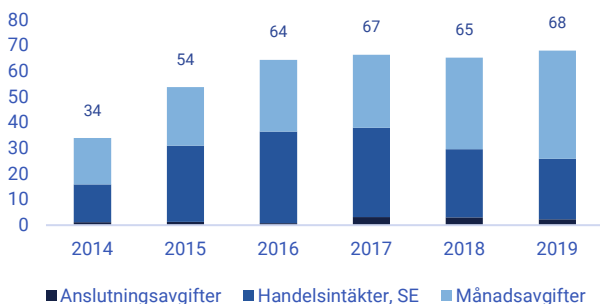
Stigande återkommande listningsintäkter för Spotlight Stock Market

I grafen till vänster nedan visas provisionsintäkter hänförliga till Spotlight Stock Market. Dessa provisionsintäkter har ökat med en CAGR om 14,9 procent under perioden 2014-2019. Som tidigare nämnts har återkommande listningsintäkter ökat sin andel av gruppens totala provisionsintäkter. Återkommande listningsintäkter har också växt till en CAGR om cirka 18,4 procent över perioden 2014-2019. Samtidigt har antalet listade företag på Spotlight Stock Market växt till en CAGR om 6,7 procent. Under perioden 2016-2019 har de återkommande listningsintäkterna växt till en CAGR om 14,7 procent och antalet listade företag med 4,9 procent.

Återkommande intäkter är värdefulla men inte att glömma är churn – alltså hur många bolag som väljer att avlista sig från Spotlight.

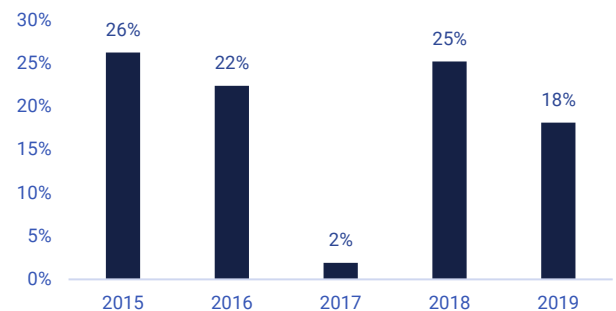
Av Spotlight Stock Markets totala provisionsintäkter utgjorde återkommande listningsintäkter cirka 62 procent under 2019. Återkommande listningsintäkter är därmed verksamhetsgrenens största intäktskälla följt av handelsintäkter som under 2019 utgjorde cirka 35 procent. Som bekant är de återkommande intäkterna värdefulla då de medför förutsägbarhet och stabilitet i verksamheten.

Provisionsintäkter (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Årlig tillväxt, återkommande listningsintäkter

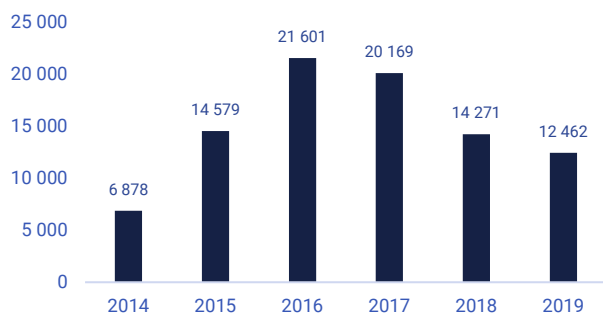


Källa: Bolagsinformation

Notera att handelsintäkter på årsbasis har fallit tillbaka under de två senaste åren. Minskande antal avslut och handelsomsättning är förklaringen till detta. Fallande handelsintäkter under de senaste två åren har också hållit tillbaka tillväxten för Spotlight Stock Markets totala provisionsintäkter som under perioden 2016-2019 växt till en CAGR om cirka två procent.

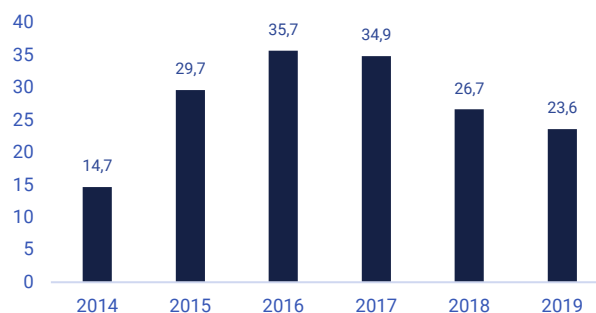
Handelsintäkterna varierar med omsättningen i aktierna (volym x pris per aktie) listade på Spotlight Stock Market. Som framgår i graf till vänster nedan har omsättningen i aktier på Spotlight Stock Market fallit tillbaka sedan 2016. Det har också resulterat i lägre handelsintäkter som visas i höger graf nedan.

Omsättning i aktier (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Handelsintäkter (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Historiskt har utveckling i omsättning av aktier på Spotlight Stock Market varit fallande. Med detta handelsintäkter kommit ner vilket är givetvis inte någonting positivt. Anledningen till den fallande aktiehandeln är för oss är oklar men som vi tagit upp tidigare i denna rapport finns det alltid en risk att företag som växer sig stora lämnar Spotlight Stock Market för en reglerad marknadsplats. Byten av handelsplats eller avlistningar kan således vara en förklaring till tappet då stora bolag typiskt också står för en stor andel av omsättningen. Det kan också vara en effekt av en stor/ökad andel Biotech-bolag som typiskt sett är långsiktiga placeringar och därmed inte sällan under långa perioder har förhållandevis låg omsättning i sin aktie.

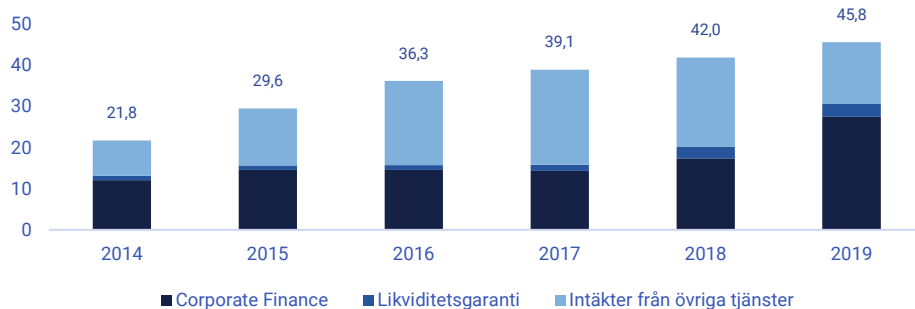
Med hög volatilitet på världens finansiella marknader har även aktiehandeln på Spotlight Stock Market ökat kraftigt under årets första sex månader.

Kontinuerlig tillväxt för Sedermera påvisar styrka

Grafen nedan visar Sedermeras totala omsättning (inkluderat Sedermeras andel av gruppens övriga rörelseintäkter) som har växt med en CAGR om 16,0 procent under perioden 2014-2019. Tillväxten har drivits på av posten Intäkter från övriga tjänster som bland annat innefattar intäkter från rådgivning till listade företag (Qualified Advisor eller Stock Market Communication) och värderingsutlåtanden. Att över tid kontinuerligt växa genom att vidareutveckla erbjudandet under en längre period påvisar styrka och flexibilitet.

Corporate Finance-verksamheten är Sedermeras viktigaste affärsområde sett till intäkter.

Omsättning (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

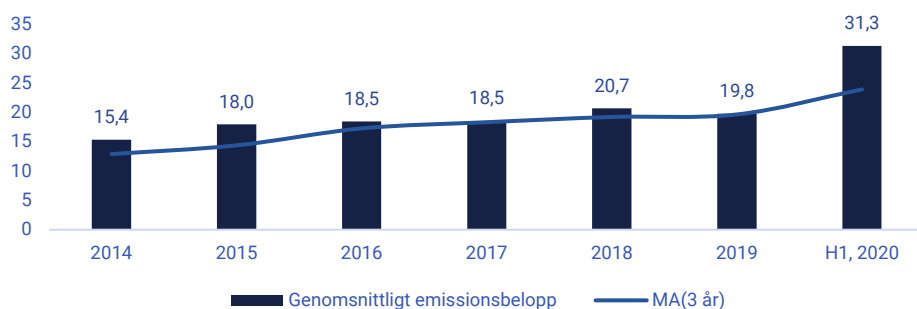
Corporate Finance-verksamheten, som innefattar kapitalanskaffningar liksom börsnoteringar, utgjorde under 2019 cirka 60 procent av Sedermeras totala omsättning. Under perioden 2014-2019 har dessa växt med 17,9 procent. Under de senaste åren har tillväxttakten

tilltagit, vilket avspeglas i en starkare CAGR om 23,4 procent 2016-2019. Föregående år, 2019, var starkt och Corporate Finance-verksamheten ökade då sina intäkter med 58 procent. Det är lovande – inom Corporate Finance tenderar tidigare genomförda transaktioner att föda nya affärer.

Grafen nedan visar det genomsnittliga emissionsbeloppet i uppdrag som Sedermera agerat rådgivare tillsammans med tre års glidande medelvärde för det årliga genomsnittliga emissionsbeloppet [MA(3 år)]. Det genomsnittliga totala emissionsbeloppet där Sedermera agerade rådgivare under 2019 uppgick till knappt 20 miljoner kronor. Notera att Sedermera kraftigt ökade det genomsnittliga emissionsvärdet under första halvan av 2020. Som tidigare nämnts skapas skalbarhet i Corporate Finance-verksamheten genom att arbeta med uppdrag med högre transaktionsvärde.

Stigande transaktionsvärde/emissionsbelopp påvisar att Sedermera är på rätt väg.

Genomsnittligt emissionsbelopp (MSEK)

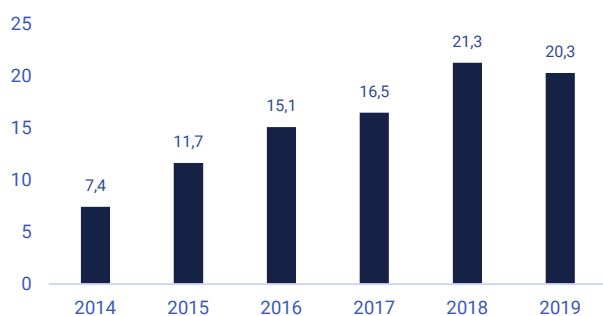


Källa: Bolagsinformation

Övriga rörelseintäkter

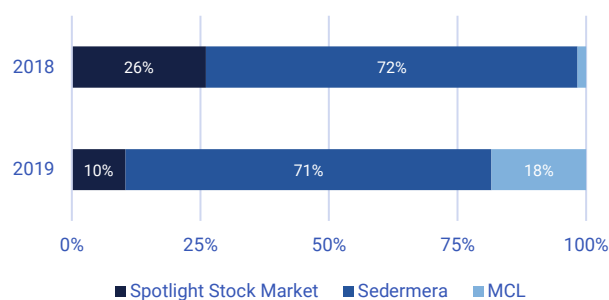
Nedan visas utvecklingen för gruppens totala övriga rörelseintäkter hänförliga till Spotlight Stock Market, Sedermera och MCL (från och med 2020 även Nordic Issuing). CAGR över perioden 2014-2019 är 22,3 procent.

Utveckling övriga rörelseintäkter (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Fördelning övriga rörelseintäkter år 2018 och 2019



Källa: Bolagsinformation

Grafen till höger ovan visar fördelning av de övriga rörelseintäkterna på verksamhetsgrenarna för år 2018 och 2019. Under 2019 var Sedermeras bidrag till övriga rörelseintäkter motsvarande cirka 71 procent av de totala rörelseintäkterna. Spotlight Stock Markets bidrag motsvarade cirka 10 procent och cirka 18 procent kom från MCL.

MCL:s första verksamhetsår var som tidigare nämnts 2018. Samma år genererade dotterbolaget en omsättning på cirka 0,4 miljoner kronor. Under 2019 ökade intäkterna till 3,7 miljoner kronor.

Nordic Issuing grundades som nämnts under 2020 och historiska data finns således inte tillgängliga. Dock har Nordic Issuing hittills redan hunnit agera emissionsinstitut vid tio transaktioner genomförda av Sedermera. Verksamhetsgrenen började marknadsföra sina tjänster i april 2020. Sedan dess har Nordic Issuing redan arbetat med hantering av 18 fristående uppdrag inkluderat emissioner och optionslösen. Vår bedömning är således att

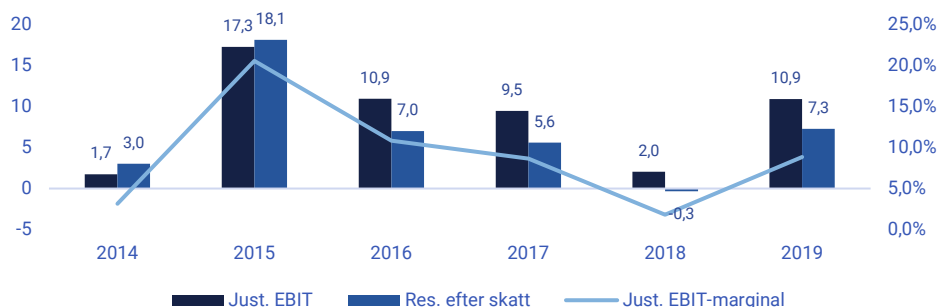
Nordic Issuing har fått en stark start och därmed redan knutit sig an värdefulla relationer att vårda och bygga vidare på.

Gruppens historiska rörelseresultat och vinst

Nedan visas historiskt justerat rörelseresultat (= redovisat rörelseresultat före räntenetto och nettoresultat av finansiella transaktioner), justerad rörelsemarginal räknat på nettoomsättningen, jämte nettovinst över perioden 2014-2019. Vi har justerat det redovisade rörelseresultatet då gruppens räntenetto och nettoresultat av finansiella transaktioner inte påverkas av hur gruppen driver sina huvudsakliga verksamhetsgrenar.

Vi ser uppsida i marginalerna med stigande transaktionsvärden och högre effektivitet/intäkt per anställd i främst MCL.

Gruppens historiska rörelseresultat, vinst (MSEK) och rörelsemarginal



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Gruppens justerade rörelsemarginal har sedan 2014 varierat mellan 20,6 procent år 2015 och 1,8 procent år 2018. Under föregående år 2019 var rörelsemarginalen 8,8 procent. Notera att SPGR tog extraordinära kostnader under 2018 om 8,2 miljoner kronor för exempelvis byte av varumärke, handelssystem och IT-utveckling inkluderat mjukvaran MCLogg. Denna extraordinära post är också den bakomliggande orsaken till dippen under 2018.

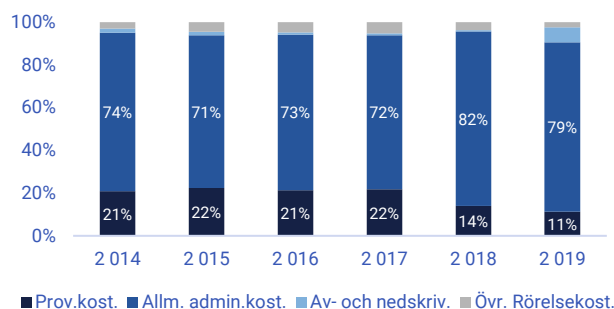
Extraordinära engångskostnader sänkte resultatet under 2018.

Stigande personalkostnader med tilltagande konsultarvoden

Allmänna administrationskostnader som till huvudsak utgörs av personalkostnader har varit gruppens största kostnadspost. Samma år utgjorde allmänna administrationskostnader 79 procent av gruppens rörelsekostnader, inkluderat provisionskostnader men exkluderat finansnetto och nettoresultat av finansiella transaktioner. Uppstället i av- och nedskrivningars andel under 2019 är en effekt av övergången till IFRS.

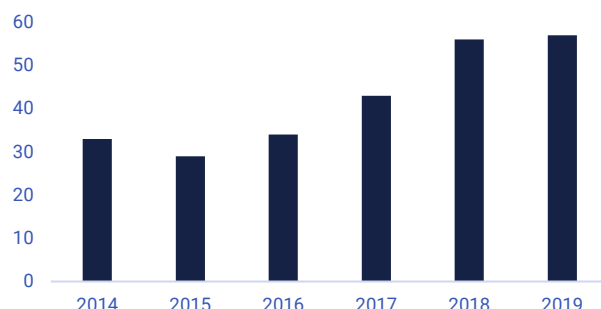
Personalkostnader är rimligtvis gruppens största utgiftspost.

Gruppens historiska kostnadsfördelning



Källa: Bolagsinformation

Genomsnittligt antal anställda per år



Källa: Bolagsinformation

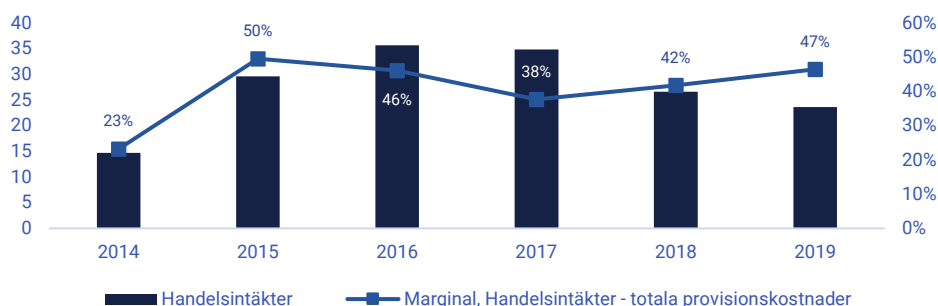
Provisionskostnader

De redovisade provisionskostnaderna utgjorde under 2019 cirka elva procent av gruppens rörelsekostnader. Provisionskostnader är huvudsakligen hänförliga till licenskostnader för handelssystemet. Beslut om att byta handelssystem till NGM:s Elasticia kommunicerades av gruppen under juni 2017 och den första handelsdagen på Elasticia var i mitten på november samma år. Med bytet av handelssystemet kom fördelaktiga villkor vilka innebär att de direkta kostnaderna hänförliga till handelssystemet sjunker som andel av handelsintäkterna under fallande handel och stiger under ökande handel. Med andra ord ökar

intjäningen (efter direkta licenskostnader) per omsatt krona om omsättningen sjunker, vice versa. Det skapar i sin tur mer stabilitet i intjäningen från handeln på Spotlight Stock Market.

Marginalen på handelsintäkterna (uppskattad som handelsintäkter reducerade med totala provisionskostnader dividerat med handelsintäkter) steg under 2018. Det samtidigt som både omsättningen i aktier på Spotlight Stock Market liksom handelsintäkter minskade. Se graf nedan.

Handelsintäkter (MSEK) och bruttomarginal på handelsintäkter



Källa: Bolagsinformation

Finansiella mål och utdelningspolicy

Som nämnts har bolaget under de tre senaste åren sett de redovisade rörelseintäkterna växa med 10,6 procent per år i genomsnitt. Nettoomsättningen har under samma period växt i genomsnitt per år med 17,2 procent. De långsiktiga finansiella målen innefattar också att fortsätta växa organiskt i en årstakt som överskrider tio procent.

Gruppen har en högst rimlig målsättning.

Bolagets mål är att över tid leverera en rörelsemarginal om över tio procent. Detta är något som gruppen lyckats med under enskilda år samtidigt som genomsnittet sedan 2014 ligger på 9,0 procent.

Vidare är avsikten att under normala förhållanden dela ut motsvarande 50 procent av vinsten. För helåret 2019 delade gruppen ut 5,2 miljoner kronor vilket motsvarar cirka 51 procent av den redovisade vinsten före skatt och cirka 71 procent av den redovisade vinsten efter skatt.

Strategi för tillväxt och tilltagande lönsamhet

Strategin för att uppnå målen är att vidare marknadsföra sina tjänster och etablera relationer till sina kunder i ett tidigt skede då den potentiella kunden fortfarande är onoterad. Ett initiativ som tagits i denna riktning är erbjudandet Go Public, en tjänst som förbereder bolag för en listning på Spotlight Stock Market. Vidare är avsikten att öka transaktionsvärdena, både rörande handeln på Spotlight Stock Market men också i de transaktioner där Sedermera agerar rådgivare. Det kan delvis komma naturligt allteftersom kundbolagen växer sig större. För att behålla relationen med bolagen som växer och därmed kunna ta del av större transaktionsvärden bedöms Spotlight Next vara ett logiskt och bra initiativ. Det finns också möjligheter för gruppen att exempelvis göra kommunikationsverksamheten under Sedermera fristående, vilken som en separerad verksamhetsgren kan göra sitt erbjudande än mer attraktivt och skapa nya kontaktytor som gynnar gruppen.

Givet gruppens position på marknaden, finansiella historik och strategiska initiativ som tagits bedömer vi att målen är högst rimliga och uppnåeliga. Viss fluktuation kring målet är givetvis tänkbart då delar av gruppens tjänsteerbjudande (främst nya listningar på Spotlight Stock Market) är beroende av en hälsosam underliggande ekonomi liksom ett gott marknadsklimat. Samtidigt står gruppen på flera intäktsben av olika karaktär. Exempelvis kommer legal rådgivning liksom tjänster kring kapitalanskaffningar av olika form efterfrågas även under sämre tider. Det reducerar också gruppens totala risk.

Intäktsprognoser, Spotlight Group

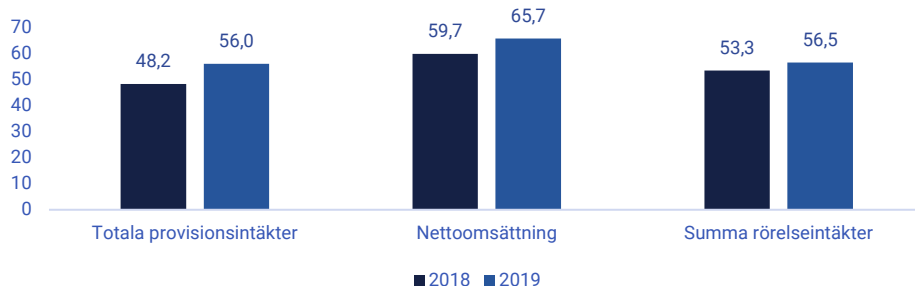
Gruppen har levererat under Covid-19

Givet Covid 19-krisen som slog till mot marknaden på global basis i mitten på mars 2020 och minst sagt medfört haltande ekonomisk aktivitet har Spotlight Group levererat imponerande väl under årets första sex månader. De totala provisionsintäkterna växte med 16,1 procent relativt samma period föregående år 2019, från 48,2 miljoner kronor till 56,0 miljoner kronor.

Tillväxt trots Covid-19 är imponerande och en effekt av kompletterande intäktsmodeller.

Nettoomsättningen (, alltså totala provisionsintäkter plus övriga rörelseintäkter) växte under årets första sex månader med 9,9 procent, från 59,7 miljoner kronor till 65,7 miljoner kronor. De redovisade rörelseintäkterna (nettoomsättning efter räntenetto, nettoresultat av finansiella transaktioner och provisionskostnader) ökade med 5,9 procent.

Jämförelse intäkter, första sex månader (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

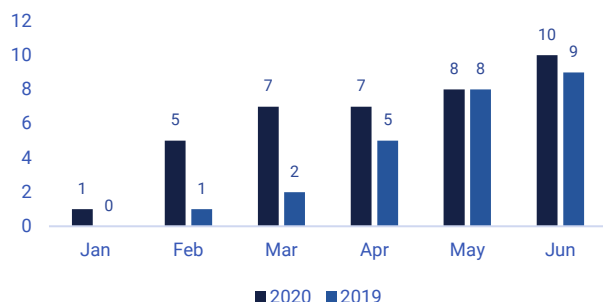
Den starka tillväxten är rimligtvis till stora delar en effekt av ökade handelsintäkter som drivits på av ökad omsättning i aktiehandeln under den höga volatiliteten på aktiemarknaderna. Det påvisar att Spotlight Stock Markets intäktsmodeller kompletterar varandra väl då antalet IPO:er under skakiga perioder typiskt sätt faller till nära noll. Åter är återkommande listningsintäkter verksamhetsgrenens största intäktskälla. Det adderar som bekant viss stabilitet under kriser.

Uppskattningsvis har även Sedermera lyckats leverera ett godkänt intäktsbidrag till gruppen under årets första sex månader givet förutsättningarna. Den slutsatsen dras baserat på den kraftiga ökningen i det genomsnittliga emissionsbeloppet.

Sedermera är det verksamhetsområde som vi bedömer vara i störst risk för ett temporärt men omgående nedställt intäktsmässigt under kriser som Covid-19-krisen. Dock, som framgår av den vänstra grafen nedan är det aggregerade antalet kapitalanskaffningar per den sista juni där Sedermera agerat rådgivare uppe på nära samma nivå som 2019 (exkluderat inlösen av sedan tidigare utestående teckningsoptioner). Emellertid kunde det andra kvartalet 2020 inte mäta sig mot motsvarande kvartal föregående år, då räknat till antalet kapitalanskaffningar. Också väl värt att notera är att Sedermera under juni 2020 genomförde två kapitalanskaffningar, relativt en i juni 2019. Det kan tolkas som en indikation på att marknaden åter är igång.

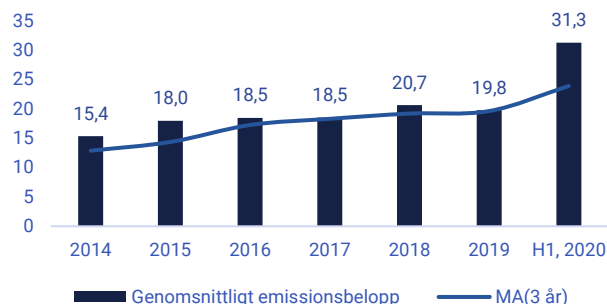
Ett bra första kvartal och ett ljummet andra kvartal ger ett OK halvår för Sedermera givet marknadsförutsättningarna.

Aggregerat antal kapitalanskaffningar, 2020 vs 2019



Källa: Bolagsinformation

Genomsnittligt emissionsbelopp (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Det är också vår bedömning att Sedermeras verksamhet för kapitalanskaffningar kommer klara sig förhållandevis väl över en längre lågkonjunktur. Det då den målgrupp av tillväxtbolag som Sedermera jobbar med många gånger kommer behöva genomföra kapitalanskaffningar oavsett markandsklimat, om inte minst för att överleva. Ifall exempelvis bolag går i konkurs kommer andra delar av gruppen i viss begränsad mån inte stå arbetslösa – då tänker vi främst på MCL.

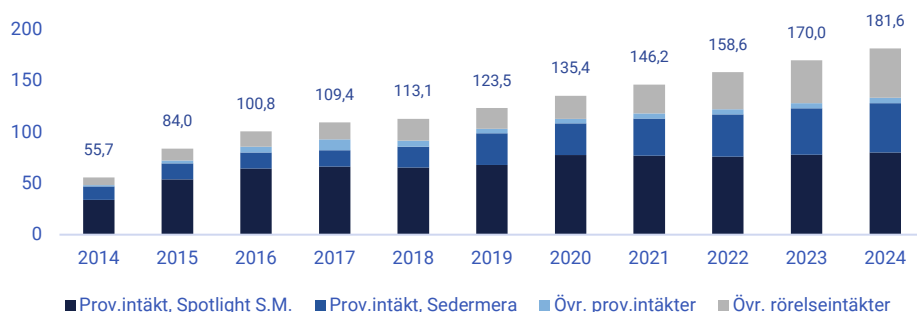
Intäktsbidraget från MCL och Nordic Issuing särredovisas inte av bolaget för årets första sex månader.

Intäktsprognos: Förväntad tillväxt under 2020

Nedan visas den historiska utvecklingen för gruppens nettoomsättning jämte våra prognoser för perioden 2020-2024. Över den prognostiserade perioden prognostiserar vi en tillväxttakt motsvarande en CAGR om 8,0 procent. Tjänsteerbjudanden under nyligen sjösetta MCL och Nordic Issuing förväntas vara framstående tillväxtfaktorer som bidrar till den tilltagande tillväxten under hela den prognostiserade perioden.

Vi har antagit en CAGR om 8,0 procent under den prognostiserade perioden, 2020-2024. MCL och Sedermera är de främsta tillväxtdrivarna.

Prognostiserad nettoomsättning, 2020-2024 (MSEK)

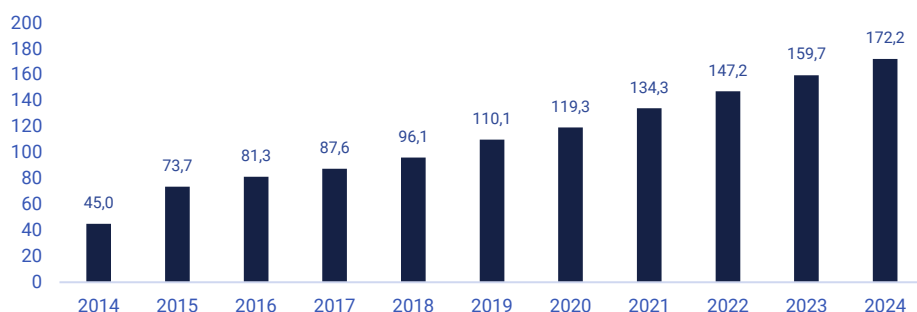


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Som framgår i grafen ovan modellerar vi med en nettoomsättning på 135,4 miljoner kronor under helåret 2020. Det motsvarar en god tillväxt om 9,6 procent, trots en start på året med ofördelaktiga marknadsförhållanden. Tillväxten är hänförlig till ökade provisionsintäkter under Spotlight Stock Market och stigande övriga rörelseintäkter (främst MCL och Nordic Issuing) som tilltar under årets andra hälft när affärsklimatet stabiliserats.

Nedan visas den historiska utvecklingen liksom våra prognoser för redovisade rörelseintäkter (posten Summa rörelseintäkter i resultaträkningen). Under den prognostiserade perioden har vi antagit en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 9,4 procent, strax under bolagets målsättning om en organisk tillväxt.

Prognostiserade redovisade rörelseintäkter, 2020-2024 (MSEK)



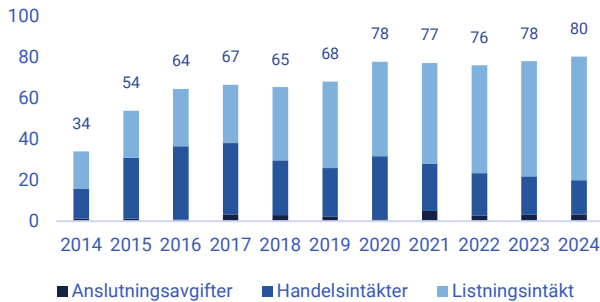
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

För helåret 2020 räknar vi med redovisade rörelseintäkter om 119,3 miljoner kronor. Det motsvarar en tillväxt om 8,4 procent.

Provisionsintäkter, Spotlight Stock Market

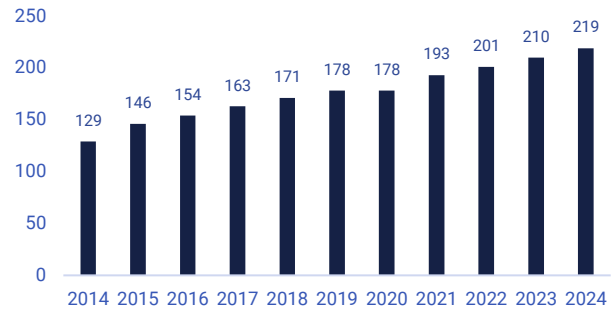
I absoluta termer tror vi att den största delen av gruppens tillväxt på helåret 2020 kommer från Spotlight Stock Market. Vi räknar med en ökning av provisionsintäkter i Spotlight Stock Market, från 68 miljoner kronor under 2019 till 78 miljoner kronor under 2020. Det motsvarar en tillväxt om 14,1 procent.

Provisionsintäkter, Spotlight Stock Market (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antalet listade företag (netto, årets slut)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Det är främst ökade handelsintäkter som lyfter Spotlight Stock Markets provisionsintäkter. Även om volatiliteten på världens aktiemarknader avtagit är den fortfarande relativt hög. Detta antas fortsätta gynna handelsintäkterna under året, om än inte i samma utsträckning som under årets första sex månader.

Återkommande listningsintäkter antas också öka på helåret, mer specifikt med cirka nio procent. Det givet en större bas av betalande listade företag i genomsnitt över årets alla 12 månader. Med färre IPO:er räknar vi med att anslutningsintäkterna backar under helåret 2020. Vi räknar dock med en återhämtning i antalet IPO:er under den återstående delen av året och att antalet listade företag netto är oförändrat relativt 2019.

Dock tror vi också att det kommer bli tufft för Spotlight Stock Market att upprätthålla den antagna tillväxten under 2020 för resterande år av den prognostiserade perioden, 2021-2024. I vårt scenario backar provisionsintäkterna under Spotlight Stock Market under 2021 och 2022 när handelsomsättningen faller tillbaka för att återgå till mer "normala" nivåer.

Det kan bli utmanande för Spotlight Stock Market att upprätthålla tillväxt under 2021 givet de höga handelsintäkterna.

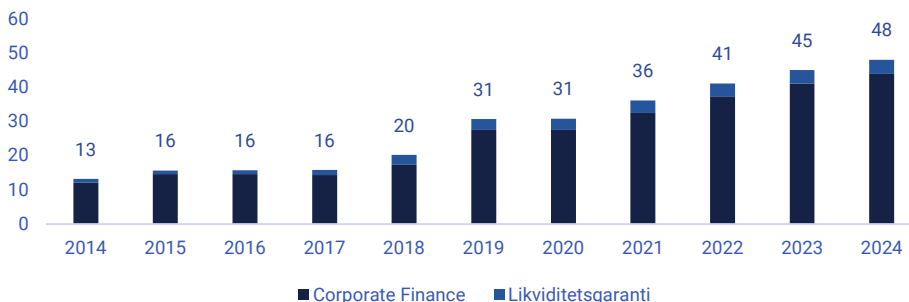
I förhållande till gruppens övriga verksamhetsgrenar tror vi att det är Spotlight Stock Market som kommer att växa långsammast över den prognostiserade perioden. Vi räknar med en CAGR om 3,3 procent räknat på perioden 2019-2024.

Provisionsintäkter, Sedermera

Som tidigare nämnts började 2020 starkt för Sedermera med sju transaktioner under årets första tre månader, relativt 2019 då tre transaktioner stängdes under samma period. Corona-krisen har hämmat utvecklingen i antalet avklarade uppdrag under det andra kvartalet, då även satt i relation till det andra kvartalet föregående år. Därför modellerar vi med oförändrade provisionsintäkter för Sedermera på helåret 2020.

Vi tror på oförändrad utveckling av Sedermeras intäkter under 2020. Tillväxten tilltar under 2021.

Provisionsintäkter, Sedermera (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

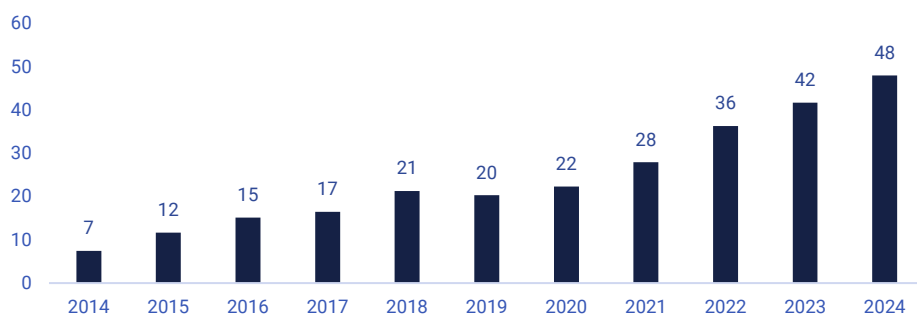
Dock, som bekant ser vi tecken på att marknaden för IPO:er börjar återhämta sig. Vi tror också att stigande transaktionsvärden liksom ökat antal uppdrag relaterade till exempelvis riktade emissioner, lånefaciliteter liksom blocktransaktioner kan fortsätta driva Sedermeras tillväxt över tid. För den prognostiserade perioden modellerar vi med en god tillväxt för Corporate Finance-verksamheten motsvarande en CAGR om höga 9,8 procent.

Övriga rörelseintäkter växer med MCL och Nordic Issuing

Som vi tidigare nämnt tror vi att både MCL och Nordic Issuing kommer kunna utvinna goda synergier med övriga verksamhetsgrenar inom gruppen. Vi tror att intäkterna snabbt kan växa till mer betydande nivåer, framförallt i MCL. Det är också detta som bidrar till antagna övriga rörelseintäkter ökar från cirka 20 miljoner kronor under 2019 till cirka 22 miljoner kronor under innevarande år.

MCL och Nordic Issuing driver på övriga rörelseintäkter.

Övriga rörelseintäkter (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Givet att antagandet om att antalet IPO:er kommer öka under den prognostiserade perioden tror vi även att Sedermeras tjänsteförsäljning, inkluderat exempelvis Qualified Advisor och Stock Market Communication, kommer öka över tid. Detta är också en faktor som bidrar till antagandet om en stark CAGR på höga 18,8 procent under den prognostiserade perioden.

En konkurrent till Nordic Issuing är Aqurat Fondkommission som hade en omsättning på 11,8 (10) miljoner kronor år 2019. Det är inte orimligt att anta att Nordic Issuing över tid kan komma att uppnå en liknande omsättning. Dock är det värt att notera är att Nordic Issuing kannibaliserar på Sedermeras emissionstjänster, vilket vi också räknar med i viss utsträckning.

Prognos, gruppens justerade rörelseresultat och vinst

Ökad vinst under 2020

Då tillväxten under 2020 i huvudsak är pådriven av ökade handelsintäkter tror vi inte att den fasta kostnadsbasen behöver öka markant under det innevarande året. Vi räknar därför med ett uppställ i lönsamheten under 2020. Det justerade rörelseresultatet ökar i vårt scenario till 14,7 miljoner kronor från 10,9 miljoner kronor. Det prognostiserade justerade rörelseresultatet under 2020 motsvarar en justerad rörelsemarginal om 10,9 procent räknat på nettoomsättning. Under 2021 räknar vi dock med en fallande justerad rörelsemarginal då handelsintäkternas andel av de totala intäkterna faller tillbaka till förmån för andra verksamhetsgrenar med lägre marginal. Över tid tror vi att det finns uppsida i lönsamheten allteftersom att verksamhetsgrenarna växer.

Vi tror på uppställ i lönsamheten under 2020 med en större andel handelsintäkter.

Justerade rörelseresultat, nettoresultat (MSEK) och justerad rörelsemarginal



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Som framgår i grafen ovan räknar vi med att den justerade rörelsemarginalen åter stiger under 2022 för att stabiliseras runt 15,3 procent år 2024. Det allteftersom verksamhetsgrenen MCL växer in i sin kostym. Som tidigare nämnts tror vi på ökade transaktionsvärden i Sedermera, vilket är ytterligare en bidragande faktor till de ökade marginalerna. Det kan bland annat underlättas med en lyckad satsning med Spotlight Next som kan medföra att gruppens relation till de listade företagen förlängs under tillväxtresan, men också att Spotlight Next kan attrahera nya större bolag till gruppen. Det bör i sin tur ge möjligheter för högre transaktionsvärden, både vad gäller kapitalanskaffningar och block-affärer.

Vi modellerar med en hållbar justerad rörelsemarginal över tid om 15,3 procent, vilket är över bolagets målsättning.

En effektiv finansiell och/eller legal rådgivare bör kunna komma upp i rörelsemarginaler om 20 procent eller mer. Även om vi räknar med ökade transaktionsvärden kommer de rimligtvis vara kvar på förhållandevis låga nivåer, <100 miljoner kronor. Det är också en naturlig effekt av att gruppens huvudsakliga målgrupp är just SME-bolag. Detta är en bidragande faktor till att gruppens marginaler i vårt scenario aldrig kommer upp i 20 procent eller mer. SPGR har också tillstånd för sina respektive verksamheter vilket ställer krav på compliance-efterlevnad och att andra regulatoriska krav uppnås. Dessa compliance-relaterade funktioner är rimligtvis till delar överlappande mellan verksamhetsgrenarna, vilket också hämmar gruppens totala marginal.

Gruppens nisch kan sätta ett tak på transaktionsvärdena.

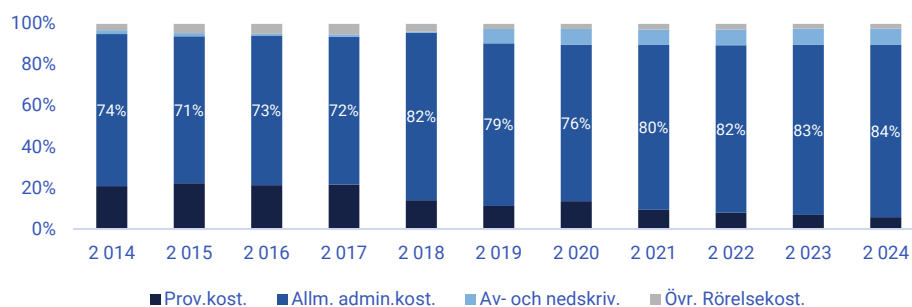
Dock skall noteras att vi modellerar med en justerad rörelsemarginal som väl överskrider tio procent som annars är vad gruppen anger i sina finansiella mål. Samma gäller den långsiktiga rörelsemarginalen beräknad i linje med hur bolaget presenterar sin resultaträkning som är antagen till 15,1 procent.

SPGR:s antagna justerade rörelsemarginal är också en bra bit under etablerade marknadsplatser för aktier och listade produkter som Nasdaq, ICE, CBOE, Deutsche Börse, TMX eller London Stock Exchange. Det är vår bedömning att detta i stor utsträckning beror på att Spotlight Stock Market inte har utvecklat sitt eget handelssystem som Nasdaqs INET eller NGM:s Elasticia (som förövrigt köps in av SP). Omsättningen på Spotlight Stock Market är också betydligt lägre än tidigare nämnda handelsplatser vilket medför att skalbarheten i handelsintäkter heller inte kommer upp på samma nivåer. Att bolaget inte har sitt eget handelssystem medför också att vissa affärsmöjligheter med hög marginal som försäljning av marknadsdata uteblir.

Allmänna administrationskostnader ökar med tillväxt

Allmänna administrationskostnader är gruppens största kostnadspost. Vi tror inte denna kommer öka väsentligt under 2020 i förhållande till 2019 då både Sedermera och MCL redan bedöms ha en organisation som klarar av att växa. Nedan visas historisk och prognostiserad kostnadsfördelning. Som framgår tror vi att allmänna administrationskostnader kommer minska sin andel under 2020 relativt 2019. Det när de direkta kostnaderna hänförliga till bolagets handelssystem ökar sin andel med stigande handelsintäkter.

Gruppens historiska och prognostiserade kostnadsfördelning (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Allt eftersom handelsintäkterna faller tillbaka och konsultverksamheterna under Sedermera och MCL börjar driva tillväxten ökar också allmänna administrationskostnader sin andel igen.

Nedan visas en sammanställning av våra prognoser för resultaträkningen.

Sammanställning resultaträkning, historik och prognoser (MSEK)

	2018*	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Anslutningsavgifter	3,0	2,3	1,0	5,0	2,7	3,1	3,2
Handelsintäkter	26,7	23,6	30,7	23,0	20,7	18,7	16,8
Listningsintäkt	35,7	42,1	45,9	49,1	52,6	56,2	60,2
Corporate Finance	17,4	27,5	27,5	32,5	37,4	41,1	44,0
Likviditetsgaranti	2,9	3,2	3,3	3,7	3,8	4,0	4,1
Övriga provisionsintäkter	6,1	4,4	4,5	4,9	5,0	5,1	5,2
Totala provisionsintäkter	91,7	103,1	113,0	118,2	122,2	128,2	133,5
Övriga rörelseintäkter	21,3	20,3	22,4	28,0	36,3	41,8	48,1
Nettoomsättning	113,1	123,5	135,4	146,2	158,6	170,0	181,6
Nettores. av finansiella transaktioner	-1,5	-0,6	0,4	0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Ränteintäkter	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Räntekostnader	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Provisionskostnader	-15,5	-12,6	-16,4	-12,3	-11,1	-10,0	-9,0
Summa rörelseintäkter	97,5	110,8	118,9	133,9	147,5	160,0	172,6
Allmänna admin.kostnader	-90,7	-89,3	-92,0	-105,7	-114,6	-121,6	-128,9
Av- och nedskrivningar	-0,7	-7,9	-9,1	-9,9	-10,7	-11,5	-12,3
Övriga rörelsekostnader	-4,1	-2,7	-3,0	-3,7	-4,0	-3,4	-3,6
Totala rörelsekostnader	-111,0	-112,6	-120,7	-131,6	-140,4	-146,4	-153,8
Just. EBIT	2,0	10,9	14,7	14,6	18,2	23,6	27,8
Just. EBITDA	2,7	18,8	23,8	24,5	28,9	35,1	40,0
Finansnetto	-1,5	-0,7	0,3	0,4	-0,3	-0,3	-0,4
EBT	0,6	10,2	15,0	15,0	17,8	23,3	27,4
Skatt	-0,9	-2,9	-3,2	-3,1	-3,7	-4,8	-5,6
Res. efter skatt	-0,3	7,3	11,8	11,9	14,2	18,5	21,8
Hänförligt till moderbolaget	-0,3	7,3	11,8	11,9	14,2	18,5	21,8
Hänförligt till intressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tillväxt							
Totala provisionsintäkter	-1%	12%	10%	5%	3%	5%	4%
Övriga rörelseintäkter	29%	-5%	10%	25%	30%	15%	15%
Nettoomsättning	3%	9%	10%	8%	8%	7%	7%
Summa rörelseintäkter	19%	17%	10%	9%	9%	8%	8%
Marginaler							
Just. EBIT-marginal	1,8%	8,8%	10,9%	10,0%	11,5%	13,9%	15,3%
EBT-marginal	0,5%	8,2%	11,1%	10,3%	11,3%	13,7%	15,1%
Vinstmarginal	-0,3%	5,9%	8,7%	8,2%	8,9%	10,9%	12,0%

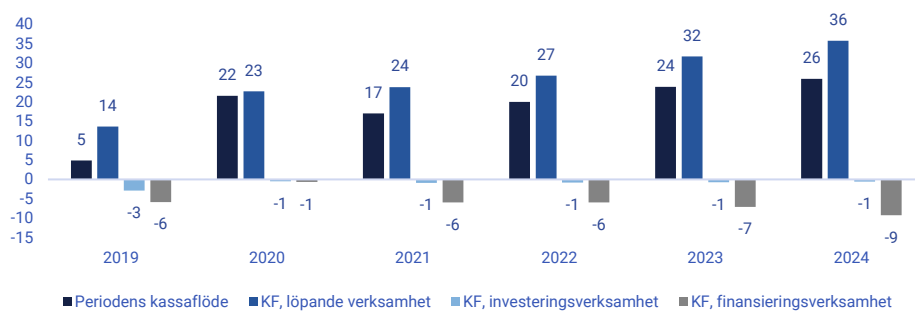
*2018 togs extraordinära kostnader om totalt 8,2 miljoner kronor.

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde

Under 2019 hade gruppen ett positivt kassaflöde och vi tror att detta kommer att tillta över tid när kassaflödet från den löpande verksamheten tilltar.

Kassaflöde



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

I vår DCF-modell beräknar vi ett motiverat värde per aktie i basscenariot till 37,7 kronor för de kommande sex månaderna. Det motsvarar ett totalt aktievärde på 195 miljoner kronor och ett rörelsevärde på 173 miljoner kronor. Den implicita EV/Sales-multipeln på prognostiserad nettoomsättning 2020 är 1,3x och den implicita EV/EBITDA-multipeln är 7,2x. I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie om 43,3 kronor och i Bear-scenariot är värdet per aktie 33,0 kronor för de kommande 12 månaderna.

Motiverat värde inom ett intervall

För att beräkna ett motiverat rörelsevärde på SPGR har vi använt en DCF-modell. I modellen nuvärdesberäknar vi framtida förväntade kassaflöden med en diskonteringsränta om 13,1 procent. Genom denna metod beräknar vi ett motiverat rörelsevärde (EV) för SPGR om 172,5 miljoner kronor. Det givet en CAGR om 8,0 procent under den prognostiserade perioden och en hållbar justerad rörelsemarginal på 15,3 procent. Efter nettokassan per den 30 juni 2020 om 22,6 miljoner kronor beräknas ett totalt aktievärde om 195,1 miljoner kronor. Med cirka 5,2 miljoner utestående aktier beräknas ett motiverat värde i vårt basscenario till 37,7 kronor för de kommande 12 månaderna.

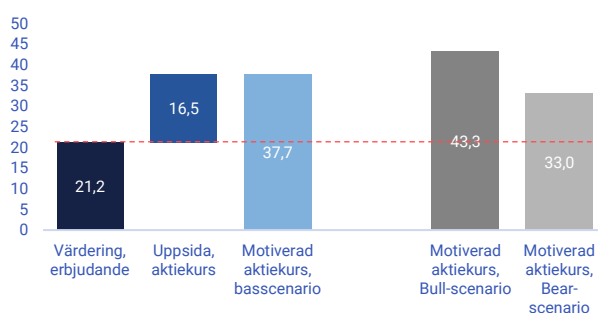
I basscenariot beräknas ett motiverat värde per aktie om 37,7 kronor för de kommande 12 månaderna.

Sammanställning värdering, basscenario

DCF värdering		Diskränta	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	55,3	Risikfri ränta, prog. period	0,0%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	117,2	Marknadsriskpremie	7,7%
Rörelsevärde (EV)	172,5	Småbolagspremie	4,3%
Nettokassa	22,6	Beta	1,1x
Aktievärde	195,1	Avkastningskrav, EK	13,1%
Antal akter (milj.)	5,2	Belåningsgrad	0,0%
Motiverat värde per aktie (kr)	37,7	WACC	13,1%
		Bolagsspec. tillägg	0,0%
Antaganden	Värderingsmultiplar	Disk.ränta	
CAGR, 2019-2024	8,0%	EV/Sales, 2019	1,4x
Just. EBITDA-marginal, 2024	22,1%	EV/sales, 2020P	1,3x
Just. EBIT-marginal, 2024	15,3%		
Tillväxttakt, evighet	3,5%	EV/EBITDA, 2019	9,2x
Skattesats	21,4%-20,6%	EV/EBITDA, 2020P	7,2x

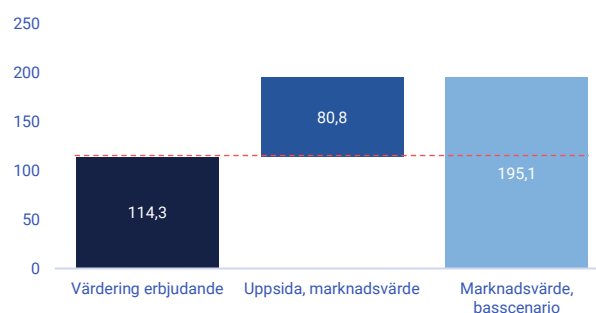
Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Avkastningskravet på det egna kapitalet är beräknat med CAPM-modellen. I modellen har vi antagit en riskfri ränta om noll procent och ett beta-värde på 1,1x. Marknadsriskpremie är antagen till 7,7 procent i linje med PwC:s "Riskpremie på den svenska aktiemarknaden" från juni 2020. Till marknadsriskpremie har vi adderat en småbolagspremie om 4,3 procent, vilket motsvarar den interpolerade småbolagspremie för ett företag med ett marknadsvärde om 200 miljoner kronor – det åter i linje med PwC:s riskpremiestudie. Vidare har vi antagit att gruppen finansierar sig med 100 procent eget kapital och diskonteringsräntan beräknas därmed med våra antaganden till 13,1 procent. För beräkning av restvärdet har vi antagit en hållbar tillväxttakt om 3,5 procent. Diskonteringsräntan som används för nuvärdesberäkning av restvärdet är 15,1 procent – uppjusterad med två procent som antas vara normalnivån för den riskfria räntan över tid.

Värderingsintervall och implicita multiplar

För att landa i en övre gräns i ett värderingsintervall (Bull) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 10,0 procent. Vi har också genomgående justerat upp EBIT-marginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 16,3 procent år 2024. Det ger ett rörelsevärde om 202 miljoner kronor.

För att landa i en nedre gräns av intervallet (Bear) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 6,0 procent. Vi har också genomgående justerat ned EBIT-marginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 14,3 procent år 2024. Det ger ett rörelsevärde om 148 miljoner kronor.

En scenarioanalys med det motiverade aktievärdet om 37,7 kronor per aktie, inom intervallet 33,0 till 43,3 kronor per aktie, presenteras i tabell nedan jämte implicita värderingsmultiplar för helåret 2019 och prognostiserat helår 2020.

Scenarioanalys, värde per aktie (kr)

	6,0%	8,0%	10,0%
16,3%	39,5	41,3	43,3
15,3%	36,1	37,7	39,4
14,3%	33,0	34,3	35,7

CAGR på x-axeln och EBIT-marginal på y-axeln
 Källa: Carlsquare prognoser

	Bear		Basscenario		Bull	
Motiverat värde/aktie	33,0		37,7		43,3	
	2019	2020P	2019	2020P	2019	2020P
Imp. EV/Sales	1,2x	1,1x	1,4x	1,3x	1,6x	1,5x
Imp. EV/EBITDA	7,9x	6,2x	9,2x	7,2x	10,7x	8,5x

Källa: Carlsquare prognoser

Det motiverade värdet per aktie om 37,7 kronor, motsvarar en EV/Sales-multiplik på utfallet 2019 om 1,4x och 1,3x vår intäktsprognos för 2020. EV/EBITDA-multiplik är 9,2x utfallet 2019 och 7,2x prognostiserat EBITDA-resultat 2020. P/E-talet för basscenarioet är 16,5x på vår prognos 2020.

Värdering: En rimlighetsbedömning

Det är svårt att hitta listade företag vars verksamhet är en exakt match med den som gruppen bedriver och/eller har en liknande sammansättning av verksamheter, tillväxt och marginaler som SPGR. I en ansats att göra en rimlighetsbedömning av vår värdering har vi därför studerat listade finansiella rådgivare och listade företag som erbjuder handelsplatser för aktier och andra instrument.

Vi har identifierat sju företag/koncerner med en någorlunda fokuserad verksamhet kring Corporate Finance och blockaffärer/aktiemäklari listade i Europa. Nedan visas en lista på dessa med EV/Sales-multiplik för rullande tolv månaders försäljning och EV/EBITDA-multiplik på rullande tolv månaders EBITDA-resultat. Som också framgår handlas gruppen till ett medianvärde för EV/Sales om 1,7x och EV/EBITDA om 9,4x senaste tolv månader. P/E-talet är 20,7x. De inkluderade företagen är också betydligt större än Sedermera. Därför har vi, enligt samma logik som med småbolagspremien som adderas till diskonteringsräntan, rabatterat median-multiplarna med 25 procent. Efter rabatt så beräknas gruppens medianvärde för EV/Sales till 1,2x, EV/EBITDA till 7,0x och P/E-tal till 15,5x.

Finansiella rådgivare (MSEK)

Bolag	Land	Marknadsvärde	Omsättning (2019)	EBITDA (2019)	EBITDA-marginal (2019)	EV/Sales, LTM	EV/EBITDA, LTM	P/E, LTM
ABG Sundal Collier Holding ASA	NO	2 023	1 311	367	28%	1,1x	3,7x	8,9x
Catella AB	SE	1 762	2 353	550	23%	0,9x	4,8x	20,7x
Mangold AB	SE	532	152	15	10%	4,0x	24,8x	33,3x
Frp Advisory Group PLC	GB	3 151	618	294	48%	4,6x	9,4x	10,1x
Finncap Group PLC	GB	450	279	49	17%	1,3x	14,2x	54,1x
Numis Corporation PLC	GB	3 517	1 244	148	12%	1,7x	13,4x	33,8x
Berliner Effektengesellschaft AG	DE	5 378	668	299	45%	3,3x	6,1x	14,4x
Median		2 023	668	294	23%	1,7x	9,4x	20,7x
Average		2 402	946	246	26%	2,4x	10,9x	25,0x
Max		5 378	2 353	550	48%	4,6x	24,8x	54,1x
Min		450	152	15	10%	0,9x	3,7x	8,9x
Rabatt						25%	25%	25%
Rabatterade median-multiplar						1,2x	7,0x	15,5x

Källa: Thomson Reuters Eikon

Givet multiplar ovan bedömer vi att värderingen av Spotlight Group med den implicita EV/Sales-multipeln om 1,4x 2019 års intäkter och en implicita EV/EBITDA-multipeln om 9,2x 2019 års EBITDA-resultat i basscenariot är rimlig. Gruppen har samtidigt stor andel återkommande listningsavgifter. Det medför rimligtvis att risken i värderingen finns på uppsidan.

Vi har också identifierat en grupp av listade företag som bedriver en verksamhet som påminner om den som Spotlight Stock Market bedriver med hög andel återkommande månadsintäkter och handelsintäkter. Dessa bolag är teknikintensiva och har andra affärsmodeller och erbjudanden vilket medför höga EBITDA-marginaler över de som SPGR historiskt kunnat visa upp eller förväntas kunna göra framledes. Dessa handlas således också till helt andra multiplar, vilket framgår i tabell nedan.

Handelsplatser och relaterade tjänster (MSEK)

Bolag	Land	Marknadsvärde	Omsättning 2020P	EBITDA-marg. 2020P	EV/Sales 2020P	EV/EBITDA 2020P	P/E 2020P
Deutsche Boerse AG	DE	305 609	33 029	62%	NaN	NaN	24,0x
Euronext NV	FR	72 468	8 971	58%	8,6x	14,8x	21,5x
London Stock Exchange Group PLC	GB	356 219	27 316	55%	NaN	NaN	42,9x
Nasdaq Inc	US	186 853	24 148	54%	8,0x	14,7x	22,4x
CME Group Inc	US	547 786	43 611	66%	13,0x	19,6x	25,3x
Intercontinental Exchange Inc	US	494 574	49 132	65%	15,6x	24,0x	24,0x
Cboe Global Markets Inc	US	86 098	10 891	67%	8,5x	12,7x	17,7x
TMX Group Ltd	CA	50 957	5 687	59%	9,6x	16,3x	22,8x
Median		246 231	25 732	60%	9,1x	15,6x	23,4x
Average		262 570	25 348	61%	10,5x	17,0x	25,1x
Max		547 786	49 132	67%	15,6x	24,0x	42,9x
Min		50 957	5 687	54%	8,0x	12,7x	17,7x

Källa: Thomson Reuters Eikon

Risker

Likt de flesta verksamheter står Spotlight Group inför ett antal utmaningar och risker. Som bekant har gruppen hittills stått emot Covid-19 väl men det finns en risk att effekterna blir längre än vad vi räknar med, vilket också skulle hämma IPO-marknaden och därmed gruppens tillväxt. Under årets första sex månader har antalet listade företag på Spotlight Stock Market backat. Denna trend måste brytas.

Risker och utmaningar

Covid-19 fick världens aktiemarknader att krascha i mitten på mars 2020. Samtidigt sattes även världens ekonomier på paus, då även Sverige om än i något lindrigare utsträckning än många andra länder. Detta har medfört ofördelaktiga marknadsförhållanden som rimligtvis har hämrat gruppens utveckling. Ekonomierna har i små steg åter sats i rullning men en andra våg och utdragna effekter från Covid-19 kan medföra en period av ofördelaktiga marknadsförhållanden som är längre än den vi antagit.

Det är viktigt att Spotlight Stock Market upprätthåller ett bra rykte över tid. Givet bolagets huvudsakliga nisch, tillväxtbolag som många gånger är förhoppningsbolag, finns alltid en risk att ett antal av de listade företagen misslyckas. Det är också fallet många gånger, men det bör inte bli för många misslyckanden som över tid ger Spotlight Stock Market ett dåligt rykte som kan få de seriösa företagen att välja en annan marknadsplats.

Spotlight Stock Market har nettominskat antalet listade företag, främst på grund av listbyten. Denna trend måste brytas.

Sedermeras intäkter är i stor utsträckning baserad på att uppdragen lyckas och transaktionerna genomförs. Uteblir en transaktion uteblir också den stora intäkten. Sedermera är också beroende av ett förtroende bland investerare för att kunna genomföra transaktioner. För att inte investerare skall tappa förtroendet är det viktigt att Sedermera har övervägande "bra" case till rätt värderingar.

Den befintliga konkurrensen är stenhård och Nasdaq First North Growth Market är på frammarsch under starkt momentum. Konkurrensen tilltar även från alternativa finansieringsmöjligheter. Däribland finns exempelvis Pepins som inkräktar på SPGR:s målgrupp. De konkurrerande alternativa erbjudandena saknar dock kontinuerlig realtidshandel som Spotlight Stock Market erbjuder.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning som redovisad (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Ränteintäkter	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Räntekostnader	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Räntenetto	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala provisionsintäkter	91,7	103,1	113,0	118,2	122,2	128,2	133,5
Provisionskostnader	-15,5	-12,6	-16,4	-12,3	-11,1	-10,0	-9,0
Nettores. av finansiella transaktioner	-1,5	-0,6	0,4	0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Övriga rörelseintäkter	21,3	20,3	22,4	28,0	36,3	41,8	48,1
Summa Rörelseintäkter	96,1	110,1	119,2	134,3	147,2	159,7	172,2
Allmänna admin.kostnader	-90,7	-89,3	-92,0	-105,7	-114,6	-121,6	-128,9
Av- och nedskrivningar	-0,7	-7,9	-9,1	-9,9	-10,7	-11,5	-12,3
Övriga rörelsekostnader	-4,1	-2,7	-3,0	-3,7	-4,0	-3,4	-3,6
Totala rörelsekostnader	-95,5	-99,9	-104,2	-119,2	-129,3	-136,4	-144,8
Rörelseresultat	0,6	10,2	15,0	15,0	17,8	23,3	27,4
Skatt	-0,9	-2,9	-3,2	-3,1	-3,7	-4,8	-5,6
Periodens resultat	-0,3	7,3	11,8	11,9	14,2	18,5	21,8
Utdelning per aktie (kr)	0,0	1,0	1,1	1,2	1,4	1,8	2,1

Tillväxt	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Totala provisionsintäkter	-1%	12%	10%	5%	3%	5%	4%
Övriga rörelseintäkter	29%	-5%	10%	25%	30%	15%	15%
Summa Rörelseintäkter	10%	15%	8%	13%	10%	9%	8%

Marginaler	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Rörelsemarginal	0,6%	9,2%	12,6%	11,2%	12,1%	14,6%	15,9%
Vinstmarginal	-0,4%	6,6%	9,9%	8,9%	9,6%	11,6%	12,6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2 018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
TILLGÅNGAR							
Utlåning till kreditinst.	14,0	18,8	40,4	57,4	77,4	101,3	127,3
Aktier och andelar	1,5	1,8	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Immateriella anläggningstillg.							
Goodwill	26,0	26,0	22,2	18,1	13,7	8,9	3,8
Övriga immateriella tillg.	4,4	3,0	2,5	2,1	1,6	1,0	0,4
Materiella anläggningstillg.							
Inventarier	4,6	4,9	4,4	3,9	3,3	2,5	1,7
Nyttjanderätter	0,0	6,9	6,2	5,4	4,5	3,5	2,4
Övriga tillgångar	25,3	22,0	19,2	16,1	12,6	8,9	4,9
Förutbet. kostnader och upplupna intäkt.	4,5	11,7	12,8	13,5	14,2	14,8	15,3
Summa tillgångar	80,3	95,0	109,0	117,7	128,5	142,2	157,0
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital							
Aktiekapital	12,1	12,1	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
Ej reg. aktiekapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Balanserat resultat	40,0	39,7	41,8	47,7	53,7	60,7	70,0
Periodens resultat	-0,3	7,3	11,8	11,9	14,2	18,5	21,8
Summa eget kapital	51,8	59,1	71,2	77,3	85,5	96,9	109,4
Övriga skulder	11,0	11,5	12,6	13,6	14,3	14,9	15,4
Leasing skulder	0,0	5,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	17,5	18,7	20,5	22,2	24,1	25,8	27,5
Summa skulder	28,5	35,9	37,8	40,4	43,0	45,3	47,6
Summa eget kapital och skulder	80,3	95,0	109,0	117,7	128,5	142,2	157,0
Soliditet							
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	3,0	7,4	27,8	43,9	63,1	86,4	111,8
Nettoskuld/just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Nettoskuld/EK	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Skuld/EK	21%	19%	18%	18%	17%	15%	14%
Soliditet	65%	62%	65%	66%	67%	68%	70%
Lönsamhetsmått							
ROA	8%	50%	77%	91%	144%	265%	572%
ROE	-1%	12%	17%	15%	17%	19%	20%
ROIC	1%	8%	11%	10%	11%	13%	14%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Löpande verksamhet							
Resultat efter finansnetto	0,6	10,2	15,0	15,0	17,8	23,3	27,4
Justeringar	-1,8	9,4	9,1	9,9	10,7	11,5	12,3
Skatt	-2,0	-3,5	-3,2	-3,1	-3,7	-4,8	-5,6
Delta rörelsekapital	-6,5	-2,5	1,8	2,0	1,9	1,7	1,8
KF, löpande verksamhet	-9,7	13,6	22,7	23,8	26,8	31,7	35,8
Investeringsverksamheten							
Köp/försäljning av materiella tillgångar	-1,5	-1,2	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6
Köp/försäljning av immateriella tillgångar	-4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Netto, köp/försäljningar av värdepapper	3,4	-1,8	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
KF, investeringsverksamhet	-2,5	-2,9	-0,5	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6
Finansieringsverksamheten							
Amortering av leasingsskuld	0,0	-5,8	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emission	0,0	0,0	5,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelningar	0,0	0,0	-5,2	-5,9	-6,0	-7,1	-9,2
KF, finansieringsverksamhet	0,0	-5,8	-0,7	-5,9	-6,0	-7,1	-9,2
Periodens kassaflöde	-12,2	4,9	21,5	17,0	20,0	23,9	25,9
Likvida medel, periodens börj.	26,2	14,0	18,8	40,4	57,4	77,4	101,3
Likvida medel, periodens slut	14,0	18,8	40,4	57,4	77,4	101,3	127,3
Nyckeltal							
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	n.m.	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	n.m.	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Utdelning per aktie (kr)	0,00	1,00	1,14	1,15	1,37	1,79	2,10

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson och Richard Ramanus äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.