



Analyst Group

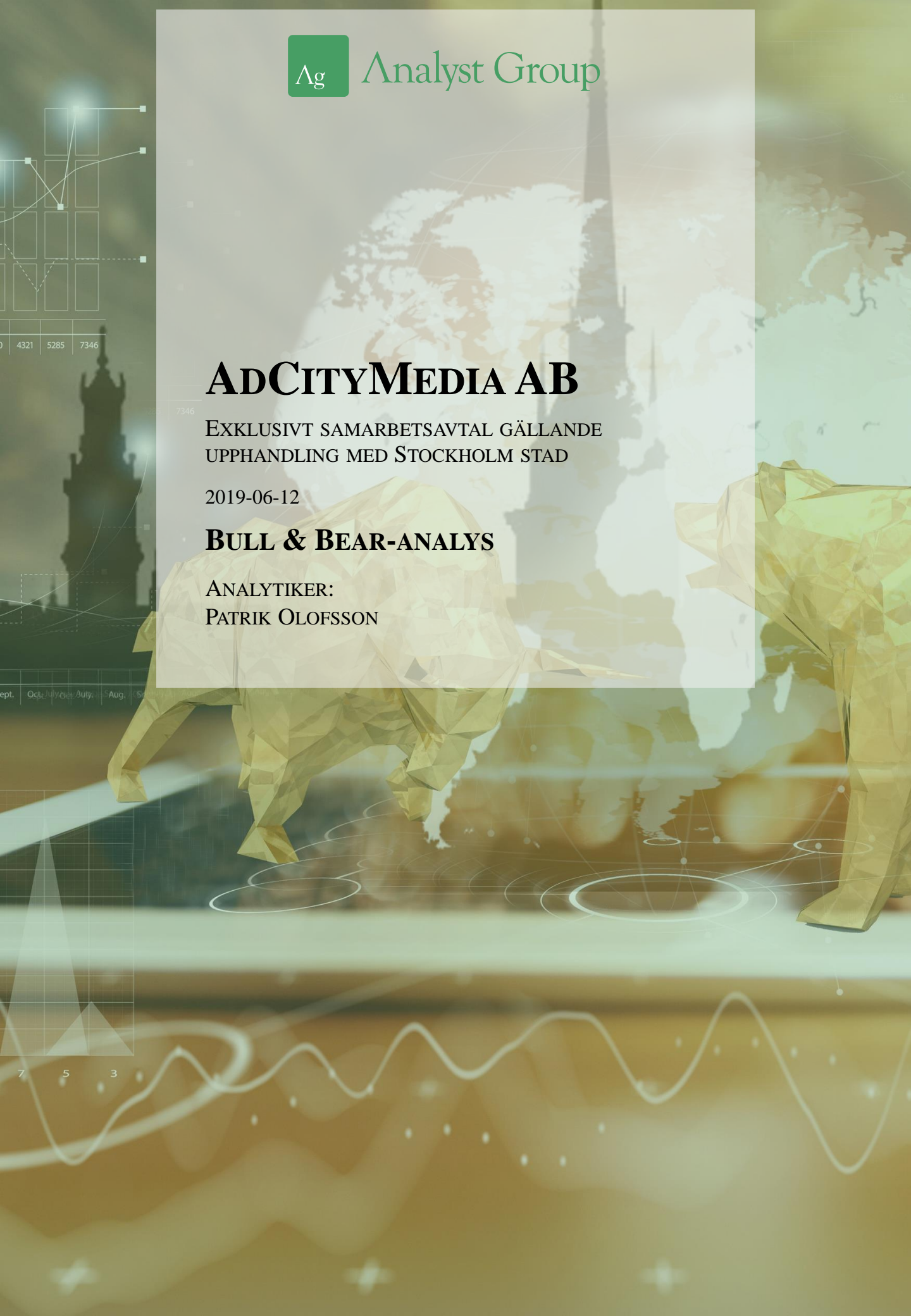
# AD CITY MEDIA AB

EXKLUSIVT SAMARBETSAVTAL GÄLLANDE  
UPPHANDLING MED STOCKHOLM STAD

2019-06-12

## BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:  
PATRIK OLOFSSON



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

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

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

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

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

*Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.*

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

Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

AdCityMedia AB ("AdCityMedia", "ACM" eller "Bolaget") är ett svenskt företag som erbjuder helhetslösningar inom utomhusreklam. ACM har reklamtytor fördelade över 260 orter i Sverige och majoriteten av Bolagets reklamtytor är av digital karaktär i form av storformatsskärmar och mindre skärmar stationerade i butiksmiljöer. Inom affärsområdet *Media* har ACM ett utbud av digitala skärmar och vepor (annonsformat tryckt på duk) på platser som Bolaget själva äger. Inom affärsområdet *Retail Tech* (tidigare Creative) hjälper ACM kunder att skapa sina egna analoga och digitala "mediakanaler", vilket delas in i två huvudinriktningar: *digital signage* (digitala skärmar i butiksmiljö) och *Production* (analog storformatsreklam på fasad och butik).

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q1-19	5
Exklusivt samarbetsavtal	6
Delar ut Starcorp	7
Investeringsidé	8
Bolagsbeskrivning	9
Marknadsanalys	10-11
Finansiell prognos	12-15
Värdering	16
Bull & Bear	17-18
Ledning & styrelse	19-20
Appendix	21
Disclaimer	22



4

### Värde drivare

Med nuvarande säljbart mediautrymme har ACM möjlighet att snabbt skala upp försäljningen vid ökad ordergång då det inte finns några direkta flaskhalsar idag. Fler stororders inom digital signage kommer troligen få stor påverkan på värderingen. ACM vill även växa utanför Sverige, vilket i längden kan bidra till högre värdering. Exempelvis förvärvades norska Prego Media AS ("Prego") under februari 2018.



3

### Historisk Lönsamhet

ACM har under längre tid visat stark tillväxt och de senaste åtta kvartalen har omsättningen ökat med i genomsnitt 5 % per kvartal (CAGR), även om säsongvariationer förekommer. Lönsamheten är stigande, men likt omsättningen fluktuerande mellan kvartal. ROE- och ROA-marginalerna är tillfredsställande, efter att justeringar gjorts för förvärvsgoodwill som expanderat balansräkningen.



1

### Riskprofil

Reklam- och mediamarknaden är konjunkturkänslig och vid ett generellt sämre ekonomisk klimat kommer det troligen påverka ACM negativt, vilket kan resultera i lägre tillväxt. Inom Digital Signage är ACM fortfarande en relativt liten aktör och måste arbeta hårt för att finna nya kunder. Inom affärsområdet Media äger ACM själva reklamtytorna, vilket således skapar inträdesbarriärer.



4

### Ledning & Styrelse

VD Anders Axelsson grundade ACM 2000 och har således varit aktiv i bolaget i över 18 år och är fortfarande huvudägare (~29 %). Resterande del av ledning och styrelse består av personer med god kompetens inom bl.a. media-, reklam- och näringslivsbranschen. Åtta av nio personer i ledning och styrelse äger aktier i ACM, där sammanlagt ägande uppgår till nära 50 %.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5

Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

# ADCITYMEDIA AB (ACM)

EXKLUSIVT SAMARBETSAVTAL GÄLLANDE UPPHANDLING MED STOCKHOLM STAD



ACM har på kort tid meddelat att de tar del av stor upphandling med Stockholm stad, delar ut Starcorp, växer kraftigt i Norge samt ökar befintligt medialager till över 1 000 MSEK – det händer minst sagt mycket i ACM där allt pekar på att 2019 blir ett spännande år. Omsättningen 2018 ökade med ca 45 % till 175 MSEK, och estimeras stiga under 2019 med ytterligare 25 % till att nå 220 MSEK med ett EBIT-resultat omkring 19 MSEK, motsvarande en rörelsemarginal om 8 %. Givet förväntad tillväxt, marginalutveckling, kapitalstruktur och en målmultipel om EV/EBIT 15, erhålls ett värde om 155 kr per aktie på 2019 års prognos i ett Base scenario.

## Godkänt första kvartal 2019

Under Q1-19 ökade ACM omsättningen till 41 MSEK (34), motsvarande en tillväxt om ca 19 %. Organiskt växer ACM med 1 %, Media går starkt samtidigt som Retail Tech tynger kvartalet med negativ tillväxt. EBITDA-marginal uppgick till 18 % (12 %). Till följd av nya IFRS 16-reglerna har dock resultatet ”dopats”, justerat för effekten var marginalen i linje med jämförbar period 2018. Sammanfattningsvis tycker vi att ACM gör ett godkänt första kvartal med en något lägre omsättning än väntat men marginaler i linje med vår prognos.

## ACM i exklusivt samarbetsavtal gällande upphandling med Stockholm stad

ACM kommunicerade under maj att Bolaget blir exklusiv samarbetspartner avseende 350 nya mediatytor när Stockholm stad tilldelat en cykelupphandlingen. Affären är minst sagt positiv ur flera perspektiv, dels ekonomiskt då det driver på ACM:s organiska tillväxt, dels då det gör att ACM får en avsevärt starkare position i marknaden. ACM har tidigare inte haft några reklamtytor av detta slag och tillsammans med Bolagets befintliga mediatytor, både i och utanför Stockholm och Sverige, anser vi att ACM tar klivet upp i en helt ny liga. Precis som ACM själva säger: detta är verkligen en *Game Changer*. Under juni 2019 har dock upphandlingen överprövats, varför en uppföljning får göras senare. Startdatum för cykelupphandlingen är 1 april 2020 och hur denna överprövning påverkar är i dagsläget ännu oklart.

## Reviderat säljbart mediautrymme – uppgår nu till över 1 000 MSEK

ACM har under våren reviderat koncerns medialager, som nu uppskattas uppgå till över 1 000 MSEK. Med tanke på att ACM:s rullande omsättning uppgår till ca 182 MSEK, finns således ett stort utrymme kvar för att kunna hantera en högre försäljningsnivå. ACM är en av få aktörer som idag kan erbjuda både etablerade mediakanaler samt försäljning på dessa.

## AKTIEKURS 115 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL 2019 ÅRS PROGNOSEN

<b>BEAR</b> 95 kr	<b>BASE</b> 155 kr	<b>BULL</b> 195 kr
----------------------	-----------------------	-----------------------

ADCITYMEDIA AB (ACM)				
Stängningskurs (2019-06-11)	115			
Antal Aktier	1 868 786			
Market Cap (MSEK)	215,0			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	56,3 <sup>1</sup>			
Enterprise Value (MSEK)	271,3			
V.52 prisintervall (SEK)	101,00 – 151,50			
Lista	Nasdaq First North			
UTVECKLING				
1 månad	+3,1%			
3 månader	+11,0 %			
1 år	-21,6 %			
YTD	+0,9 %			
HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2019-03-31)				
Biljon AB	28,6 %			
Avanza Pension	6,8 %			
Silfvergruppen AB	5,4 %			
Varakani Lth	4,9 %			
Jonas Glad	4,8 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Anders Axelsson			
Styrelseordförande	Patrik Mellin			
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport 2 2019	2019-08-27			
PROGNOS (BASE), TSEK	2017	2018	2019E	2020E
<b>Nettoomsättning</b>	122 115	175 906	220 575	286 747
<i>Omsättningstillväxt</i>	51%	44%	25%	30%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>84 201</b>	<b>113 650</b>	<b>137 060</b>	<b>180 177</b>
<i>Bruttomarginal</i>	69,0%	64,6%	61,7%	62,8%
<b>EBIT</b>	<b>22 645</b>	<b>17 727</b>	<b>18 539</b>	<b>37 317</b>
<i>EBIT-marginal</i>	18,5%	10,1%	7,9%	13,0%
<b>Nettoresultat</b>	<b>2 213</b>	<b>13 076</b>	<b>13 011</b>	<b>27 700</b>
<i>Nettomarginal</i>	1,8%	7,4%	5,4%	9,7%
P/S	1,8	1,2	1,0	0,7
EV/EBIT	44,5	15,3	14,6	7,3
P/E	97,1	16,4	16,5	7,8

1. Inklusive avsättningar.

# KOMMENTAR Q1-19

**19 %**  
TILLVÄXT  
UNDER  
Q1-19...

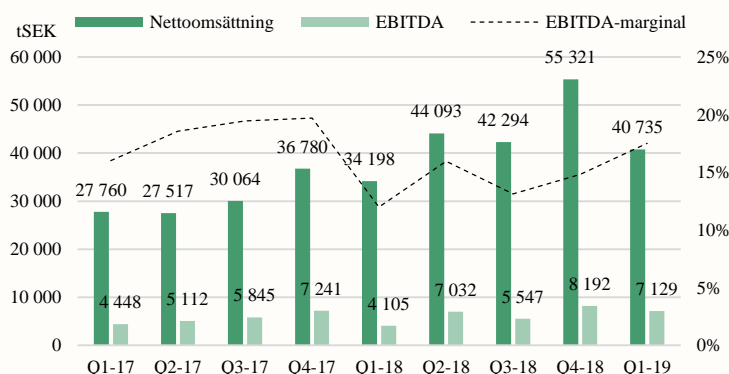
... VARAV  
ORGANISK  
TILLVÄXT  
**1 %**

**Under det första kvartalet uppgick omsättningen** till ca 40,7 MSEK, motsvarande en tillväxt om 19 %, varav 1 % organisk. Affärsområdet Media bidrog med ca 35,2 MSEK, varav ca 12 MSEK från Prego Media, Affärsområdet Retail Tech bidrog med 5,5 MSEK. För Prego hade vi räknat med en omsättning om ca 8 MSEK, dotterbolaget överträffade således våra estimat med ca 50 %. Koncernens totala omsättning om ca 41 MSEK var dock under vårt estimat om ca 47 MSEK.

## Brutto- och rörelsemarginal i linje med estimat

Vi hade räknat med en bruttomarginal om 64 %, vilket föll väl ut i linje med faktisk bruttomarginal om 65 %. EBITDA-marginalen, rensat för IFRS 16-effekt, uppgick till ca 12 % under Q1-19, baserat på följande information: "EBITDA-marginalen ökar från 12 % till 18 % vilket grundar sig i effekter från det nya regelverket IFRS 16. Justerat för detta ligger vi i paritet med föregående år vilket är väsentligt under vår målsättning". Vi hade estimerat en EBITDA-marginal om 11 %.

**Under senare kvartal har marginalen varierat, vilket fortsatt förklaras av dels utökad personalbas samt tidigare förvärv av Prego Media AS.**



Källa: ACM

(tSEK)	Q1-19A	Q1-19E	Diff
Nettoomsättning	40 735	46 825	6 090
Aktiverat arbete för egen räkning	959	0	-959
Övriga rörelseintäkter	48	0	-48
<b>Totala intäkter</b>	<b>41 742</b>	<b>46 825</b>	<b>5 083</b>
Handelsvaror	-14 443	-16 867	-2 424
<b>Bruttoresultat</b>	<b>27 299</b>	<b>29 958</b>	<b>2 659</b>
Bruttomarginal (adj.)	65%	64%	-1%
Övriga externa kostnader	-6 199	-12 006	-5 807
Personalkostnader	-13 971	-13 038	933
Övriga rörelsekostnader	0	0	0
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>7 129</b>	<b>4 915</b>	<b>-2 214</b>
EBITDA-marginal (adj.)	15%	11%	-4%

<sup>1</sup>Exklusive IFRS 16 i prognosen för Q1-19E

## Norge går mycket starkt – växer med 88 %

Omsättningen för Prego uppgick under kvartalet till 11,0 MNOK (ca 12 MSEK), vilket överträffade vår prognos om ca 8 MSEK. Försäljningsnivå innebär att Prego växer med ca 88 % från föregående år, samtidigt som utomhusmarknaden, enligt Mediebyråföreningen, är oförändrad från föregående år i Norge. Det innebär att Prego fortsätter ta marknadsandelar. I rapporten framgår det att en stor del av omsättningsökningen utgörs av den framgångsrika nya digitala kanalen i dagligvaruhandel vilken ACM skriver att de har stora förhoppningar om.

## Media – växer med 48 %

Affärsområdet Media ökar under kvartalet försäljningen med 48 % jämfört med samma period föregående år, motsvarande 35 MSEK mot 24 MSEK, och bruttomarginalen för affärsområdet uppgår till 68 % under kvartalet. Inkluderas Prego i jämförelsesiffrorna växer affärsområdet organiskt med 18 % samtidigt som mediainvesteringar för perioden visar på en ökning i utomhusreklam med 3,5 % om man räknar samman den svenska och norska marknaden. ACM har dessutom under våren reviderat koncernens medialager, som nu uppskattas uppgå till över 1 000 MSEK. Med tanke på att ACM:s rullande omsättning uppgår till ca 182 MSEK, finns således ett stort utrymme kvar för att kunna hantera en högre försäljningsnivå.

## Retail Tech – svag inledning på året

Affärsområdet Retail Tech har under årets första kvartal minskat försäljningen med -46 % jämfört med samma period föregående år. Den minskade försäljningen beror på att ACM under kvartalet inte haft några större utrullningar. Värt att notera är att detta är ett affärsområde som kan fluktuera mycket mellan kvartalen till följd av att utrullningar oftast är stora och rullas ut under korta tidsperioder.

**Sammanfattningsvis** tycker vi att rapporten från ACM är godkänd med en något lägre omsättning än väntat men marginaler i linje med prognos.

# EXKLUSIVT SAMARBETSAVTAL

ACM kommunicerade under andra kvartalet 2019 den 28 maj att Bolaget blir exklusiv samarbetspartner avseende 350 nya mediatyor när Stockholm stad tilldelat cykelupphandlingen. Med detta avtal tar ACM tar klivet upp i en helt ny liga.



## Kort bakgrund – en sammanfattning av vad som hänt

- UIP Holding AS ("UIP") tillsammans med VOI Technology AB ("VOI") har fått tilldelningsbeslutet att tillhandahålla, driva samt löpande administrera ett system för låncyklar och stadsinformation i Stockholms innerstad och förorter.
- ACM har tillsammans med UIP och VOI ingått ett exklusivt avtal innebärande att ACM ansvarar för mediaförsäljningen, samt levererar hård- och mjukvara till joint venture-bolaget via sitt affärsområde Retail Tech.
- Avtalsvärdet uppskattas av Stockholms stad till 400 MSEK och innefattar bl.a. 350 dubbelsidiga annonsytor, varav 70 digitala. Avtalet är på 7 år.



## Vad kan det här betyda för ACM?

I pressmeddelandet som publicerades den 28 maj 2019 var informationen relativt sparsam avseende exakt vad tilldelningsbeslutet kommer att innebära, vem som står för vad, när kommer arbetet igång, eventuella upplägg kring intäktsfördelning m.m. Vi räknar med mer information, varför vi i dagsläget endast kan spekulera i hur detaljerna kan komma att se ut.

Det vi vet är att tre parter är inblandade; UIP, VOI och ACM där UIP och VOI är de aktörer som fått tilldelningsbeslutet och ACM blir exklusiv leverantör och ansvarar för mediaförsäljningen samt leverans av hård- och mjukvara. Totala avtalsvärdet över sju år uppskattas av Stockholm stad till ca 400 MSEK, motsvarande i genomsnitt ca 57 MSEK per år. Det innefattar både intäkter från reklamförsäljning samt brukarintäkter från cyklarna. ACM:s intäktsandel är rimligen enbart kopplad till mediaförsäljningen samt leveransen av hård- och mjukvara avseende de 350 annonsytorna som ska etableras, och således inte de brukarintäkterna som cyklarna genererar. För ACM blir det således både en Retail Tech- och Media-affär.

Vid lika delning (33 %) av det uppskattade avtalsvärdet, motsvarar det för ACM en total intäktsandel om 130 MSEK över sju år, eller i genomsnitt 19 MSEK per år. För 2019 räknar vi inte med några mediaintäkter, då resterande del av 2019 antas handla om att fysiskt etablera mediatyorna, vilket således genererar intäkter i ACM:s Retail Tech-ben under H2-2019. Från 2020 och framåt estimeras mediaförsäljningen komma igång, tillsammans med en mindre andel mjukvara- och serviceintäkter från reklamtyorna.

Viktigt att notera är att 19 MSEK per år är vad som skulle gälla vid lika delning, skulle istället ACM få en större andel blir såklart effekten ännu bättre. Sett till liknade avtal är det inte otänkbart att ACM kan erhålla en större andel och närmare sig intäktsnivåer omkring 25-30 MSEK per år. Detta får dock följas upp i samband med att mer information om avtalet delges.

Affären är minst sagt positiv ur flera perspektiv, dels ekonomiskt då det driver på ACM:s organiska tillväxt, dels då det gör att ACM får en avsevärt starkare position i marknaden. ACM har tidigare inte haft några reklamtyor av detta slag och tillsammans med Bolagets befintliga mediatyor, både i och utanför Stockholm och Sverige, anser vi att ACM tar klivet upp i en helt ny liga. Precis som ACM själva säger: detta är verkligen en *Game Changer*. Det är inte alls otänkbart att detta ger ringar på vattnet, snarare tvärtom, där vi menar att en referensaffär av detta slag borde kunna resultera i ytterligare storaffärer för ACM framöver.

## Ansökning om överprövning för cykelupphandlingen

Den 10 juni 2019 har "Marfina" ansökt om överprövning beträffande cykelupphandlingen i Stockholms stad. Att Marfina har ansökt om överprövningsbeslut innebär att förvaltningsrätten måste ta ställning till ansökan. Tiden för förvaltningsrätten att pröva är svår att bedöma, men uppskattas till ca 3-9 månader. Startdatum för cykelupphandlingen är 1 april 2020, hur denna överprövning påverkar är oklart.



**400 MSEK**  
I AVTALS-  
VÄRDE  
ÖVER SJU  
ÅR

EN  
GAME  
CHANGER

# DELAR UT STARCORP

Den 22 januari 2018 förvärvade ACM 100 % av aktiekapitalet i bitlogic media AB. Förvärvet var ett led i ACM:s strategiska inriktning att säkerställa det fulla ägandeskapet till den egenutvecklade mjukvaran Starcorp. Sedan förvärvet har plattformen implementerats internt där ACM:s skärmar och flertalet av dess externa skyltar helt driftas i mjukvaran, vilket möjliggjort för ACM att på ett enklare sätt bygga medialager och dela skärmar. Skälbarheten i mjukvaran har blivit allt tydligare när alla systemlösningar färdigställt och efterfrågan från externa aktörer noterats. Sedan dess har utvecklingen fortlöpt med ett större fokus att bygga en plattform för global användning. Styrelsen avser nu att registrera bitlogic media AB som ett publikt aktiebolag där planen är att undersöka möjligheten för handel med bolagets aktie på en lämplig marknadsplats. Går allt enligt plan är avsikten att göra detta under hösten.

## Motivering till utdelningen av Starcorp

Anledningen till att särskilja bitlogic media AB med *Starcorp* är att renodla AdCityMedia och kunna fokusera 100 % på kärnverksamheten med de två affärsområdena *Media* och *Retail Tech*, och samtidigt ge Starcorp möjlighet att utvecklas till sin fulla potential. ACM:s omsättning påverkas inte av att Starcorp delas ut, däremot stiger marginalerna för koncernen. Ifall utdelningen av Bitlogic och Starcorp hade gjorts inför 2018, hade vinsten per aktie (VPA) ökat från 7,22 kr till 8,08 kr för 2018, vilket skulle innebära ett P/E-tal omkring 14. Med tanke på att ACM växer med ca 45 % och är fortsatt lönsamma, lämnar P/E 14 utrymme för en högre kursvärdering.

Även om en del information kvarstår att erhålla, t.ex. vilken lista Bitlogic kan tänkas noteras på och framförallt till vilken värdering, ställer vi oss i dagsläget positiva till en utdelning. ACM:s kärnverksamhet i form av Media och Retail Tech får upp marginalerna, samtidigt som Starcorp möjligen kan utvecklas i en snabbare takt.

## VD Anders Axelsson kommenterar

*”Den storskaliga lanseringen på global nivå som är planerad under 2019 av bitlogic media AB innebär stora möjligheter. Samtidigt kommer det att kräva stora investeringar, vilket skulle kräva att kapital tillförs av moderbolaget AdCityMedia. Min bedömning är att verksamhetsmodellen kring Starcorp skiljer sig tydligt från AdCityMedias verksamhet varför detta är något som aktieägarna i AdCityMedia bör få ta ställning till själva om man är intresserad av att vara en del av. Detta uppnås genom att dela ut bolaget till AdCityMedias aktieägare vilket samtidigt ger respektive verksamhet bättre förutsättningar att utvecklas fullt ut”,* säger Anders Axelsson, VD i AdCityMedia.

## Sammanfattningsvis

- bitlogic media AB, med Starcorp, knopas av och blir ett fristående bolag. Som aktieägare i ACM får man möjlighet till motsvarande ägarandel i bitlogic.
- ACM:s omsättning påverkas inte.
- ACM:s marginaler stiger då utvecklingskostnaderna för Starcorp inte längre belastar koncernen. Justerade siffror för 2018 hade förbättrat EBIT med ca 2 MSEK.
- Det återstår ännu att se vilken lista som eventuellt kan bli aktuell ifall bitlogic nu ska noteras, och framförallt till vilken värdering. Det här är framförallt något vi ser fram emot att få mer information kring.
- Kapital kommer att behöva tillföras bitlogic för att realisera den globala uppskalningen som är planerad under 2019. Exakt belopp eller typ av finansieringsalternativ är ännu ej satt, men uppskattas till ca 15-20 MSEK.

**15-20 MSEK**  
UPPSKATTAT  
KAPITAL-  
BEHOV

# INVESTERINGSIDÉ

ACM har på kort tid meddelat att de tar del av stor upphandling med Stockholm stad, delar ut Starcorp, växer kraftigt i Norge samt ökar befintligt medialager till över 1 000 MSEK – det händer minst sagt mycket i ACM där allt pekar på att 2019 blir ett spännande år. Omsättningen 2018 ökade med ca 45 % till 175 MSEK, och estimeras stiga under 2019 med ytterligare 25 % till att nå 220 MSEK med ett EBIT-resultat omkring 19 MSEK, motsvarande en rörelsemarginal om 8 %. Givet förväntad tillväxt, marginalutveckling, kapitalstruktur och en målmultipel om EV/EBIT 15, erhålls ett värde om 155 kr per aktie på 2019 års prognos i ett Base scenario.

## Monopolistisk marknadsposition på fragmenterad marknad

ACM har under senaste två åren bedrivit en aggressiv förvävsstrategi, och under februari 2018 förvärvades norska Prego Media AS. Det har ökat Bolagets geografiska spridning och stärkt produktportföljen. Genom förvärv tillkommer initiala omsättningsbidrag och samtidigt är förvärven även intressanta ur ett strategiskt perspektiv. Med ökad geografisk spridning kan Bolaget koordinera marknadsföringskampanjer åt stora företag som vill ha en bred regional exponering. Detta kan innebära att avtal med större ordervärden uppnås och djupgående kundrelationer etableras. En förstärkt produktportfölj väntas även leda till synergieffekter, där Bolaget kan generera försäljning inom flera produktsegment genom att erbjuda helhetslösningar. Det minskar kostnader för säljbearbetning och leder således till förbättrade marginaler. Vidare väntas den starka marknadsposition som ACM uppnått leda till fördelar i form av bättre *pricing power* på sikt.

## Marknaden för utomhusreklam växer

Marknaden för digital utomhusreklam befinner sig i en etableringsfas där medieinvesteringar i utomhusreklam uppgick till ca 2 mdSEK 2018, en ökning om 16,5 % mot 2018.<sup>1</sup> Anledningen till att digital utomhusreklam anses attraktivt är dess genomslagskraft mot konsumenter. Statistik visar att rörlig digital utomhusreklam uppmärksammas i högre grad än statisk reklam, samt att storformatsreklam ses under längre tid.<sup>2</sup> Vidare möjliggör Bolagets mjukvara och styrning av medieinnehåll att kunder kan skräddarsy kampanjer och innehåll som visas på Bolagets reklamtytor. Dessa marknadstrender talar till fördel för ACM som är nischade inom detta segment.

## Säljbart mediautrymme om 1 000 MSEK skapar tillväxtpotentialer

ACM:s säljbara mediautrymme uppgår till ca 1 000 MSEK. 2019 estimeras Bolaget omsätta ca 220 MSEK, vilket påvisar att ACM har kapacitet att generera betydligt högre omsättning. Flaskhalsar bedöms därmed inte utgöras av kapacitetsbrist utan är hänförligt till Bolagets säljorganisation. Alexis Logothetis, med tidigare bakgrund från Clear Channel, har under 2018 anställts som försäljningsdirektör och digital affärsutvecklare för affärsområdet Media. Rollen Yield Manager, med uppgiften att likt flygbranschen ”fylla stolarna”, d.v.s. sälja och paketera medialagret på ett optimalt sätt, blev nytt för 2018. ACM är en av få aktörer som både kan erbjuda etablerade mediakanaler och sälja på dessa. Hög kapacitet i kombination med fortsatt säljfokus väntas leda till ökad tillväxt 2019.

## Ledning och styrelse med lång erfarenhet och högt ägandeskap

Anders Axelsson har varit engagerad i Bolaget sedan 2000 och är fortfarande huvudägare (~29 %). Patrik Mellin, styrelseordförande, har lång erfarenhet från mediabranschen och haft flera ledande befattningsroller. Resterande del av ledning och styrelse består av personer med relevanta och kompletterande kompetenser. Alexis Logothetis, tidigare styrelseledamot och nu operativ i Bolaget, har under de senaste 9 åren varit ansvarig för Clear Channels digitala utveckling i Norden, och nyligen tillsatta ledamot Frida Lundh har lång erfarenhet inom mediabranschen. Ledning och styrelse äger tillsammans nära 50 % av aktierna i ACM.

## Tillväxt och högre marginaler motiverar uppvärdering

I ett Base scenario prognostiseras ACM omsätta ca 220 MSEK och 286 MSEK 2019 respektive 2020. Baserat på en relativvärdering, tillämpas EV/EBIT 15 som målmultipel för 2019, vilket ger ett värde per aktie om 155 kr på 2019 års prognos (med hänsyn tagen till tillgänglig kassa och utestående skulder). Det kan även tilläggas att 2018-03-01 förvärvade Ocelot Partners det brittiska (onoterade) OOH-bolaget Ocean Outdoor till 2,3 mdSEK (EV/EBITDA 12,4). Ocean kan beskrivas som en större version av ACM.

**220 MSEK**  
ESTIMERAS  
OMSÄTTAS  
ÅR 2019



# BOLAGSBESKRIVNING

AdCityMedia AB är ett svenskt företag som erbjuder helhetslösningar inom utomhusreklam. ACM har reklamtytor fördelade över 260 orter i Sverige. Majoriteten av Bolagets reklamtytor är av digital karaktär i form av storformatsskärmar och mindre skärmar stationerade i butiksmiljöer. Sedan 2015 har Bolaget nära tredubblat sitt säljbara medialager, vilket på de tytor ACM själva äger uppgår till över 600 MSEK idag (exkl. Prego Media AS). Med befintlig verksamhet är ACM en av få aktörer som både kan erbjuda etablerade mediakanaler, och sälja på dessa. ACM består idag av två affärsområden: Media och Retail Tech (tidigare Creative).

## DIGITALA SKÄRMAR OCH VEPOR PÅ ÄGDA TYTOR

### Affärsområdet Media

Inom Media har ACM ett utbud av digitala skärmar och fasadvepor där Bolaget själva äger platserna till att sätta upp dem på. För närvarande har ACM 164 stora LED-skärmar (5 – 150 kvm) placerade utomhus, varav 58 som de själva äger. Resterande skärmar driver ACM åt ett antal partners.

Utöver dessa har ACM >1 200 skärmar placerade i s.k. kassalinjer, dvs. de sitter vid betalakassan hos olika servicehandlare. Syftet är att reklambudskap ska kunna marknadsföra mot personer som står i betalkön.

Med ACM:s helägda skärmar samt skärmar via partners når Bolaget ut till omkring 260 städer i Sverige och kan erbjuda kunder att synas i enskilda städer, regionalt och på nationell nivå. Utöver de digitala skärmarna tillhandahåller även ACM vepor och har idag 40 permanenta platser, där det kan tillkomma ytterligare ca 150 på förfrågan vid tillfälliga tytor som t.ex. byggställningar. Idag sköter ACM tillverkning och montering av veporna, medan det grafiska trycket sker via extern partner.

## DIGITAL SIGNAGE OCH PRODUCTION

### Affärsområdet Retail Tech

Inom Retail Tech sköts samarbeten med reklambyråer och affärsområdet delas in i två huvudinriktningar: *digital signage* (digitala skärmar i butiksmiljö) och *Production* (analog storformatsreklam på fasad och butik).

Digital signage avser mindre digitala skärmar som huvudsakligen är utplacerade i butiker, caféer och restauranger. Skillnaden mot Media är att ACM inte äger skärman själva, utan köper in dessa från en underleverantör, Samsung, och erbjuder således kunden ett komplett utbud av hård- och mjukvara, innehåll, drift, service och support. ACM har avtal med bl.a. Sysnam och L'Oréal.

Production innefattar placering av vepor på tytor som kunden till ACM själv äger.

### Intäktmodell

- **Media:** ACM säljer mediautrymme till kunder i sina egna mediakanaler. För ACM är det viktigt att kundnyttan kommer först, vilket innebär att både färdiga paket och skräddarsydda lösningar erbjuds. Prissättningen ska vara transparent och sker baserat på den beräknade nettokontakten per yta, d.v.s. hur många människor reklambudskapet förväntas nå.
- **Retail Tech:** ACM skapar mediakanaler för kunder både analogt och digitalt. I ett digital signage-avtal säljer ACM en förstudie, leverans och installation av hård och mjukvara. Fakturering sker efter driftsättning per plats. Mjukvara debiteras löpande per skärm och månad. Utrullning för en större kedja kan löpa över 6-18 månader och avtal för drift, support och mjukvara brukar löpa på 36 eller 60 månader.

### Kostnadsdrivare och strategiska utmaningar

ACM har likt förväntat skalat upp den egna organisationen, bl.a. med fler säljare. Det kan bidra till en ökad omsättning framgent, samtidigt som det pressar marginalerna initialt vilket varit fallet under kvartalen 2018. Det ska nämnas att digital storformatsreklam i utomhusmiljö fortfarande är relativt nytt i en konservativ reklambransch och många företag testar och lär sig. ACM är fortfarande en relativt liten aktör och inom affärsområdet Retail Tech är ACM möjligtvis inte den självklara partnern i dagsläget, varför de måste arbeta hårt för att förvärva nya kunder och växa sin etablerade kundbas.

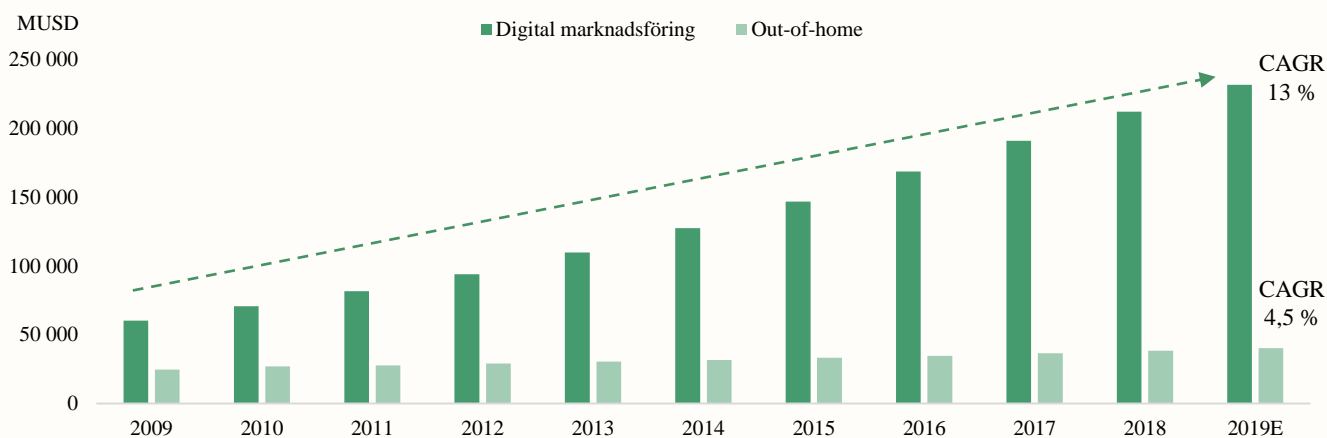
# MARKNADSANALYS

De globala mediainvesteringarna fortsätter att öka och ett skifte pågår från traditionella och analoga kanaler till mer digitaliserade format. Enligt McKinsey (2015) förväntas digitala investeringar utgöra mer än 50 % av de totala medieinvesteringarna 2019. Drivkrafterna bakom marknadsskiftet är flera, t.ex. nya möjligheter att nå ut till konsumenter, ökat antal mobiltelefoner och datorer, större bandbredd m.m. McKinsey ser även att mediebyråer rör sig längre ifrån typiska ”High Cost-per-Thousand (CPM)”-media, och riktar sig mer mot kostnadseffektiva lösningar via internet- och mobilbaserad marknadsföring. Det bidrar till att skynda på skiftet från analog till digital marknadsföring.

Enligt McKinsey förväntas globala investeringar i digital marknadsföring öka med 13 % årligen (CAGR) mellan 2009 och 2019, och marknadsföring som sker ”out-of-home”, d.v.s. via utomhusreklam, förväntas växa årligen med 4,5 % under samma period.

**Globala medieinvesteringar förväntas öka, där digital marknadsföring förväntas stå för 50 % av de totala medieinvesteringarna 2019.**

Globala investeringar

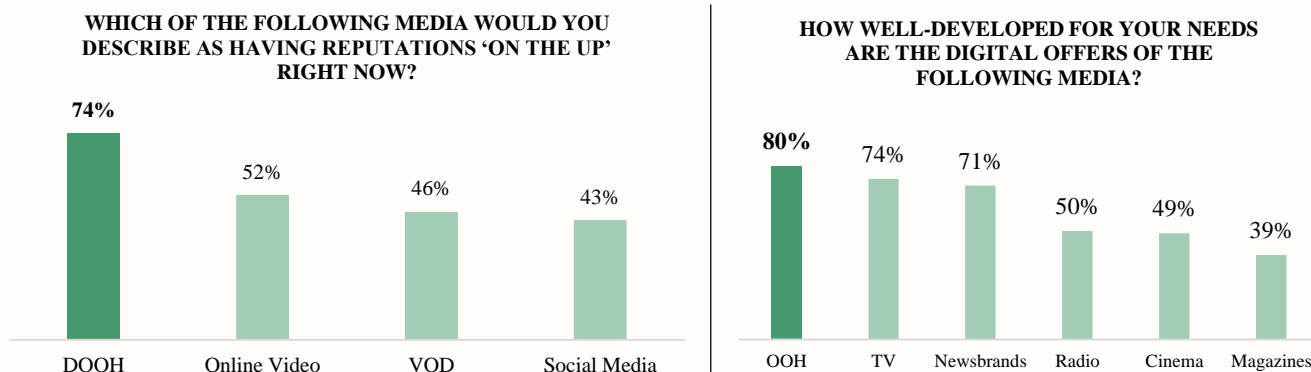


Källa: McKinsey Global Media Report, 2015.

I ett månadsbrev från december 2018 från PJ Solomon, beskrivs digital utomhusreklam (DOOH) som den kategori som är ”på kraftig uppgång. I en nyligen framtagna forskningsrapport av JCDecauxs Upfronts, rankade mediebyråer DOOH som den snabbast växande mediekanalen.

**Digital utomhusreklam (DOOH) blir en allt mer kraftfull kanal för reklam- och mediainvesteringar.**

Undersökning gjord bland top 10 mediabyråer



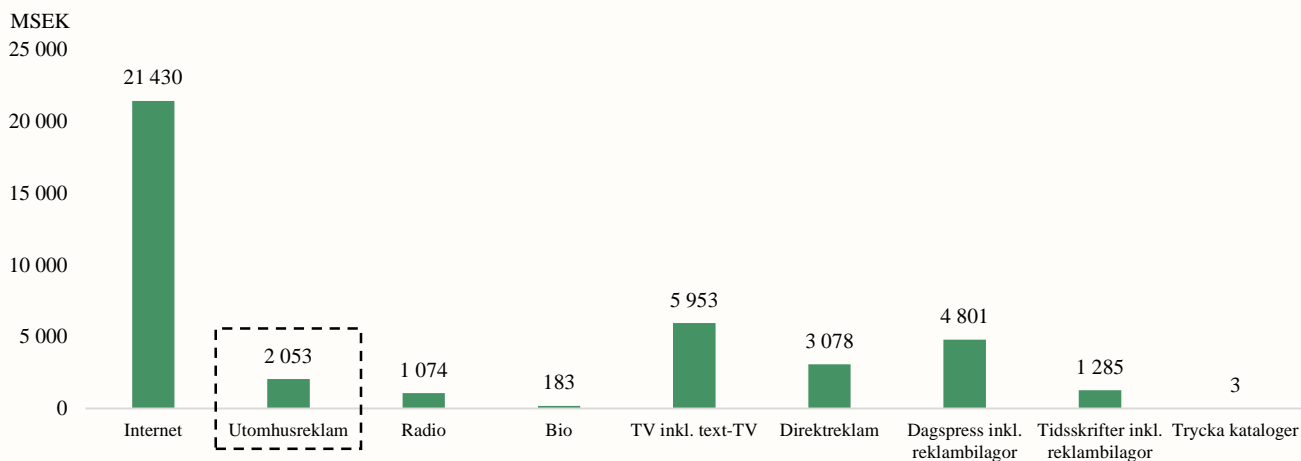
Källa: PJ Solomon, december 2018.

# MARKNADSANALYS

Totala medieinvesteringar i Sverige ökade med 6,1 % under 2018 mot jämförbar period, där högst tillväxt skedde inom kategorin Utomhusreklam (16,5 %), vilket innebär att tidigare ”ettan” internet (inkl. mobilmarknadsföring) har ramlat ner på andraplats med en tillväxt om 12,5 %. I absoluta termer stod dock kategorin Internet för störst andel av totala medieinvesteringar.

## Internet (inkl. mobilmarknadsföring) står för störst andel av investeringarna.

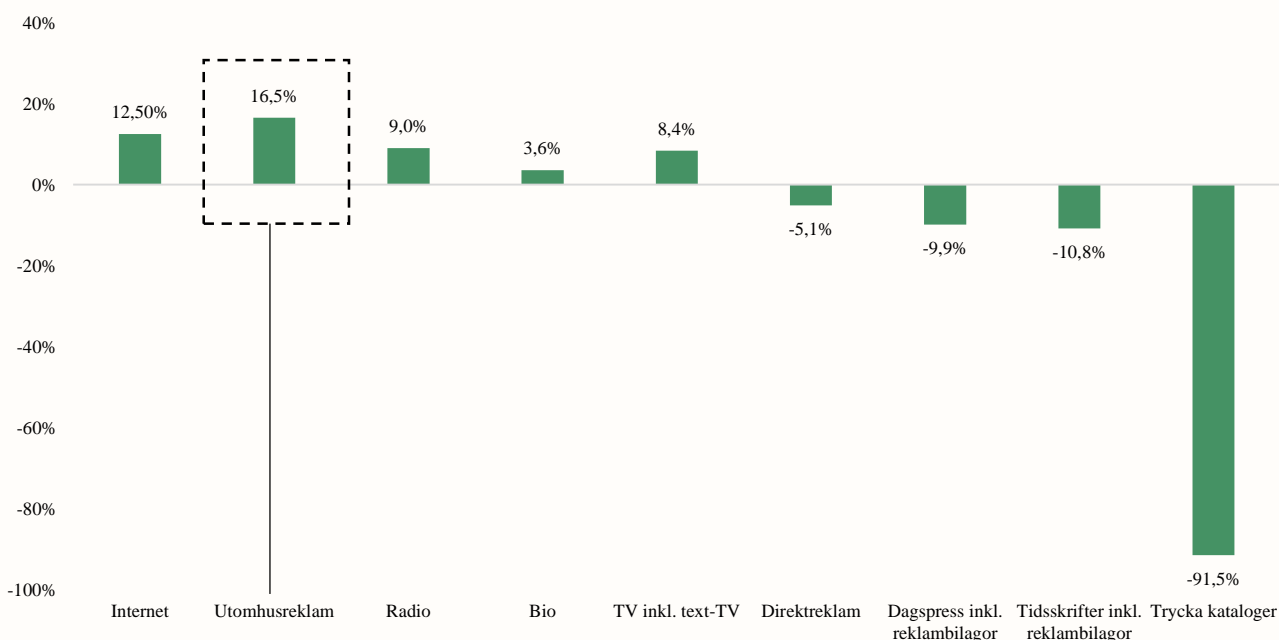
Reklaminvesteringar 2018, Sverige



Utomhusreklam har fortfarande en relativt liten andel av marknaden, sett till absoluta tal, men likväl en hög tillväxt jämfört med andra mediakanaler. Under perioden januari till mars 2019 visade Mediabyråbarometern en ökning av investeringar i utomhusreklam med 6 %.

## Även om utomhusreklam i absoluta tal står för en mindre marknadsandel idag, visar segmentet stark tillväxt.

Tillväxt i reklaminvesteringar (per kategori) 2018, Sverige

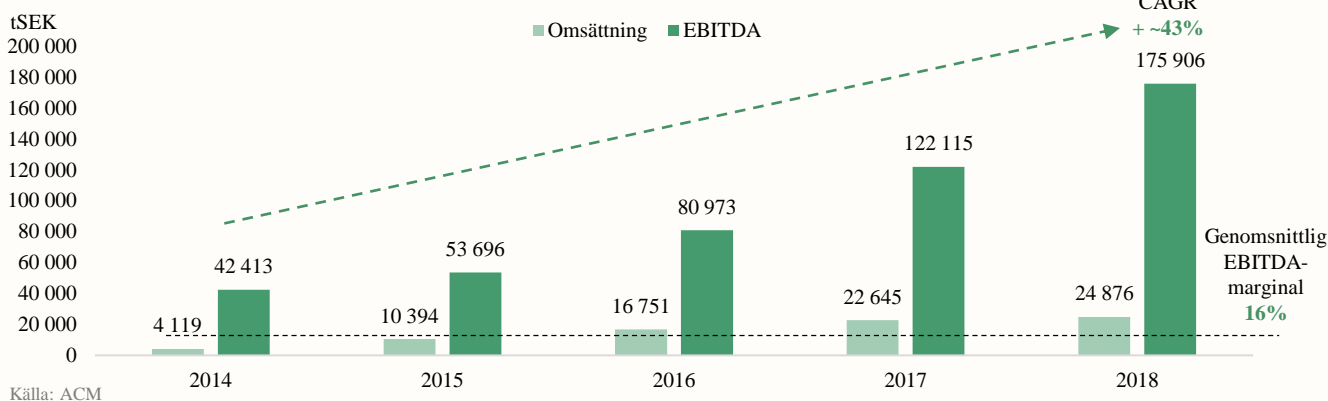


# FINANSIELL PROGNOSS

ACM visar en god tillväxt historiskt och växte med 44 % 2018 (inkl. förvärv). Framöver förväntas ACM kunna fortsätta öka sin försäljning vilket drivs av underliggande marknadstillväxt, organiskt tillväxt (t.ex. då eget befintligt medialager om 600 MSEK, exklusive Prego Media AS, inte utnyttjas fullt) och tidigare kommunicerade affärer som förväntas ingå i 2018 och 2019.

ACM har mellan 2014 och 2018 visat en årlig tillväxt (CAGR) om ca 43 % och en genomsnittlig EBITDA-marginal om ca 16 %.

Omsättning och EBITDA-resultat (tSEK)



## Prognos 2019 och 2020 (exklusive Prego Media AS)

Under perioden förväntas ACM växa organiskt och Bolaget har kommunicerat att de löpande utvärderar ytterligare förvärv. Under februari 2018 förvärvades norska Prego Media AS (se sida 13 för mer). Under Q1-18 visade ACM:s affärsområden en organiskt tillväxt omkring 22 %, 49 % under Q2-18, 15 % under Q3-18, 17 % under Q4-18 och 1 % Q1-19. Organiskt tillväxt för 2018 uppgick till 24,8 %.

För 2019 och 2020 antas en organisk helårstillväxt om 25 % respektive 30 %, vilket motiveras av marknadens generella tillväxt, ökad beläggningsgrad inom affärsområdet Media, där det finns ett stort försäljningsbart mediautrymme redan idag, och uttrullning av nuvarande digital signage-orderstock. Prognoserna inkluderar inte nya förvärv efter juni 2018, till följd av svårigheter att prognostisera dessa men lämnar således utrymme för högre tillväxt. Skulle nya digital signage-orders erhållas, av den storlek som t.ex. kommunicerades under våren 2017 (L'Oréal), kan prognoserna komma att behöva justeras.

ACM har hög exponering mot reklammarknaden, vilket resulterar i att resultatet kan fluktuera vissa månader där evenemangsstarka perioder ofta stärker resultatet, samtidigt som vissa månader genererar relativt lägre omsättning. Dessutom bidrar affärsområdet Retail Tech, med stora orders inom digital signage, till att kvartalen kan se olika ut jämförelsevis. Försäljningen blir dessutom allt svårare att förutspå där effekterna av kvartalsvariationerna snarare nu skjutits till kunders ojämna inköpsmönster. Historiskt har första och tredje kvartalet varit relativt svagare för ACM, vilket även gäller branschen som helhet. Följande fördelning antas i genomsnitt gälla för kommande kvartal under 2019 och 2020:

	Q1-19	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E
	22%	25%	24%	30%
	Q1-20E	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E
	21%	27%	24%	28%

För 2019 och 2020 antas således följande fördelning av omsättningen (organisk försäljning):

Period:	Q1-19	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E	2019E
Omsättning (TSEK) (inkl. Prego):	40 735	58 129	53 974	67 736	220 575
Period:	Q1-20E	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E	2020E
Omsättning (tSEK) (inkl. Prego):	61 413	77 135	68 819	79 380	286 747

# FINANSIELL PROGNOSES

## Marginaler

På ACM:s egna skärmar antas bruttomarginalen uppgå till 100 %. De skärmar som ACM driver åt partners antas ha en lägre bruttomarginal, då partners erhåller en viss del av intäkten.

Veporna har generellt lägst bruttomarginal, där bruttomarginaler omkring 30-50 % i genomsnitt antas gälla. Kostnader som belastar är t.ex. sättnig, materialet, montage, kostnad för tryck (vilket outsourcas) m.m. Även om veporna har en lägre marginal, och ACM:s digitala erbjudande förväntas öka relativt, står veporna för en stabil intäkt vilket motiveras av att antalet ytor och tillfällen att sätta upp vepor på är begränsat. Det resulterar i hög beläggingsgrad för ACM.

Till följd av en högre andel digital försäljning förväntas bruttomarginalen stiga. Inom digital signage kan ett typexempel av order bestå av en utrullningsfas över 6-18 månader, vilket fungerar som en initial order. Därefter kan intäkter erhållas för drift, support och mjukvara vilket kan löpa över 36-60 månader med goda försäljningsmarginaler.

För att omsättningen ska öka antas ACM öka antalet anställda vilket primärt antas bestå av ett större antal säljare. Det är något Bolaget också gjort under senaste kvartalen. Det är således en bidragande faktor till den ökade omsättningen, men som samtidigt belastar resultatet negativt initialt. En högre bruttomarginal, enligt motivering ovan, kan dock bidra till att motverka delar av effekten.

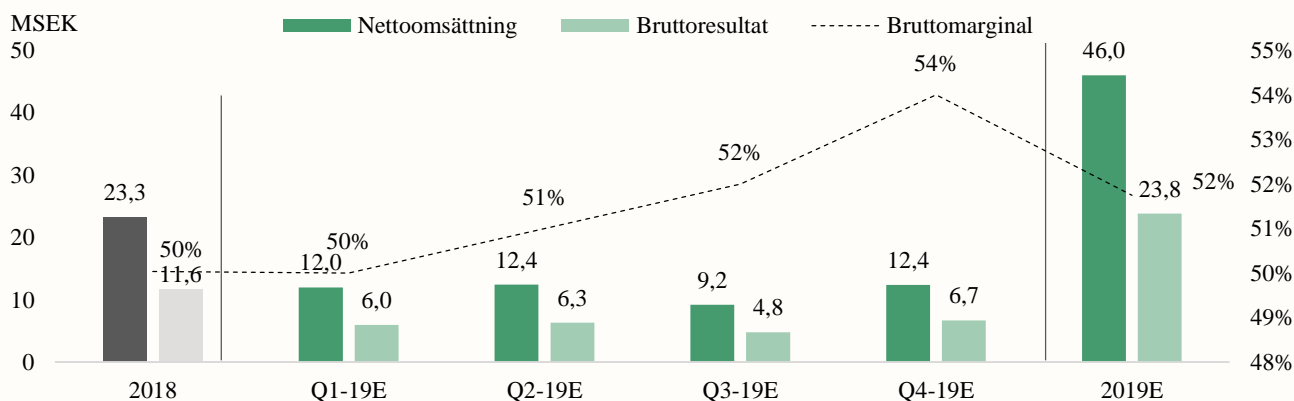
## Prego Media AS förvärvas under H1-2018

ACM meddelade den 20 februari 2018 att de den 19 februari ingått avtal om förvärv av 100 % av OOH-mediabolaget Prego Media AS. Prego grundades 2013, har 8 anställda och är idag den tredje största aktören inom OOH i Norge. Företagets erbjudande består bl.a. av analoga och digitala reklamplattor inom dagligvaruhandel och parkeringar samt av analoga billboards. Personerna bakom företaget har erfarenhet från framstående aktörer inom mediabranschen som t.ex. Clear Channel och Moveboards Media (som senare blev Nova Vista). Pregos produktportfölj är idag 95 % analog och med sina över 600 storformatsytor, i Norges största städer, står företaget inför en digitalisering av verksamheten. ACM å andra sidan har 95 % digitala reklamytor i form av storformatskärmar och mindre skärmar stationerade i butiksmiljöer.

Nedan följer en finansiell prognos av Analyst Group för Pregos omsättning och bruttoreultat för perioden 2019, vilket bl.a. har härletts från den information som offentliggjordes 2018-02-20 i pressmeddelandet från ACM, de finansiella mål som satts för Prego och faktiskt omsättning under 2018 samt Q1-19. Det finns spännande möjligheter men även utmaningar med att ställa om Pregos utbud från analogt till digitalt, en utmaning som inte ska underskattas och något som kan belastas organisationen initialt. Därför har en mer konservativ inställning tillämpats i prognosen än vad som kan jämföras med vad ACM själva tidigare kommunicerat. Dotterbolaget får nu bevisa under kommande kvartal att de kan öka omsättningen med lönsamhet. Under Q1-19 överträffade Prego Medias försäljning våra estimat.

**Prego avslutade 2018 starkt och har på ett liknande vis inlett 2019, där dotterbolaget ökar försäljningen med 88 % under Q1-19.**

Prego Media AS: Omsättning, bruttoreultat och bruttomarginal

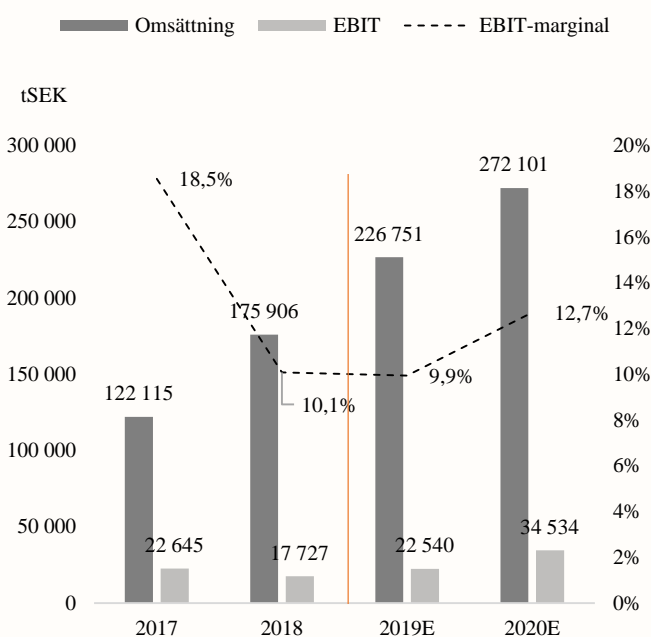


# FINANSIELL PROGNOSES

På sida 15 görs en övergripande prognos för hela koncernen ACM, inklusive förvärvet av Prego Media AS. På denna sida görs först en jämförelse med våra tidigare prognoser från föregående analys som publicerades i samband med Q4-rapporten 2018.

## Nedan framgår prognoser gjorda efter Q4-18

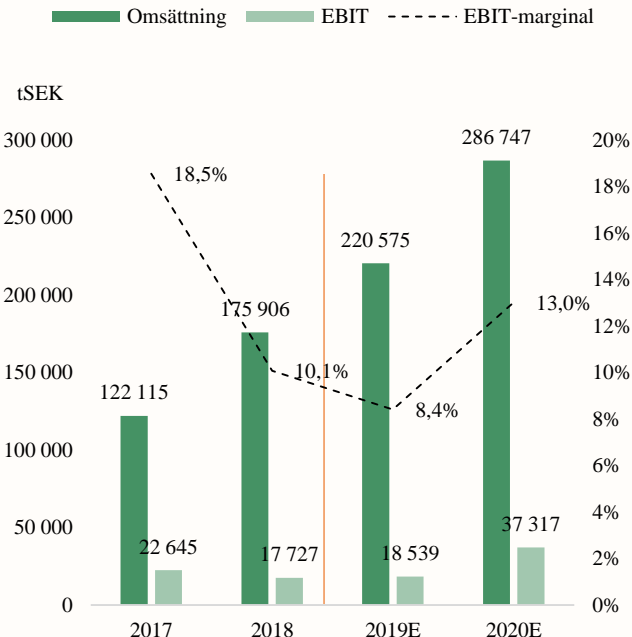
Omsättning, EBIT-resultat och EBIT-marginal



Analyst Groups prognos.

## Nedan framgår prognoser gjorda efter Q1-19

Omsättning, EBIT-resultat och EBIT-marginal



Analyst Groups prognos.

Organiskt har vissa justeringar gjorts i prognoserna. Försäljningen under Q1-19 var något lägre jämfört med våra estimat, medan EBITDA-marginalen var i linje med vår prognos. Dock, med tanke på de nya IFRS 16-reglerna blir det mer relevant än innan att följa EBIT-resultatet för att fånga effekten från leasingkostnader, vilket för ACM avser bl.a. hyra av reklamtyor och lokaler.

Prego Media presterade starkt under Q1-19 där omsättningen uppgick till ca 12 MSEK, att jämföra med vår prognos om ca 8 MSEK.

VD Anders Axelsson avslutar med en positiv ton i sitt VD-ord i samband med Q1-rapporten:

*”Orderstocken för 2019 har under kvartalet utvecklats positivt för affärsområdet Media och är vid periodens utgång större än vid motsvarande period föregående år. För affärsområdet Retail Tech är orderstocken mindre, medan offertstocken utvecklats positivt och är större än vid samma period föregående år, vilket vi skall kapitalisera på.”*

*Förutom att Norge och hela affärsområdet Media går starkt är vi nu delaktiga i några större spännande upphandlingar inom båda våra affärsområden, vilka skulle kunna medföra en stor skjuts i tillväxten på resultatet och omsättningen.”*

Gälände ”större spännande upphandlingar” har en sådan kommunicerats, där ACM har blivit exklusiv samarbetspartner med UIP och VOI vilka fått tilldelningsbeslut av Stockholms stad beträffande stadens cykelupphandling. Under juni 2019 har dock Marfina ansökt om överprövning beträffande cykelupphandlingen. Startdatum för cykelupphandlingen är 1 april 2020, hur denna överprövning påverkar är oklart.

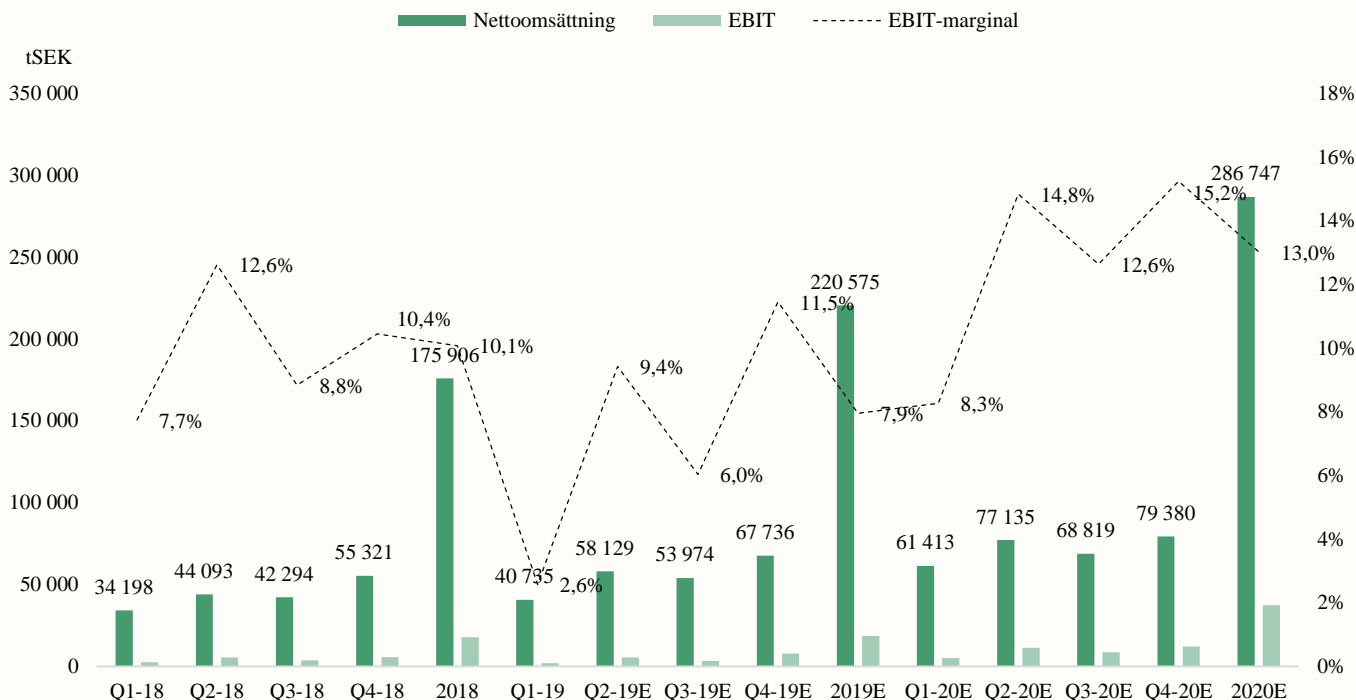
På nästkommande sida har prognoser för hela koncernen, inklusive Prego Media AS, även brutits ned på kvartalsbasis.

# FINANSIELL PROGNOSS

Följande sektion summerar gjorda prognoser på kvartals- och årsbasis mellan 2019 och 2020.

## AdCityMedia förväntas visa god tillväxt kommande år och stigande marginaler.

Omsättning, EBIT-resultat och EBIT-marginal



Analyst Groups prognos

MSEK	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	2018	Q1-19	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E	2019E	Q1-20E	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E	2020E
<b>Totala intäkter</b>	34,2	44,1	42,3	55,3	175,9	40,7	58,1	54,0	67,7	220,6	61,4	77,1	68,8	79,4	286,7
Handelsvaror	-12,1	-19,1	-13,7	-23,2	-68,1	-14,4	-24,7	-17,8	-27,6	-84,5	-22,1	-31,8	-20,9	-31,7	-106,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>23,6<sup>1</sup></b>	<b>26,8<sup>2</sup></b>	<b>29,7<sup>3</sup></b>	<b>33,6<sup>4</sup></b>	<b>113,7</b>	<b>27,3<sup>5</sup></b>	<b>33,4</b>	<b>36,2</b>	<b>40,2</b>	<b>137,1</b>	<b>39,3</b>	<b>45,3</b>	<b>47,9</b>	<b>47,6</b>	<b>180,2</b>
Bruttomarginal	64,7%	56,8%	67,6%	58,0%	64,6%	64,5%	57,5%	67,0%	59,3%	61,7%	64,0%	58,8%	69,6%	60,0%	62,8%
Rörelsekostnader	-19,5	-19,8	-24,1	-25,4	-88,8	-20,2	-22,9	-27,8	-27,3	-98,2	-29,2	-28,8	-34,1	-30,5	-122,6
<b>EBITDA</b>	<b>4,1</b>	<b>7,0</b>	<b>5,5</b>	<b>8,2</b>	<b>24,9</b>	<b>7,1</b>	<b>10,5</b>	<b>8,3</b>	<b>12,8</b>	<b>38,8</b>	<b>10,2</b>	<b>16,5</b>	<b>13,8</b>	<b>17,2</b>	<b>57,6</b>
EBITDA-marginal	12,0%	15,9%	13,1%	14,8%	14,1%	15,0%	18,1%	15,4%	18,9%	17,2%	16,5%	21,4%	20,0%	21,6%	20,1%
Av- och nedskrivningar	-1,5	-1,5	-1,8	-2,4	-7,1	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-20,3	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-20,3
<b>EBIT</b>	<b>2,6</b>	<b>5,6</b>	<b>3,7</b>	<b>5,8</b>	<b>17,7</b>	<b>2,1</b>	<b>5,5</b>	<b>3,3</b>	<b>7,8</b>	<b>18,5</b>	<b>5,1</b>	<b>11,4</b>	<b>8,7</b>	<b>12,1</b>	<b>37,3</b>
EBIT-marginal	7,7%	12,6%	8,8%	10,4%	10,1%	2,6%	9,4%	6,0%	11,5%	7,9%	8,3%	14,8%	12,6%	15,2%	13,0%
Finansnetto	0,10	0,25	-0,52	-0,85	-1,02	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45	-1,80	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45	-1,80
<b>EBT</b>	<b>2,7</b>	<b>5,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,9</b>	<b>16,7</b>	<b>1,6</b>	<b>5,0</b>	<b>2,8</b>	<b>7,3</b>	<b>16,7</b>	<b>4,6</b>	<b>11,0</b>	<b>8,2</b>	<b>11,6</b>	<b>35,5</b>
Skatt	-0,6	-1,1	-0,9	-1,1	-3,6	-0,4	-1,1	-0,6	-1,6	-3,7	-1,0	-2,4	-1,8	-2,6	-7,8
<b>Nettoresultat</b>	<b>2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,9</b>	<b>13,1</b>	<b>1,2</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>5,7</b>	<b>13,0</b>	<b>3,6</b>	<b>8,6</b>	<b>6,4</b>	<b>9,1</b>	<b>27,7</b>
Nettomarginal	6,3%	10,7%	5,5%	7,0%	7,4%	0,5%	6,7%	4,1%	8,4%	5,4%	5,9%	11,1%	9,3%	11,4%	9,7%

<sup>1</sup>Innehåller 1,4 MSEK aktiverat arbete för egen räkning samt 0,09 MSEK i övriga intäkter.

<sup>2</sup>Innehåller 0,8 MSEK aktiverat arbete för egen räkning samt 1,0 MSEK i övriga intäkter.

<sup>3</sup>Innehåller 1 MSEK aktiverat arbete för egen räkning samt 0,1 MSEK i övriga intäkter.

<sup>4</sup>Innehåller 1,4 MSEK aktiverat arbete för egen räkning samt 0,05 MSEK i övriga intäkter.

<sup>5</sup>Innehåller 1 MSEK aktiverat arbete för egen räkning samt 0,05 MSEK i övriga intäkter.

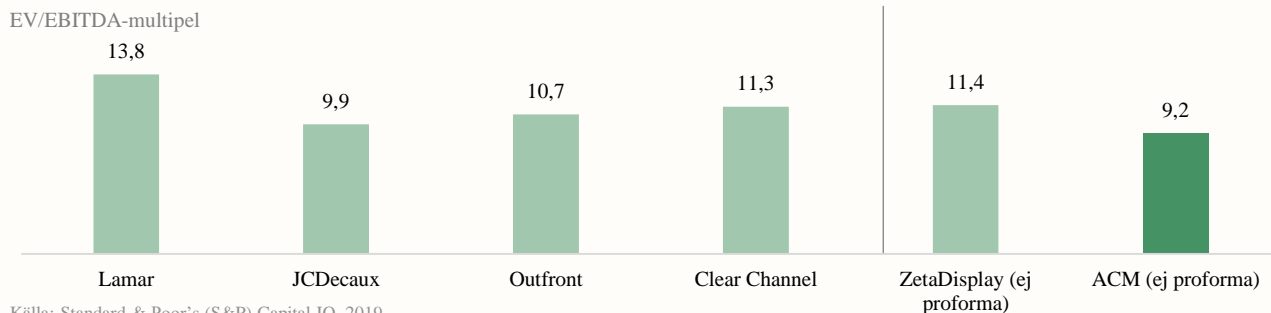
# VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *ZetaDisplay*, *Lamar Advertising Co.*, *Outfront Media Inc.*, *Clear Channel Outdoors Holdings Inc.* och *JCDecaux*. Även om det råder vissa skillnader, finns likheter mellan företagen och ACM avseende affärsmodell, adresserbar marknad och kunderbjudande.

	Lamar	Outfront	Clear Channel	JCDecaux	Median	ZetaDisplay	ACM
Omsättning (MSEK)	14 338	14 111	23 779	36 185	19 058	432	182
Tillväxt	13,9%	13,2%	10,4%	4,2%	11,8%	97,4%	41,9%
EBITDA (MSEK)	6 777	4 421	5 563	6 786	6 170	49	28
EBIT (MSEK)	4 059	2 063	2 237	3 275	2 756	29	17
EBITDA-marginal	47,3%	31,3%	23,4%	18,8%	27,4%	11,4%	15,3%
EBIT-marginal	28,3%	14,6%	9,4%	9,1%	12,0%	6,7%	9,1%
P/S	4,8	2,0	0,7	1,5	1,7	1,2	1,2
EV/S	6,5	3,4	2,6	1,9	3,0	1,5	1,5
EV/EBITDA	13,8	10,7	11,3	9,9	11,0	13,4	9,7
EV/EBIT	23,0	23,0	28,2	20,6	23,0	18,7	15,8

Källa: Standard & Poor's (S&P) Capital IQ, 2019. ZetaDisplay och ACM avser rullande omsättning.

AdCityMedia har en förhållandevis låg värdering, och det kan argumenteras för att det finns god uppsida för ACM:s aktie.



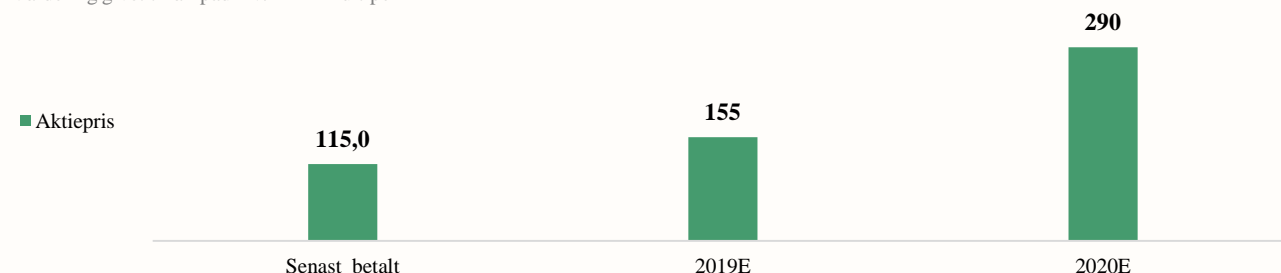
ZetaDisplays erbjudande består av digital signage och saknar således ACM:s erbjudande avseende affärsområdet Media. Båda företag har länge haft en liknande tillväxt, dock har ZetaDisplay utvecklats riktigt starkt senaste 9 månaderna vilket resulterat i att skillnaden i 12 månader försäljningstillväxt mellan de båda företagen för tillfället är större. ACM har dock högre brutto- och rörelsemarginal och således högre lönsamhet. Det är primärt affärsområdet Media som gör att marginalen överstiger ZetaDisplays.

ACM handlas idag till EV/EBIT 15-16 (12 månader rullande), vilket kan jämföras med 18-19 för ZetaDisplay. Notera att Pro-forma-justeringar ej har gjorts för någon av bolagen. ZetaDisplay går från klarhet till klarhet och vinner stora referensordern, vilket vi menar motiverar en premie till företagets värdering. ZetaDisplay saknar dock ACM:s erbjudande avseende affärsområdet Media, ett ben som vi räknar med kommer utgöra den stora väderdrivaren i Bolagets tillväxt framgent. Givet att ACM, konservativt räknat, skulle handlas omkring EV/EBIT 15 även på 2019 års prognos om ca 19 MSEK i EBIT, och med hänsyn till tillgänglig kassa och räntebärande skulder, motsvarar det ett värde per aktie om 155 kr i ett Base scenario.

**155 KR**  
PER AKTIE  
PÅ 2019  
ÅRS  
PROGNOS  
(BASE)

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering perioden 2019-2020.

Värdering givet tillämpad EV/EBIT-multipel



Analyst Groups prognos



# BULL & BEAR

## Bull scenario

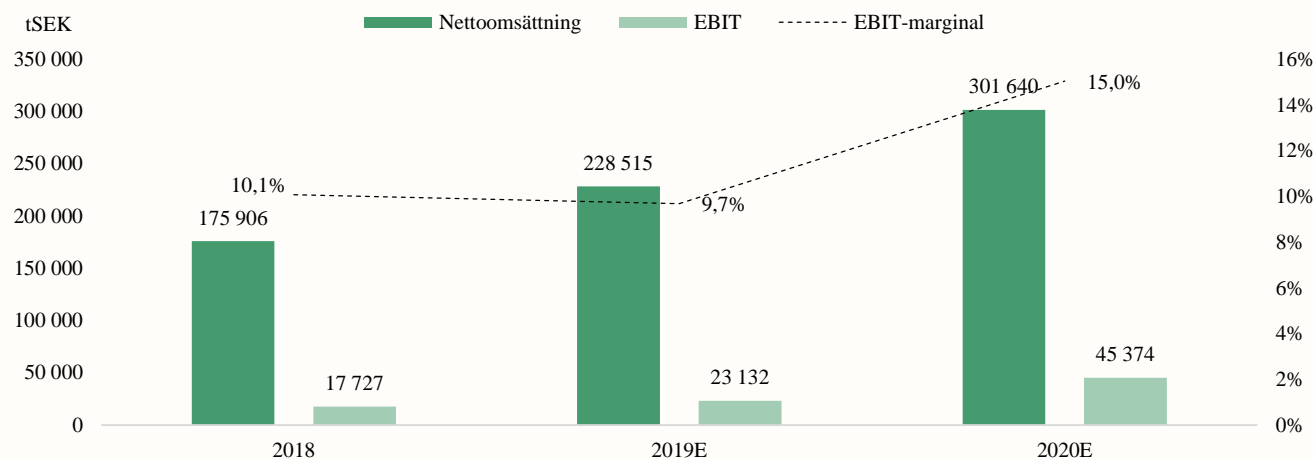
Under 2019 och 2020 växer ACM i en högre takt än angivet Base scenario. Det motiveras av en högre tillväxt i marknaden där ACM upplever högre efterfrågan av digital marknadsföring. Med tanke på redan befintlig kapacitet kan ACM snabbt skala upp försäljningen då nya kunder enkelt kan adderas, dels inom affärsområdet Media, dels inom digital signage.

Expansion utanför Sverige kan också komma att öka försäljningen. T.ex. har ACM etablerat ett dotterbolag i Norge och vid initialt ökad närvaro i de nordiska länderna, samt vidare expansion i Europa, kan försäljningen öka. Under juni 2018 tillträdde även ACM den norska OOH-mediabolaget Prego Media AS.

Med tanke på att ACM kan sköta partners skärmar på distans i realtid kan aktörers skärmar utanför Sverige styras av ACM, vars mjukvara fungerar med i stort sett alla kunders plattformar.

**I ett Bull scenario förväntas ACM växa i en högre takt, samtidigt som marginalerna stiger.**

Omsättning och EBIT-resultat (MSEK), Bull scenario



Analyst Groups prognos.

Då ACM i ett Bull scenario antas växa i högre takt och nå högre marginaler i verksamheten, kan det motivera att aktien ska handlas till en högre värdering. Givet följande värderingsmultiplar, och gjorda prognoser, erhålls följande värdering:

**195 KR**  
PER AKTIE  
PÅ 2019  
ÅRS  
PROGNOS  
(BULL)

	LTM (ej proforma)	2019E	2020E
EV/EBIT	15-16	15	14
Potentiellt värde per aktie	n.a	195	340

ACM kan göra fler förvärv vilket således kan bidra till att öka omsättningen för koncernen. I dagsläget bedöms antalet förvärvsobjekt vara flera då marknaden ännu är relativt fragmenterad. Kommande åren förväntas marknaden konsolideras, där ACM bedöms ha goda förutsättningar att köpa fler bolag.

# BULL & BEAR

## Bear scenario

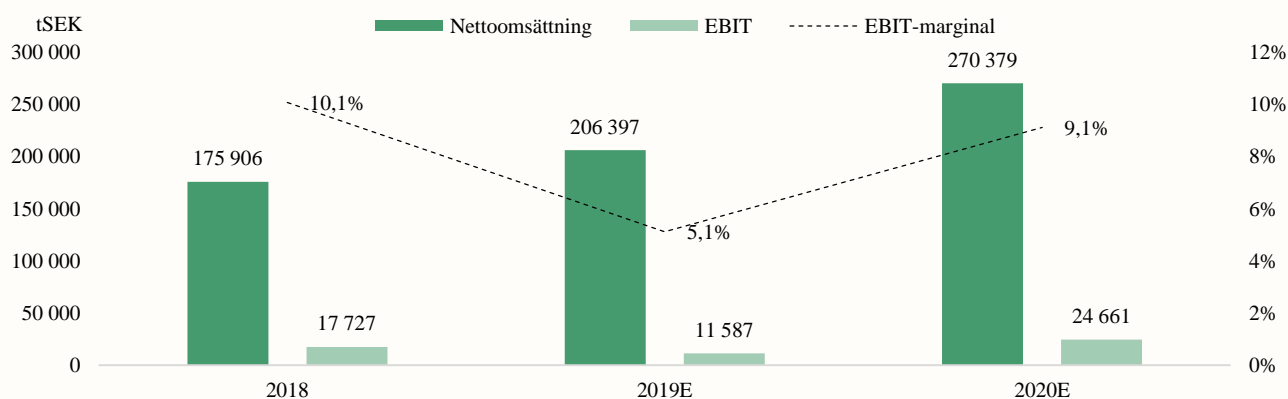
Givet att den svenska och nordiska marknaden för utomhusreklam börjar visa högre tillväxt kan det tänkas att det lockar intresset från internationella aktörer som hittills inte finns på ACM:s nuvarande marknader. Nya aktörer, med större finansiell flexibilitet, skulle potentiellt kunna komma att pressa ned priserna vilket i längden kan innebära lägre omsättning och/eller sämre marginaler för ACM.

ACM har en hög exponering mot reklammarknaden som i sig är konjunkturberoende. För tillfället kan det argumenteras för att den svenska marknaden under en längre tid befunnit sig i en högkonjunktur. Vid ett generellt sämre marknadsklimat och nedåtgående ekonomi kan det tänkas att aktörer investerar mindre i marknadsföring och reklam, vilket kan påverka ACM negativt.

Till följd av en åtstramad ekonomi kanske ACM avvaktar med ytterligare satsningar utanför Sverige. Givet att marknadsklimatet blir sämre kan det tänkas att ACM kommande åren inte anställer nya säljare i samma takt som antas i ett Base scenario, vilket således resulterar i en minskad negativ effekt på marginalerna. I ett Bear scenario kan marginalerna dock fortfarande sjunka, trots ökad omsättning.

I ett Bear scenario förväntas ACM fortfarande växa, om än i lägre takt. Till följd av t.ex. ökad konkurrenssituation kan priserna komma att pressas och som en konsekvens sjunker marginalerna.

Omsättning och EBIT-resultat (MSEK), Bear scenario



Analyst Groups prognos.

Då ACM i ett Bear scenario antas växa i lägre takt, med en marginal som konsoliderar, kan det motivera att aktien ska handlas till en potentiellt lägre värdering än tidigare angivna scenarion. Givet följande värderingsmultiplar, och gjorda prognoser, erhålls följande potentiella värdering:

**95 KR**  
PER AKTIE  
PÅ 2019  
ÅRS  
PROGNOS  
(BEAR)

	LTM (ej proforma)	2019E	2020E
EV/EBIT	15-16	15	8
Potentiellt värde per aktie	n.a	95	105

# LEDNING & STYRELSE

---



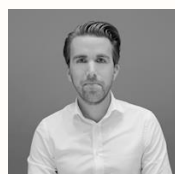
## Anders Axelsson – Verkställande Direktör (CEO)

Anders är VD i ACM och som medgrundare har han varit engagerad i Bolaget sedan 2000. Vidare har Anders tidigare erfarenhet från flertalet andra mediabolag och innehar ytterligare styrelseuppdrag inom företag såsom: Sign & Image Sweden AB, BATOSU AB, Biljon AB och Publishing AB. Anders har även studerat på IHM Business School. Anders äger 534 793 st. aktier i ACM (28,6 %).<sup>1</sup>



## Christoffer Stackell – Finanschef (CFO)

Christoffer är CFO på ACM sedan 2017 och har tidigare erfarenhet som revisor på PWC Sverige och som styrelsemedlem för de flesta dotterbolagen, t.ex. GM-gruppen Moving Message AB, All in Media Sverige AB och Prego Media AS. Christoffer har studerat på Örebro Universitet och Shanghai University of Finance and Economics med en masterexamen inom redovisning. Christoffer äger 5 500 st. aktier i ACM (0,3 %).



## Jonas Glad – Operativ Chef (COO)

Jonas tillträdde som COO för ACM 2011 efter att ha grundat och drivit bolaget DCD Racing AB. Han har tidigare arbetat som konsult inom mediabranschen med fokus på affärsutveckling. Vidare har Jonas styrelseuppdrag i JMG North AB. Jonas äger 90 000 st. aktier i ACM (4,8 %).



## Patrik Mellin – Styrelseordförande

Patrik är styrelseordförande i ACM och har tidigare erfarenhet från en rad olika styrelseuppdrag inom och utanför mediabranschen. Vidare har Patrik innehaft chefsroller i olika mediabolag. Idag är han aktiv som affärsängel med intressen i bland annat: AB Mansholmen, Klovn AB, Compro Media AB samt GM-Gruppen Moving Message AB. Patrik har erlagt examen vid Stockholm Universitet med inriktning mot ekonomi och ledarskap. Patrik äger 63 587 st. aktier i ACM (3,4 %).



## Jan Litborn – Styrelseledamot

Jan är aktiv som styrelseledamot i ACM och har lång arbetserfarenhet som advokat. Vidare innehar Jan styrelseuppdrag i ett stort antal andra bolag inom diverse branscher. Han är bland annat styrelseordförande i: Råsta Holding AB, Svensk Fastighetsfinansiering AB, Visio AB samt Båstad Financing AB. Vidare har Jan erfarenhet som advokat på advokatfirman Glimstedt. Jan äger 91 539 st. aktier i ACM (4,9 %).

# LEDNING & STYRELSE

---



## Michael Silfverberg – Styrelseledamot

Michael är aktiv som styrelsemedlem i ett antal bolag från skilda branscher. Utöver styrelseuppdrag i ACM driver Michael sitt egna investmentbolag Silfvergruppen AB. Han har ytterligare engagemang inom bland annat: BATOSU AB, Digital ADTV AB, Sign & Image Sweden AB och Yacht Center AB. Michael äger 101 500 st. aktier i ACM (5,4 %).<sup>1</sup>



## Niklas Von Sterneck – Styrelseledamot

Niklas är styrelseledamot i ACM och har arbetat i mediesektorn sedan slutet av 90-talet, där fokusområden har legat inom affärsutveckling. Niklas har tidigare erfarenhet som säljansvarig på MTG och Bonnier, och driver idag det egna företaget Nordiska Tillväxtbolaget AB. Vidare har Niklas akademisk utbildning inom ekonomi och marknadsföring från Berghs School of Communication. Niklas äger 2 708 st. aktier i ACM (0,1 %).

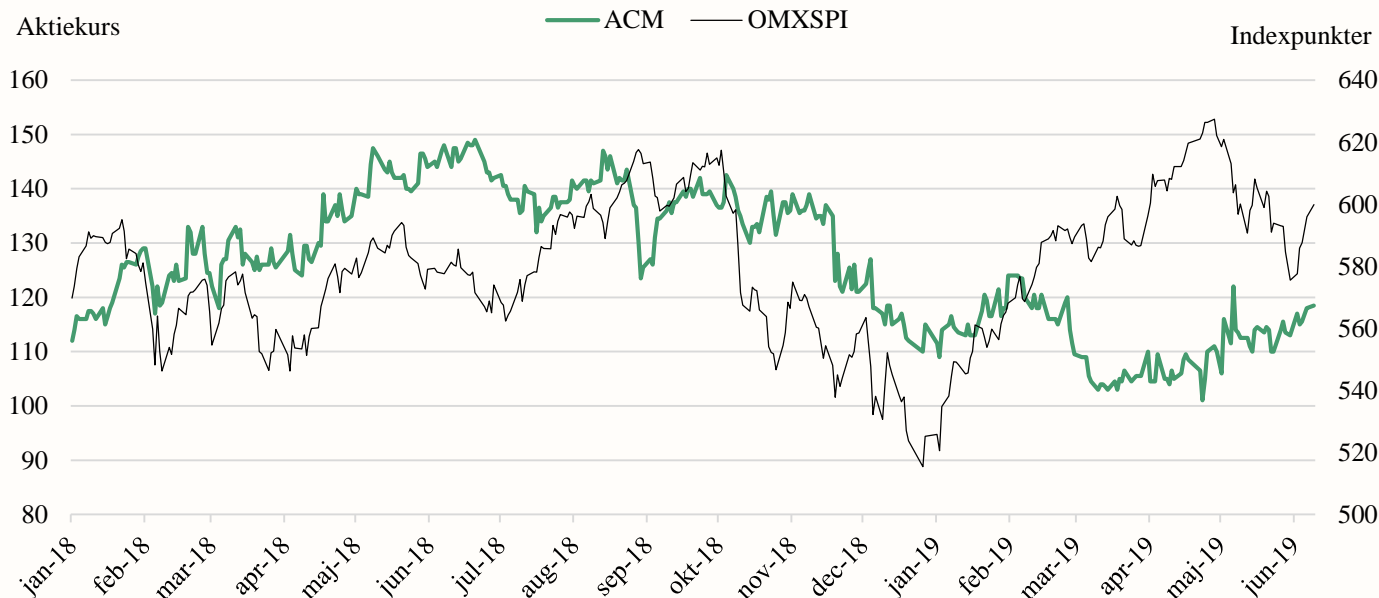


## Frida Lundh – Styrelseledamot

Frida har lång erfarenhet inom den digitala mediabranschen där hon bl.a. arbetat operativt som försäljningschef på Schibsted Media Group och IDG samt varit VD för mediabyrå PHD. Hon har även erfarenhet från styrelseuppdrag hos mediabolagen hitta.se och TT Nyhetsbyrån. Idag är hon aktiv som styrelseledamot för IAB vars syfte är främja tillväxt och skapa bästa praxis inom den svenska branschen för marknadsföring online. Frida arbetar idag som Senior Advisor på Curamando som verkar för att öka bolags digitala konkurrenskraft och förmåga att driva digital marknadsföring och försäljning. Frida äger inga aktier i ACM.

## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



tSEK	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsättning	42 413	53 696	80 973	122 115	175 906
Aktiverat arbete	0	850	0	797	4 602
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	1 216
<b>Totala intäkter</b>	<b>42 413</b>	<b>54 546</b>	<b>80 973</b>	<b>122 912</b>	<b>181 724</b>
Handelsvaror	-15 676	-21 053	-33 824	-38 711	-68 074
<b>Bruttoresultat</b>	<b>26 737</b>	<b>33 493</b>	<b>47 149</b>	<b>84 201</b>	<b>113 650</b>
Bruttomarginal (adj.)	63,0%	60,8%	58,2%	68,3%	61,3%
Övriga externa kostnader	-8 702	-11 985	-14 964	-28 184	-43 427
Personalkostnader	-13 617	-12 560	-15 442	-33 372	-45 347
Övriga rörelsekostnader	-298,9	1 446	8	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>4 119</b>	<b>10 394</b>	<b>16 751</b>	<b>22 645</b>	<b>24 876</b>
EBITDA-marginal	9,7%	19,4%	20,7%	18,5%	14,1%
Av- och nedskrivningar	-2 850	-4 216	-4 284	-16 547	-7 149
<b>EBIT</b>	<b>1 269</b>	<b>6 178</b>	<b>12 467</b>	<b>6 098</b>	<b>17 727</b>
EBIT-marginal	3,0%	11,5%	15,4%	5,0%	9,8%
Ränteintäkter	16	98	25	221	200
Räntekostnader	-248	-515	-307	-396	-1 219
Finansnetto	-233	-417	-282	-175	-1 019
<b>EBT</b>	<b>1 036</b>	<b>5 761</b>	<b>12 185</b>	<b>5 923</b>	<b>16 708</b>
Skatt	-271	-1 052	-3 063	-3 710	-3 632
<b>Nettoresultat</b>	<b>765</b>	<b>4 709</b>	<b>9 122</b>	<b>2 213</b>	<b>13 076</b>
Nettomarginal	1,8%	8,8%	11,3%	1,8%	7,2%

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

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

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

## Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

## Övrigt

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

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

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Oliver Molse, närstående person till AG, äger privat och via bolag aktier i AdCityMedia AB.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)