

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## MANGOLD

*Medvind i verksamheten*

2020-02-19

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

---

Mangold AB ("Mangold" eller "Bolaget") är en fondkommissionär som erbjuder finansiella tjänster till företag och privatpersoner, med verksamhet inom både *Investment Banking* och *Private Banking*. Mangold är även aktiv som likviditetsgarant och agerar också som *Certified Adviser* på Nasdaq First North Growth Market. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, och är medlem på Nasdaq Stockholm, Spotlight Stock Market och NGM Nordic SME samt derivatmedlem på Nasdaq Stockholm.

---

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Finansiell prognos	8-10
Värdering	11
Bull & Bear	12-13
Ledning & styrelse	14-15
Appendix	16-17
Disclaimer	18

# MANGOLD (MANG)

## MEDVIND I VERKSAMHETEN

Ag

Mangold är en svensk fondkommissionär där verksamheten är fördelad på två segment: Investment Banking (IB) samt Private Banking (PB), där IB-segmentet står för 70 % av intäkterna. Mangold har en lång historia av lönsam tillväxt över tid, där nettoresultatet ökat från ca 4,8 MSEK år 2010 till över 11 MSEK idag (LTM). Marknadspositionen har successivt stärkts och Mangold har byggt upp en stor bas av både företags- och privatkunder, och rådande möjligheter för fortsatt vinsttillväxt ser goda ut. Mangold prognostiseras visa en nettovinst om 19 MSEK under 2020 och 26 MSEK under 2021. Givet gjorda prognoser härleds ett värde per aktie om 1 470 kr i ett Base scenario på 2020 års prognos.

### ▪ God historisk lönsamhet och möjligheter till fortsatt tillväxt

Även om Mangolds nettoresultat har varierat från år till år, så har Bolaget en gedigen historia av lönsam tillväxt. Mangolds totala intäkter har stigit från 66 MSEK till 152 MSEK under perioden 2010 till rullande 12 månader, med en samtidigt jämn lönsamhet med EBT-marginaler omkring 9-10 %. Under 2019 utförde Mangold tjänster för 146 företagskunder, motsvarande vart sjätte börsbolag, samtidigt som tillgångar under förvaltning uppgår till ca 1,5 mdSEK vilket genererar arvode inom PB-segmentet. Med goda utsikter för fortsatt tillväxt och stigande marginaler, samt god utveckling i Mangolds intressebolag, så estimeras Mangold kunna uppvisa ett EBT-resultat om 26 MSEK för år 2020 i ett Base scenario, motsvarande en marginal om 15 % och en vinsttillväxt om ca 75 %.

### ▪ Dolda värden genom innehav i intressebolag

Mangold har innehav i flera intressebolag, bl.a. Skandinaviska Kreditfonden AB, där Mangold äger 24,5 %, samt Resscapital AB, där Mangold äger 25 %. I en värdering av Analyst Group estimeras dessa två bolag tillsammans till ett värderingsintervall om 650-725 MSEK. Mangolds ägarandel skulle då värderas till mellan 160-179 MSEK.

### ▪ Högt insiderägande

Insiderägandet i Mangold är högt, där styrelseordförande Per-Arne Åhlgren och VD Per-Anders Tammerlöv äger ca 30 % respektive 25 % av de utestående aktierna.<sup>1</sup> Totalt uppgår insiderägandet till över 60 %, vilket i sig inger ett förtroende för framtida värdeskapande för aktieägare.

## AKTIEKURS | 1 040 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL 2020 ÅRS PROGNOS

<b>BEAR</b> 900 kr	<b>BASE</b> 1 470 kr	<b>BULL</b> 1 670 kr
-----------------------	-------------------------	-------------------------

#### MANGOLD FONDKOMMISSION AB

Senast betalt (2020-02-18)	1 040 kr
Antal Aktier (st.)	458 937
Market Cap (MSEK)	477,3
V.52 prisintervall (SEK)	580,0 – 1 590,0
Lista	Nasdaq First North Premier Growth Market

#### UTVECKLING

1 månad	-0,93 %
3 månader	+23,26 %
1 år	+69,60 %
YTD	+4,95 %

#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: MANGOLD)

Per-Arne Åhlgren (inkl. bolag)	29,67 %
Per-Anders Tammerlöv (inkl. närstående och bolag) <sup>1</sup>	24,91 %
Marcus Hamberg	21,36 %
Charles Wilken <sup>1</sup>	5,23 %
Erik Josefsson	1,24 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Per-Anders Tammerlöv
Styrelseordförande	Per-Arne Åhlgren

#### FINANSIELL KALENDER

Delårsrapport Q1 2020	2020-04-22
-----------------------	------------

PROGNOS (BASE SCENARIO)	2018	2019	2020E	2021E
Provisionsnetto (MSEK)	125,5	140,7	157,3	177,8
Räntenetto (MSEK)	6,1	7,7	9,6	11,6
<b>Rörelsens intäkter (MSEK)</b>	134,8	152,1	172,0	196,5
Rörelsens kostnader (MSEK)	-123,9	-141,0	-154,8	-172,9
Övriga resultatpåverkande poster	2,3	3,7	8,9	11,5
<b>Rörelseresultat (EBT)</b>	13,2	14,8	26,1	35,1
Rörelsemarginal (%)	9,8%	9,7%	15,2%	17,9%
<b>Nettoresultat</b>	10,5	11,0	19,3	26,0
Nettomarginal (%)	7,8%	7,2%	11,2%	13,2%
P/E (x)	45,5	43,4	24,7	18,4
VPA (SEK)	23,2	24,0	42,1	56,6
Direktavkastning (%)	0,4%	0,7%	1,2%	1,7%
Utdelningsandel (%)	20%	30%	30%	30%

<sup>1</sup>Innehav inkluderar även känt innehav i kapitalförsäkring eller tjänstepension för personer i ledande befattning. Beräkningar utgår från Mangold hemsida.

# INVESTERINGSIDÉ

**61 %  
INSYNS-  
ÄGANDE**

## Insiderägande om +60 % av en erfaren styrelse och ledning

Styrelsen och ledning äger tillsammans ca 61 % av Bolagets utestående aktier, vilket ingjuter ett förtroende för att ledande befattningshavare kommer agera för att skapa aktieägarvärde. De två största ägarna är styrelseordförande och medgrundare Per-Arne Åhlgren, med ett ägande om totalt ca 29,7 %, samt VD Per-Anders Tammerlöv, som totalt, tillsammans med närstående, äger ca 24,9 % av Bolaget. Båda har varit engagerade och storägare i Mangold under en längre tid, där Per-Arne Åhlgren suttit som styrelseordförande sedan 2003, och Per-Anders Tammerlöv varit VD sedan 2006. Styrelsen och ledningen består av ett erfaret team, där samtliga chefer för Mangolds olika divisioner har lång och relevant erfarenhet från finansbranschen. Samtidigt består styrelsen av en grupp individer med bakgrunder inom juridik, finans och andra för Mangold relevanta industrier.

## Goda utsikter för omsättningstillväxt framgent

Mangold har visat på en stark historisk tillväxt, i både omsättning och rörelseresultat, och varit lönsam även under utmanande perioder som t.ex. under finanskrisen år 2007-2009. De senaste åren har Mangolds finansiella ställning stärkts och Bolaget har etablerat en stark marknadsposition inom flera av sina nischer och segment. I takt med att Mangolds finansiella ställning stärks, samt att Private Banking-segment når lönsamhet, kommer detta kunna öppna upp för ytterligare förvärvs- och investeringsmöjligheter. Med en växande organisation och fortsatt stigande återkommande intäkter, kombinerat med fortsatt god intäktsgenerering från Mangolds intressebolag, så ser utsikterna goda ut för fortsatt tillväxt framgent för Mangold. För år 2020 estimerar Analyst Group en tillväxt om 13 %, med en EBT-marginal om 15 %.

## Potentiellt dolda värden via ägande i intressebolag

Mangold har innehav i tre intressebolagen Skandinaviska Kreditfonden AB ("SKF"), Resscapital AB ("Resscapital") och QQM Fund Management AB ("QQM"). Mangolds innehav i SKF har genererat goda intäkter, och ägarandelen om 24,5 % är endast bokfört till ett värde om 8,4 MSEK, och ägandet i Resscapital om 25 %, vilket också genererat goda intäkter till Mangold, är upptaget till en värdering om 12,5 MSEK. Med hänsyn till bokfört värde, och Mangolds procentuella ägarandel, skulle det implicera en värdering om 34 MSEK för SKF och 50 MSEK för Resscapital. Baserat på Analyst Groups egna estimat bör dessa bolag värderas högre, och således även Mangolds ägarandelar vilka då är bokförda till ett undervärde i den senast presenterade balansräkningen per sista december 2019. Enligt våra estimat skulle en värdering omkring 460-500 MSEK kunna vara motiverat för SKF, och för Resscapital 190-225 MSEK. Om dessa värderingsnivåer skulle gälla kan det argumenteras för att det finns dolda värden i Mangolds balansräkning, vilket i sig kan utgöra en värde drivare i aktien framgent.

**DOLDA VÄRDEN  
I MANGOLDS  
INTRESSEBOLAG**

## Prognostiseras öka lönsamheten under år 2020

Mangold totala rörelseintäkter estimeras till ca 172 MSEK och 197 MSEK år 2020 respektive år 2021, med en rörelsemarginal (EBT) om 15 % respektive 18 %. Även om Mangold förväntas kunna uppvisa en god tillväxt framgent, anser Analyst Group att en ökad lönsamhet är den enskilt viktigaste faktorn för att kunna fortsätta driva värderingen av aktien. Baserat på en multipelvärdering och P/E 35x som målmultipel på 2020 års nettoresultat om 19 MSEK, erhålls ett värde per aktie om 1 470 kr på 2020 års prognos. Vid annorlunda utfall av gjord prognos, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras.

**19 MSEK  
NETTO-  
RESULTAT  
2020E**

## Måste hantera en bred bas av riskfaktorer

Som aktör inom de finansiella marknaderna möter Mangold ett antal riskfaktorer, bl.a. kreditrisker, marknadsrisker i form av både konjunkturmässiga- såväl som regulatoriska faktorer, likviditetsrisker och operativa risker. Mangold har på relativt kort tid byggt upp en stor organisation, t.ex. har antalet anställda ökat från 76 personer under 2018 till 92 vid utgången av 2019. Om Mangold ska kunna fortsätta utvecklas i positivt takt är det av stor vikt att Bolaget lyckas bibehålla nyckelpersonal och den kunskap som har ackumulerats över tid.

# BOLAGSBESKRIVNING

ERBJUDER  
ETT BRETT  
UTBUD AV  
FINANSIELLA  
TJÄNSTER

Mangold är en svensk fondkommissionär som tillhandahåller ett brett utbud av finansiella tjänster till främst små och medelstora företag samt privatpersoner. Bolagets verksamhet kan delas upp i två segment, *Investment Banking* och *Private Banking*, där flera tjänsteområden kan räknas in i vardera segment.

## Investment Banking

- *Corporate Finance*: här Mangold erbjuder företag tjänster i samband med bl.a. börsintroduktioner, företagsobligationer och annan lånefinansiering, förvärv samt aktiemarknadsrelaterade transaktioner.
- *Emissionstjänster*: i samband med att bolag ansluter sig till börsen och/eller genomför kapitalanskaffningar (t.ex. företrädesemissioner), erbjuder Mangold rådgivning och projektledning.
- *Certified Adviser* och *Mentor*: Mangold agerar rådgivare till företag noterade på Nasdaq First North, där Bolaget hjälper företagen med bland annat regel- och kravefterlevnad. Mangold är även mentor till flera företag noterade på Nordic SME, där de assisterar företagen inom aktiemarknadsrelaterade frågor.
- *Market Making*: Mangold agerar likviditetsgarant på marknaderna Nasdaq, Spotlight samt NGM, och arbetar specifikt med att fastställa *spreadar* och garantera en minimivolym i aktiehandeln, samt organiserar handeln på Mangold-listan.
- *Mangold Insight*: Mangold utför uppdragsanalyser av främst små- och medelstora bolag.

## Private Banking

- *Distribution*: Mangold arbetar med att ta fram och arrangera placeringslösningar genom publika erbjudanden samt riktade erbjudanden (s.k. private placements). Produkterna tillhandahålls av Mangold samt genom extern distribution via ett distributionsnätverk.
- *Kapitalrådgivning*: Mangold erbjuder både privata och juridiska personer rådgivning gällande bl.a. placeringar och pensionsfrågor, och erbjuder kunder exempelvis diskretionär förvaltning, modellportföljer och skräddarsydda placeringslösningar.
- *Värdepappershandel*: Mangold erbjuder värdepappershandel för privatpersoner, företag och institutioner i aktier samt derivat som är noterade på Nasdaq Stockholm, Nasdaq Helsinki, Spotlight Stock Market och NGM. Värdepappershandeln tillhandahålls kunder genom plattformar som Mangold Trader och Mangold Online.

## Affärsmodell

Mangold genererar intäkter genom att utföra finansiella tjänster åt kunder inom Bolagets två segment, för vilka de erhåller provision. Intäkterna och lönsamheten varierar beroende på vilket område tjänsten utförs inom samt vilken typ av uppdrag som Mangold utför. Utav de två huvudsegmenten står idag Investment Banking-segmentet för 70 % av rörelseintäkterna, där resterande 30 % genereras av Private Banking-segmentet. IB-segmentet är, och har även historiskt, varit det mest lönsamma segmentet, medan Private Banking-delen dragits med förluster under de senaste åren, även om förlusten nära halverades under helåret 2019 vilket kan vara ett tecken på vändning. En viktig strategisk faktor för Mangold framgent blir att lyckas vända Private Banking-segmentet till lönsamhet, och fortsätta öka antalet kunder inom segmentet. Utöver IB- och PB-segmenten erhåller Mangold även betydande resultatbidrag från Bolagets innehav i de intresseföretag som beskrivs på nästa sida.

70 %  
AV  
INTÄKTERNA  
ÄR  
HÄNFÖRLIGT  
TILL  
INVESTMENT  
BANKING  
OCH...

...30 %  
TILL  
PRIVATE  
BANKING

# BOLAGSBESKRIVNING

## Kostnadsdrivare

Den största kostnaden är administrationskostnader, motsvarande 85 % av rörelsens totala intäkter 2019, vilka till stor del utgörs av lönerelaterade kostnader för personal, hyra av lokaler samt andra kostnader relaterade till administration och organisationen, bl.a. IT- och revisionskostnader. Denna post estimeras öka i takt med att Mangold anställer fler personer och expanderar organisationen. Mellan 2018 och 2019 ökade antalet anställda från 76 till 92 personer. Andra kostnadsdrivare är kostnader relaterade till provision, som består av konsultativa försäljningskostnader samt administrativa försäljningskostnader. Denna kostnads-post har dock minskat kraftigt över de senaste åren, och bedöms framgent inte utgöra någon större resultatpåverkan. Därutöver tillkommer avskrivningar av bl.a. nyttjanderätter, hänförliga till de lokaler Mangold hyr. Dessa måste löpande upptas som en resultatpåverkande post p.g.a. att leasingavtal med en nyttjanderätt ska redovisas som en tillgång och en leasingskuld i balansräkningen sedan IFRS 16 trädde i kraft.

## Mangolds intressebolag

Mangold har ett ägande i ett flertal intressebolag.

**Skandinaviska Kreditfonden AB ("SKF")** är ett bolag som Mangold investerade i under 2016, som arbetar med direktutlåning på kortfristig basis till små- och medelstora företag. SKF förvaltar två fonder, Scandinavian Credit Fund I (SCF I), samt Nordic Factoring Fund (NFF) som lanserades under juni 2019. SCF I:s tillgångar under förvaltning (AUM) uppgår idag till ca 4,2 mdSEK, vilket kan jämföras med 2,9 mdSEK år 2018, och NFF:s förvaltrade tillgångar uppgår till ca 0,6 mdSEK. Avkastningen för SCF I och NFF var 5,8 % respektive 2,9 % under 2019, där Mangolds totala resultatandel för helåret 2019 uppgick till 2,2 MSEK. Mangolds ägarandel i SKF uppgår till 24,5 % och det bokförda värdet uppgår till 8,4 MSEK.

**Resscapital AB ("Resscapital")** är en alternativ förvaltare av investeringsfonder (AIFM) och som Mangold investerade i under 2018. Resscapital förvaltar fonden Ress Life Investments A/S (RLI) som har investerat i amerikanska livförsäkringar sedan år 2012, fonden är noterad på Köpenhamnsbörsen. Totala tillgångar under förvaltning uppgick, per den 31 december 2019, till ca 180 MUSD, vilket kan jämföras med ca 117 MUSD från föregående år. Fondens avkastningen under år 2019 uppgick till ca 8 %, där Mangolds totala resultatandel uppgick till 3,7 MSEK. Mangolds ägarandel i Resscapital uppgår till 25 % och det bokförda värdet uppgår till 8,4 MSEK.

**QQM Fund Management AB ("QQM")** är en förvaltare av en AIF-fond som är specialiserad på aktier och aktierelaterade instrument, där Mangold har varit delägare sedan oktober 2019. QQM förvaltar fonden QQM Equity Hedge Master, vars investeringsstrategi bygger på kvantitativa analysmodeller som har sin grund i akademisk forskning och ekonomiska principer. Fondförmögenheten för QQM uppgick under 2019 till ca 302 MSEK, vilket är en minskning från ca 339 MSEK under föregående år. Fonden avkastade 6,6 % under 2019, där Mangolds resultatandel uppgick till -0,1 MSEK. Mangolds ägarandel uppgår till 25 % och det bokförda värdet uppgår till 3,6 MSEK.

## Utöver ovan intressebolag har Mangold även ett ägande i Nowonomics AB

**Nowonomics AB ("Nowo")** är ett svenskt startup-bolag inom fintech som har utvecklat appen NOWO för pensionssparande i vardagen. Nowos förvaltrade kapital ligger i en aktivt förvaldat globalfond, och företaget har mer än dubblat sitt förvaltrade kapital det senaste året, till en nivå om 105 MSEK vid utgången av 2019. Mangolds ägarandel i Nowonomics uppgår till 10,3 % av kapitalet.

ADMIN.KOSTNADER  
ENSKILT STÖRSTA  
KOSTNADS-  
DRIVARE

 Kreditfonden

RESS | CAPITAL





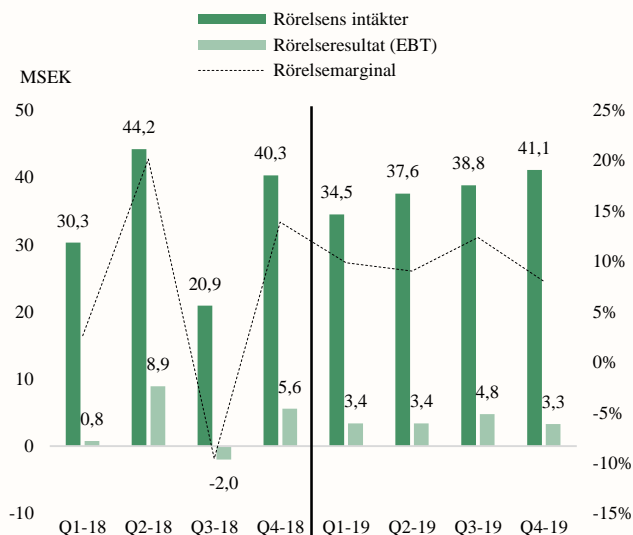
# FINANSIELL PROGNOSE

I de finansiella prognoserna av Mangold antas tillväxt primärt vara organisk, även om förvärv skulle kunna komma att ske. Finansiella prognoser utgår från två nuvarande övergripande affärsområden: Investment Banking och Private Banking. På denna sida sammanfattas senast rapporterade räkenskaper för Mangold, vilka utgår från tidigare publicerad bokslutskommuniké för 2019. På nästa sida framgår Analyst Groups prognoser för Mangold, vilka sträcker sig till 2021.

Under Q4-19 ökade Mangold sina totala rörelseintäkter med 2 %, men lyckades inte slå det tuffa jämförelsekvartalet Q4-18 när det kom till lönsamheten. Under året har Mangold kunnat uppvisa en stabilt ökande tillväxt Q-Q, till stor del drivet av bl.a. ökad andel återkommande intäkter.

Historiska räkenskaper och utveckling kvartal till kvartal

Q-vs-Q (MSEK)	Q4-18	Q4-19	Diff.
Provisionsintäkter	41,1	40,6	-1,2%
Provisionskostnader	-1,2	0,0	n.a.
<b>Provisionsnetto</b>	<b>39,9</b>	<b>40,6</b>	<b>+1,8%</b>
Räntenetto	1,7	1,4	-17,6%
<b>Summa rörelsens intäkter</b>	<b>40,3</b>	<b>41,1</b>	<b>+2,0%</b>
Summa rörelsens kostnader	-35,8	-40,6	+13,4%
<b>Rörelseresultat (EBT), inkl. fin. poster och resultat från intressebolag</b>	<b>5,6</b>	<b>3,3</b>	<b>-41,1%</b>
Rörelsemarginal	13,9%	8,0%	-5,9%
<b>Nettoresultat</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>	<b>-29,4%</b>
Nettomarginal	8,4%	5,8%	-2,6%



Källa: Mangold Fondkommission AB

## Investment Banking Q4-19

Investment Banking segmentet var under Q4-19 finansiell rådgivare vid flertalet transaktioner, bl.a. i samband med företrädesemissioner för Eyeonid Group AB om ca 50 MSEK, Hoodin AB om ca 24 MSEK och RNB Retail and Brands AB om cirka 85 MSEK. Mangold var även rådgivare i noteringsprocessen av irländska bolaget Kollect on Demands aktie på Nasdaq First North Growth Market och för Odd Molly AB i samband med två förvärv och för en riktad kontant nyemission om 16 MSEK. Vidare har Mangold varit projektledare i Taurus företrädesemission om 15,6 MSEK. Under kvartalet blev Mangold också godkänd som Merkur Adviser på Oslobörsens Merkur Market, motsvarigheten till Certified Adviser på Nasdaq First North Growth Market.

## Private Banking Q4-19

Inom Private Banking och värdepappersverksamheten har provisionsintäkterna ökat med 14 % under 2019 och de totala tillgångarna under förvaltning med årligt arvode har stigit mer än 100 % till 1,5 mdSEK. Mangolds diskretionärt förvaldade portföljer har fortsatt utvecklats väl, med stigande inflöde och starka avkastningssiffror. Ränteportfölj *Aktiv Ränta 3* har avkastat 6,2 % 2019 och Mangolds stiftelseportfölj, med en blandning av aktier, hedgefonder och räntepapper, har ökat 21,0 % under 2019. Under januari 2019 lanserade Mangolds förvaltning en ny portfölj som investerar i högutdelande nordiska storbolagsaktier, vilken visat sig vara framgångsrik. Avkastningen för portföljen uppgick under 2019 till 30,1 %. Kapitalet under administration uppgick vid slutet av Q4-19 till 8,7 mdSEK.

FLERA  
TRANSAKTIONER  
UNDER  
Q4-19

14 %  
ÖKNING AV  
PROVISIONS-  
INTÄKTER  
UNDER 2019



# FINANSIELL PROGNOSE

Intäktsmässigt befinner sig Mangold i en stark trend där rörelsens totala intäkter ökade med 13 % under 2019 med en bibehållen rörelsemarginal om 10 %. Föreslagen utdelning om 7,3 kronor per aktie motsvarar en utdelningsandel om 30 %, vilket kan jämföras med 20 % för föregående år. I senaste rapporten finns en hög grad av optimism där Bolaget nämner att de "[...] Med goda utsikter om fortsatt tillväxt och en bra utveckling i sina intressebolag har all anledning att se positivt på 2020."

Analyst Group estimerar att Mangold i ett Base scenario kan uppvisa en tillväxt omkring 13-14 % för åren 2020 och 2021, med en stigande rörelsemarginal, vilket främst motiveras av en fortsatt ökad andel återkommande intäkter och en relativt fast kostnadsbas som växer i en lägre takt.

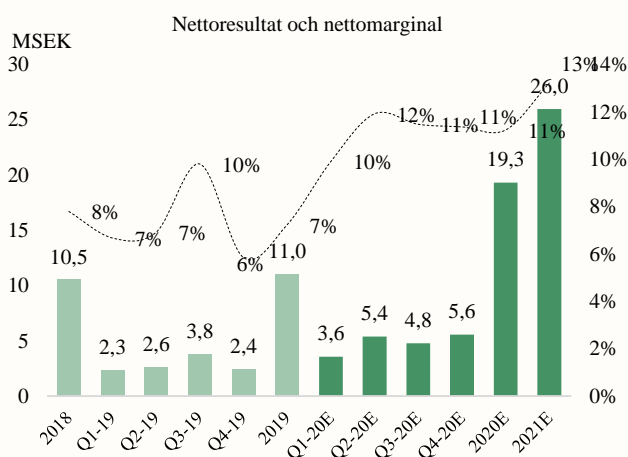
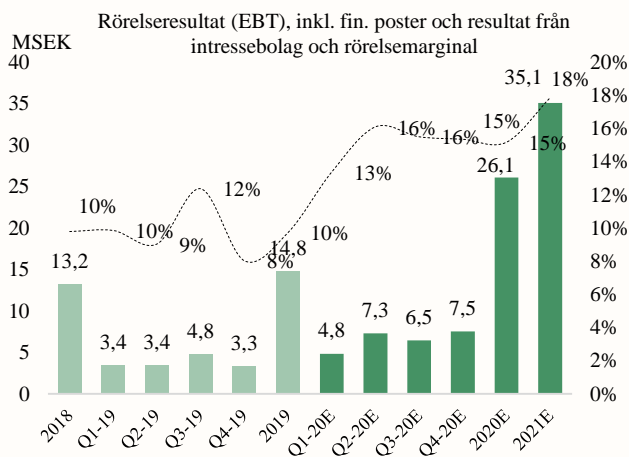
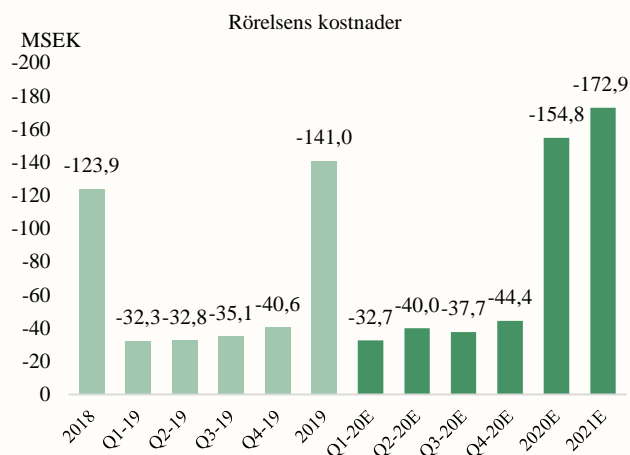
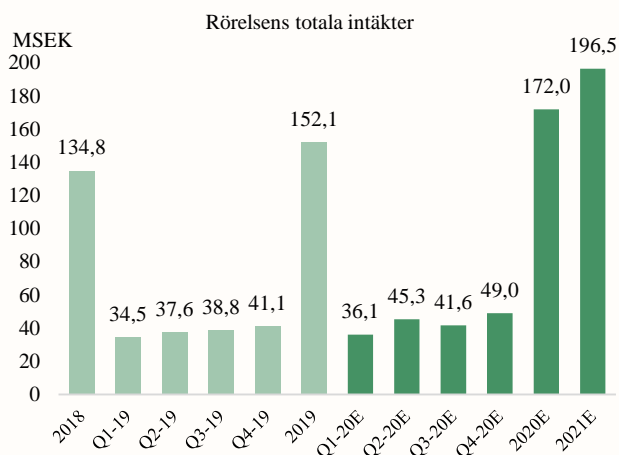
Resultaträkning (MSEK), Base scenario	Prognos											
	2018	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	2019	Q1-20E	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E	2020E	2021E
Provisionsintäkter	130,4	29,3	37,5	34,1	40,6	141,5	32,8	42,0	38,2	45,5	158,5	179,1
Provisionskostnader (% av provisionsintäkter)	-4,9 4%	-0,7 2%	-0,1 0%	-0,1 0%	0,0 0%	-0,8 1%	-0,2 1%	-0,3 1%	-0,3 1%	-0,3 1%	-1,2 1%	-1,3 1%
<b>Provisionsnetto</b>	<b>125,5</b>	<b>28,6</b>	<b>37,4</b>	<b>34,0</b>	<b>40,6</b>	<b>140,7</b>	<b>32,6</b>	<b>41,7</b>	<b>37,9</b>	<b>45,1</b>	<b>157,3</b>	<b>177,8</b>
Provisionsnetto (%)	96%	98%	100%	100%	100%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Ränteintäkter	8,5	3,0	3,3	2,8	2,2	11,2	3,2	3,2	3,2	3,2	12,8	14,8
Räntekostnader	-2,4	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-3,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-3,2
<b>Räntenetto</b>	<b>6,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>7,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>9,6</b>	<b>11,6</b>
(% av provisionsnetto)	5%	7%	6%	6%	3%	5%	7%	6%	6%	5%	6%	7%
Nettoresultat av finansiella transaktioner	2,0	3,8	-2,2	2,9	-3,4	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	3,6
Erhållna utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	1,2	0,0	0,0	0,0	2,5	2,6	0,7	0,8	0,9	1,0	3,5	3,5
<b>Summa rörelsens intäkter</b>	<b>134,8</b>	<b>34,5</b>	<b>37,6</b>	<b>38,8</b>	<b>41,1</b>	<b>152,1</b>	<b>36,1</b>	<b>45,3</b>	<b>41,6</b>	<b>49,0</b>	<b>172,0</b>	<b>196,5</b>
Allmänna administrationskostnader (% av rörelsens intäkter)	-118,8 88%	-29,2 85%	-29,8 79%	-32,0 82%	-37,5 91%	-128,7 85%	-29,8 83%	-36,8 81%	-34,8 83%	-41,2 84%	-142,7 83%	-161,0 82%
Av- och nedskrivningar (% av rörelsens intäkter)	-5,1 4%	-3,1 9%	-3,0 8%	-3,1 8%	-3,1 8%	-12,3 8%	-2,9 8%	-3,2 7%	-2,9 7%	-3,2 7%	-12,2 7%	-11,9 6%
Övriga rörelsekostnader (% av rörelsens intäkter)	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%
<b>Summa rörelsens kostnader</b>	<b>-123,9</b>	<b>-32,3</b>	<b>-32,8</b>	<b>-35,1</b>	<b>-40,6</b>	<b>-141,0</b>	<b>-32,7</b>	<b>-40,0</b>	<b>-37,7</b>	<b>-44,4</b>	<b>-154,8</b>	<b>-172,9</b>
Resultat från andelar i intressebolag	3,7	0,9	0,7	1,2	3,0	5,8	2,0	2,5	3,0	3,5	11,0	14,4
Kreditförluster (netto)	-1,4	0,3	-2,1	-0,1	-0,2	-2,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-2,9
<b>Rörelseresultat (EBT)</b>	<b>13,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>14,8</b>	<b>4,8</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>7,5</b>	<b>26,1</b>	<b>35,1</b>
Rörelsemarginal	10%	10%	9%	12%	8%	10%	13%	16%	16%	15%	15%	18%
Skatt (% av EBT)	-2,7 20%	-1,1 32%	-0,8 24%	-1,0 21%	-0,9 27%	-3,8 26%	-1,3 26%	-1,9 26%	-1,7 26%	-2,0 26%	-6,8 26%	-9,1 26%
<b>Nettoresultat</b>	<b>10,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>	<b>11,0</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>19,3</b>	<b>26,0</b>
Nettomarginal	8%	7%	7%	10%	6%	7%	10%	12%	11%	11%	11%	13%

# FINANSIELL PROGNOIS

Följande är en sammanfattning av gjord resultatprognos som sträcker sig till år 2021. Utifrån prognostiserad resultatutveckling, och i ljuset av den höjda utdelningen 2019, bedömer Analyst Group att Mangold kan fortsätta upprätthålla en hög utdelning och till nuvarande värdering uppvisa en direktavkastning om 1,2 % för 2020 och 1,7 % för 2021.

**God tillväxt och en kostnadsbas som växer i en lägre takt genererar en högre marginal för prognosperioden 2020-2021.**

Prognostiserade intäkter, kostnader och rörelse- samt nettoresultat



Nyckeltal	Prognos			
	2018	2019	2020E	2021E
Provisionsnetto (MSEK)	125,5	140,7	157,3	177,8
Räntenetto (MSEK)	6,1	7,7	9,6	11,6
Rörelsens intäkter (MSEK)	134,8	152,1	172,0	196,5
Rörelsens kostnader (MSEK)	-123,9	-141,0	-154,8	-172,9
Övriga resultatpåverkande poster	2,3	3,7	8,9	11,5
Rörelseresultat (EBT)	13,2	14,8	26,1	35,1
Rörelsemarginal (%)	9,8%	9,7%	15,2%	17,9%
Nettoresultat	10,5	11,0	19,3	26,0
Nettomarginal (%)	7,8%	7,2%	11,2%	13,2%
P/E	45,5	43,4	24,7	18,4
Direktavkastning (%)	0,4%	0,7%	1,2%	1,7%
Antal aktier före utspädning (st.)	453 083	458 937	458 937	458 937
Vinst per aktie (SEK)	23,2	24,0	42,1	56,6
Utdelning per aktie (SEK)	4,6	7,3	12,8	17,2
Utdelningsandel (%)	20%	30%	30%	30%

Analyst Groups prognos

# VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *Atlantic Capital Bank, The Bank Of Princeton, Byline Bank, Civista Bancshares, Inc., The Middlefield Banking Company, BGC Partners INC, CME Group, COWEN INC., Freedom Holding Corp., LPL Financial, SEI Investments Company* och *ABG Sundal Collier*. Även om det råder skillnader, finns likheter mellan företagen och Mangold avseende affärsmodell, adresserbar marknad och kunderbudande.

Bolag	Land	Market Cap (MSEK)			Intäkter (MSEK)			Rörelseresultat (MSEK)			Rörelsemarginal (%)			Nettoresultat (MSEK)			P/E (x)		
		2018	2019	Senast	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E
Atlantic Capital Bank	USA	4 090	3 844	3 922	987	1 116	924	329	342	317	33%	31%	34%	273	477	257	15,0	8,1	15,3
The Bank Of Princeton	USA	1 776	2 036	1 950	546	604	475	169	118	N/A	31%	19%	N/A	141	97	134	12,6	21,0	14,5
Byline Bank	USA	5 790	7 150	7 194	2 475	3 065	2 603	530	740	752	21%	24%	29%	394	545	546	14,7	13,1	13,2
Civista Bancshares, Inc.	USA	2 141	2 568	3 246	717	879	1 038	213	161	400	30%	18%	39%	152	135	322	14,1	19,0	10,1
The Middlefield Banking Company	USA	1 315	1 604	1 533	518	568	456	140	146	N/A	27%	26%	N/A	119	122	120	11,1	13,2	12,8
BGC Partners INC	USA	65 569	24 635	30 080	17 054	19 098	20 025	40	1 721	N/A	0%	9%	N/A	493	1 890	N/A	133,1	13,0	N/A
CME Group	USA	475 629 644	080 739 203		34 880	41 241	46 854	22 112	24 955	29 351	63%	61%	63%	38 887	18 778	20 520	12,2	34,3	36,0
COWEN INC	USA	4 061	3 720	4 562	7 470	10 443	8 951	67	947	550	1%	9%	6%	-583	410	515	-7,0	9,1	8,9
Freedom Holding Corp.	USA	3 449	4 816	8 626	123	424	718	217	128	350	177%	30%	49%	174	68	280	19,8	70,4	30,8
LPL Financial	USA	50 686	71 360	71 263	49 653	53 830	58 595	6 868	8 343	8 630	14%	15%	15%	4 206	5 358	5 311	12,1	13,3	13,4
SEI Investments Company	USA	68 770	94 157	97 448	15 543	15 789	16 840	4 230	4 406	4 877	27%	28%	29%	4 841	4 799	5 158	14,2	19,6	18,9
ABG Sundal Collier	NO	2 228	1 953	1 963	1 334	1 182	1 188	323	241	240	24%	20%	20%	250	153	159	8,9	12,8	12,4
<b>Medel</b>	n.a.	<b>57 125</b>	<b>71 827</b>	<b>80 916</b>	<b>10 942</b>	<b>12 353</b>	<b>13 222</b>	<b>2 936</b>	<b>3 521</b>	<b>5 052</b>	<b>37%</b>	<b>24%</b>	<b>31%</b>	<b>4 112</b>	<b>2 736</b>	<b>3 029</b>	<b>21,7</b>	<b>20,6</b>	<b>16,9</b>
<b>Median</b>	n.a.	<b>4 076</b>	<b>4 330</b>	<b>5 878</b>	<b>1 905</b>	<b>2 124</b>	<b>1 895</b>	<b>270</b>	<b>541</b>	<b>550</b>	<b>27%</b>	<b>22%</b>	<b>29%</b>	<b>262</b>	<b>443</b>	<b>322</b>	<b>13,4</b>	<b>13,3</b>	<b>13,4</b>
Mangold	SE	306	464	491	135	152	172	13	15	26	10%	10%	15%	10,5	11,0	19,3	29,1 <sup>1</sup>	42,1 <sup>1</sup>	24,7

<sup>1</sup>Tillämpat Market Cap för Mangold är beräknat för årets sista handelsdag för år 2018 respektive 2019, och där 2020 avser senast betalt.

Då Mangold prognostiseras fortsätta växa med lönsamhet, utgår värderingen från Mangolds prognostiserade nettoresultat. Medelvärde av ovan nämnda företags P/E-multiplar är 20,6x LTM. Företagen i peer-gruppen ovan kan generellt sägas ha en betydligt bredare organisation och vara större än Mangold, även mätt i faktisk omsättning och resultat. Vad som dock är viktigt att nämna om Mangold som noterat bolag är det höga insynsägandet (+60 %), vilket i sig resulterar i en minst sagt låg *free float* och låg handelsvolym i aktien. För tillfället värderas Mangold till P/E 43x LTM och aktien har gått starkt senaste året, där uppgången sedan ett år tillbaka motsvarar ca 70 % i skrivande stund. Med tanke på att en stor del av handeln i aktien under denna period har skett av insynspersoner, finns det en strukturell faktor som bidrar till att priset per aktie inte faller, givet att insynspersoner inte börjar sälja.

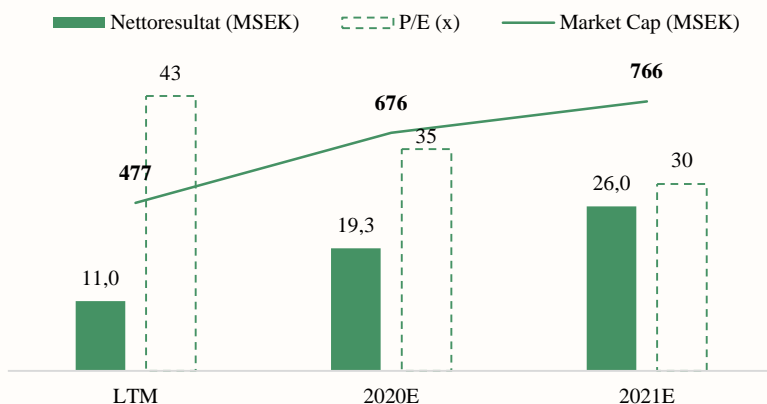
P/E 43x LTM är en hög värdering, men med tanke på den ägarstruktur och likviditet som råder i aktien skulle det möjligen kunna vara en värderingsmultipl som kvarstår över tid närmaste året, givet att Mangold kan fortsätta växa vinsten. Om det skulle antas att Mangold skulle värderas till istället P/E 35x 2020E, således något konservativare, skulle det på 2020 års prognos motsvara ett värde per aktie om 1 470 kr på tolv månaders sikt.

**1 470 KR**  
**PER AKTIE**  
**I ETT**  
**BASE**  
**SCENARIO**

**Baserat på gjorda prognoser och tillämpad värderingsmultipl, värderas Mangold till 1 470 kr/aktie på 2020 års prognos i ett Base scenario.**

Multiplvärdering (P/E)

Base scenario	LTM	2020E	2021E
Nettoresultat (MSEK)	11,0	19,3	26,0
P/E (x)	43	35	30
Market Cap (MSEK)	477	676	766
Värde per aktie (SEK)	<b>1 040</b>	<b>1 470</b>	<b>1 660</b>



Analyst Groups prognos

# BULL & BEAR

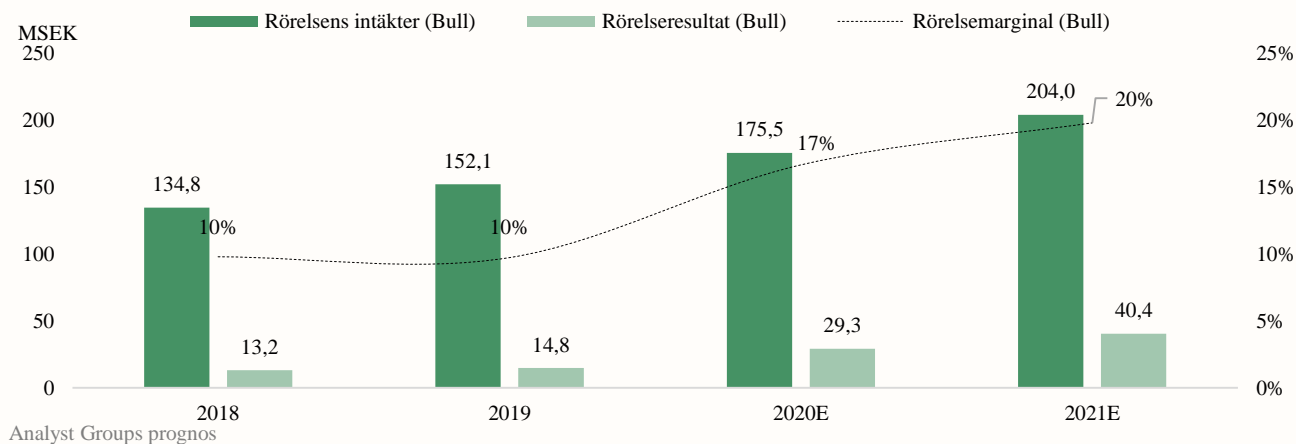
## Bull scenario

Följande Bull-faktorer är en kort sammanfattning av de primära drivarna i det Bull scenario som presenteras.

- Fortsatt hög efterfrågan på transaktionstjänster driver tillväxten inom Investment Banking-benet. För 2019 ökade Mangolds kunduppdrag med 7,4 % och än så länge kan det argumenteras för att konjunkturen står på Mangolds sida, vilket således kan ge upphov till en fortsatt stark tillväxt under 2020 inom segmentet.
- Ökad intäkter inom Private Banking-benet med successivt stigande ränteintäkter drivet av en fortsatt hög utlåning till allmänheten, samt god avkastning i den diskretionära förvaltningen.
- Under 2019 minskade Mangold sina administrationskostnader i förhållande till rörelsens totala intäkter med totalt tre procentenheter. I ett Bull scenario estimeras en fortsatt [procentuellt] sjunkande kostnadsvolyms till följd av en mer effektiv organisation.
- Den ökade tillväxten i ett Bull scenario, i kombination med en lägre andel fasta rörelsekostnader, ger upphov till en högre rörelsemarginal där Mangold tills 2021 estimeras kunna öka marginalen till närmare 20 %.

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

Rörelseintäkter, EBT-resultat och rörelsemarginal, Bull scenario



**1 670 KR**  
**PER AKTIE**  
**I ETT**  
**BULL**  
**SCENARIO**

Med ett estimerat nettoresultat (efter skatt) om 22 MSEK för 2020 i ett Bull scenario, och en målmultipel om P/E 35x likt angivet Base scenario, erhålls ett värde om 1 670 kr per aktie på 2020 års prognos i ett Bull scenario.

# BULL & BEAR

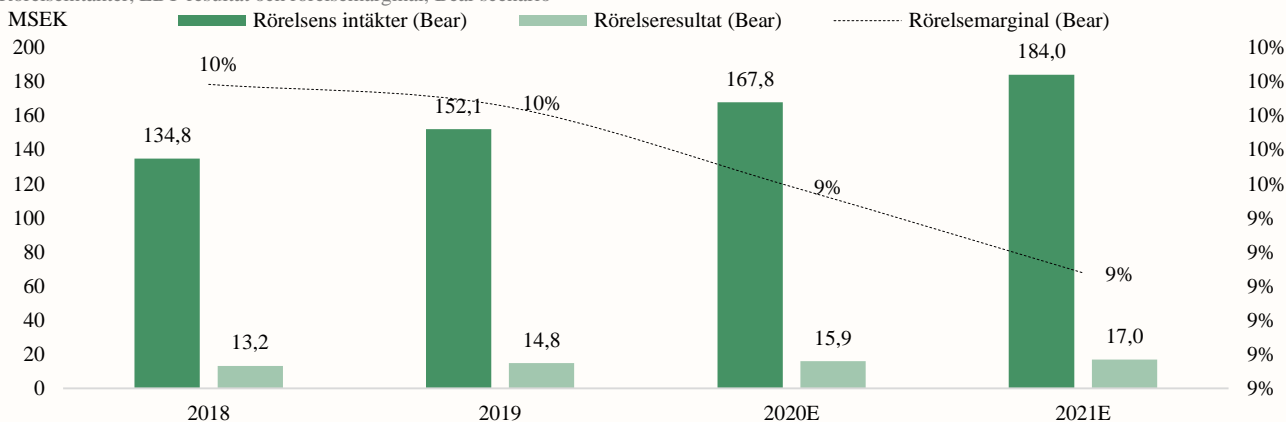
## Bear scenario

Följande Bear-faktorer är en kort sammanfattning av de primära drivarna i det Bear scenario som presenteras.

- Det är inte otänkbart att det under åren 2020-2021 skulle kunna ske en avmattning i antalet företagstransaktioner (företrädesemissioner, IPO:s etc.), vilket således skulle minska efterfrågan på Mangolds tjänster inom Investment Banking-benet. Fortsatt god avkastning från den egna förvaltning i kombination med en bra eller åtminstone tillfredsställande utlåningsnivå till allmänheten, i kombination med fortsatt god avkastningen i Mangolds intressebolag, där framförallt Skandinaviska Kreditfonden och Resscapital anses vara särskilt intressanta, kan dock resultera i en fortsatt tillfredställande tillväxt för Mangold som helhet.
- Den största drivaren i ett Bear scenario är dock inte tillväxttakten, utan risken att rörelsemarginalen inte stiger, eller till och med faller, relativt år 2019. En lägre marginal i ett Bear scenario skulle rimligen pressa aktien och således bolagsvärderingen. Med tanke på bolagets befintliga fasta kostnader vilka av sin natur är trögrörliga, och en lägre tillväxt under prognosperioden 2021-2021, blir marginalpress svår att undvika i ett Bear scenario.

**I ett Bear scenario finns risken att rörelsemarginalen pressas, vilket i kombination med ett svagare transaktionsklimat kan komma att pressa den finansiella utvecklingen.**

Rörelseintäkter, EBT-resultat och rörelsemarginal, Bear scenario



Analyst Groups prognos

**900 KR**  
**PER AKTIE**  
**I ETT**  
**BEAR**  
**SCENARIO**

Med ett nettoresultat (efter skatt) om 11,8 MSEK för 2020 i ett Bear scenario, och en målmultipel om P/E 35 likt angivet Base- och Bull scenario, erhålls ett värde om 900 kr per aktie på 2020 års prognos i ett Bear scenario.

# LEDNING & STYRELSE

Källa: Mangold



## Per-Anders Tammerlöv, VD

Per-Anders Tammerlöv har en examen i finansiell ekonomi från Stockholms Universitet. Per-Anders Tammerlöv har varit anställd på Mangold sedan 2003, varav vd sedan 2006. Han har en lång erfarenhet från den finansiella sektorn och är även med i branschorganisationen Svenska Fondhandlare föreningens styrelse. Han har också styrelse-uppdrag i Skandinaviska Kreditfonden, QQM Fund Management, samt i Resscapital, där han även är styrelsens ordförande.

**Aktieinnehav i Mangold: 114 363 aktier (inkl. närstående + bolag).**



## Jonathan Bexelius, CFO

Jonathan Bexelius har en magisterexamen i företagsekonomi, inriktning ekonomistyrning samt en kandidatexamen i företagsekonomi, inriktning finans från Luleå Tekniska Universitet respektive Lunds Universitet. Jonathan har tidigare varit ekonomichef på TK Development och har även mer än 10 års erfarenhet från EY som revisor.

**Aktieinnehav i Mangold: 146 aktier.**



## Charles Wilken, Chef för Investment Banking

Charles Wilken har en magisterexamen i Företagsekonomi, inriktning Finansiering, vid Företagsekonomiska Institutionen, Stockholm Universitet och en managementutbildning från IFL, Handelshögskolan i Stockholm. Charles Wilken har varit anställd på Mangold inom Corporate Finance sedan 2005 och Head of Investment Banking sedan 2014. Han har mer än 20 års erfarenhet från bank och fondkommissionsverksamhet och var mellan 2009 och 2014 chef för Mangolds Corporate Finance-avdelning.

**Aktieinnehav i Mangold: 24 000 aktier.**



## Alexander Marsh, Chef Private Banking

Alexander Marsh har en magisterexamen ifrån Handelshögskolan vid Göteborgs universitet. Alexander har mer än 20 års erfarenhet av Bank&Finans bland annat ifrån Saxo-Etrade, ABN AMRO Bank, och Interactive Brokers LLC. Erfarenheterna består av ledningsansvar för kapitalförvaltning, aktiemäkleri och medlemsuppdrag i ledningsgrupper.

**Aktieinnehav i Mangold: 3 000 aktier.**



## David Holmström, General Council

David Holmström har en LL.M. från Stockholms universitet och har varit anställd hos Mangold sedan oktober 2017. David har flerårig erfarenhet från arbete med svensk och internationell finansiell rätt och har tidigare arbetat hos MFEX Mutual Funds Exchange AB.

**Aktieinnehav i Mangold: 302 aktier.**

# LEDNING & STYRELSE

Källa: Mangold



## David Jansson, Stabschef

David Jansson har en examen inom IT och affärssystem från Kungliga Tekniska Högskolan. David har varit anställd på Mangold sedan 2007. Han började sin karriär på Mangold som IT-tekniker och hade under perioden 2008-2019 rollen som Head of IT.

**Aktieinnehav i Mangold: 230 aktier.**



## Per Åhlgren, styrelseordförande

Per Åhlgren har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm. Per Åhlgren var med och grundade Mangold år 2000 och har varit styrelsens ordförande sedan 2003. Åhlgren har tidigare arbetat bland annat under 10 år i London för Salomon Brothers, Bear Stears och Deutsche Morgan Grenfell. Han är idag verksam i det helägda investmentbolaget GoMobile NU AB och har även uppdrag som styrelseordförande i WESC AB och styrelseledamot i The Skirt Factory.

**Aktieinnehav i Mangold: 136 175 aktier (inkl. bolag).**



## Marie Barbro Friman, Styrelseledamot

Marie Friman har en Jur.Kand & företagsekonomi examen från Stockholms universitet. Marie Friman har mer än 30 års erfarenhet inom finanssektorn som advokat, compliance, kapitalförvaltare, rådgivare och VD. Hennes specialistkompetens är värdepappersmarknaden, bland annat frågor och juridik för bolag som lyder under Finansinspektionens tillsyn. Idag är Marie Friman verksam som ägare för Apriori Advokatbyrå.

**Aktieinnehav i Mangold: 20 aktier.**



## Birgit Köster Hoffmann, Styrelseledamot

Birgit Köster Hoffmann har en masterexamen i nationalekonomi från Universität zu Köln. Hon har tidigare varit VD för Volkswagen Finans Sverige och har under sin tid inom Volkswagen-gruppen innehaft flertalet höga positioner bland annat som styrelseledamot i flera av Scania finansbolag i och utanför Sverige.

**Aktieinnehav i Mangold: 1 500 aktier.**



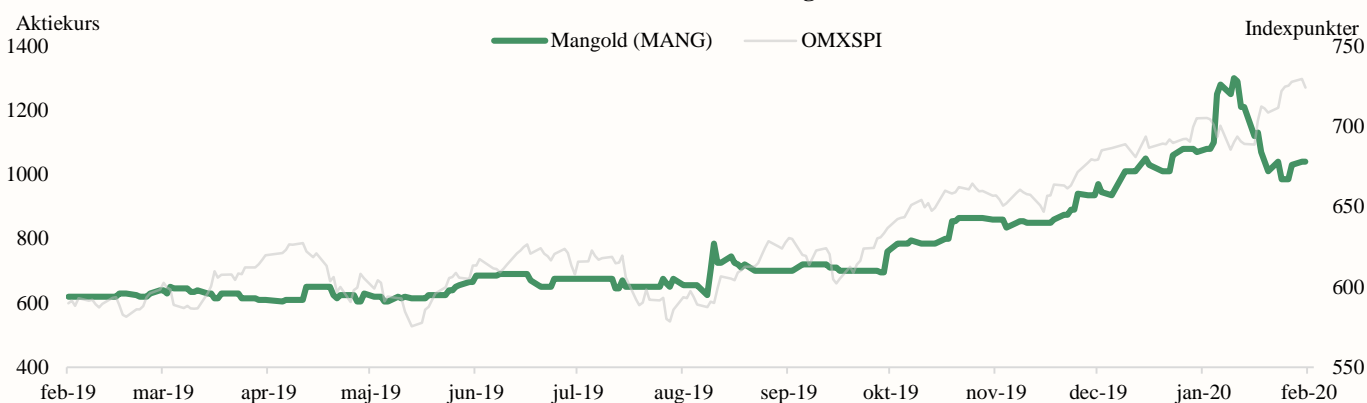
## Peter Serlachius, Styrelseordförande

Peter Serlachius MSc Econ, Svenska Handelshögskolan i Helsingfors. Tidigare erfarenheter inkluderar bland annat 18 års arbete i Norden för Investa, Handelsbanken och Straumur. Peter Serlachius grundade Sackville Partners AB 2009, bolaget jobbar med hantering, kontroll och styrning av risk inom den finansiella sektorn i en rådgivande roll. Peter Serlachius är delägare i MORS Software Oy, bolaget utvecklar mjukvara för riskhantering inom den finansiella sektorn.

**Aktieinnehav i Mangold: 0 aktier.**

# APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



Resultaträkning, MSEK	2017	2018	2019	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19
Provisionsintäkter	135,5	130,4	141,5	28,2	39,0	22,1	41,1	29,3	37,5	34,1	40,6
Provisionskostnader (% av provisionsintäkter)	-9,3 7%	-4,9 4%	-0,8 1%	-1,1 4%	-1,7 4%	-0,9 4%	-1,2 3%	-0,7 2%	-0,1 0%	-0,1 0%	0,0 0%
<b>Provisionsnetto</b>	<b>126,2</b>	<b>125,5</b>	<b>140,7</b>	<b>27,1</b>	<b>37,3</b>	<b>21,2</b>	<b>39,9</b>	<b>28,6</b>	<b>37,4</b>	<b>34,0</b>	<b>40,6</b>
Provisionsnetto (%)	93%	96%	99%	96%	96%	96%	97%	98%	100%	100%	100%
Ränteintäkter	7,5	8,5	11,2	2,0	2,1	2,1	2,3	3,0	3,3	2,8	2,2
Räntekostnader	-2,4	-2,4	-3,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8
<b>Räntenetto</b> (% av provisionsnetto)	<b>5,1</b> 4%	<b>6,1</b> 5%	<b>7,7</b> 5%	<b>1,4</b> 5%	<b>1,4</b> 4%	<b>1,6</b> 8%	<b>1,7</b> 4%	<b>2,1</b> 7%	<b>2,4</b> 6%	<b>1,9</b> 6%	<b>1,4</b> 3%
Nettoresultat av finansiella transaktioner	7,1	2,0	1,1	0,8	4,5	-1,9	-1,4	3,8	-2,2	2,9	-3,4
Erhållna utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,2	1,2	2,6	1,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	2,5
<b>Summa rörelsens intäkter</b>	<b>138,6</b>	<b>134,8</b>	<b>152,1</b>	<b>30,3</b>	<b>44,2</b>	<b>20,9</b>	<b>40,3</b>	<b>34,5</b>	<b>37,6</b>	<b>38,8</b>	<b>41,1</b>
Allmänna administrationskostnader (% av rörelsens intäkter)	-117,8 85%	-118,8 88%	-128,7 85%	-30,4 100%	-33,5 76%	-22,7 109%	-34,5 86%	-29,2 85%	-29,8 79%	-32,0 82%	-37,5 91%
Av- och nedskrivningar (% av rörelsens intäkter)	-4,1 3%	-5,1 4%	-12,3 8%	-1,3 4%	-1,2 3%	-1,3 6%	-1,3 3%	-3,1 9%	-3,0 8%	-3,1 8%	-3,1 8%
Övriga rörelsekostnader (% av rörelsens intäkter)	-2,1 1%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	-0,7 2%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%	0,0 0%
<b>Summa rörelsens kostnader</b>	<b>-124,0</b>	<b>-123,9</b>	<b>-141,0</b>	<b>-31,7</b>	<b>-35,4</b>	<b>-24,0</b>	<b>-35,8</b>	<b>-32,3</b>	<b>-32,8</b>	<b>-35,1</b>	<b>-40,6</b>
Resultat från andelar i intressebolag	1,5	3,7	5,8	0,8	0,6	0,6	0,8	0,9	0,7	1,2	3,0
Kreditförluster (netto)	0,0	-1,4	-2,1	1,4	-0,5	0,5	0,3	0,3	-2,1	-0,1	-0,2
<b>Rörelseresultat (EBT)</b>	<b>16,1</b>	<b>13,2</b>	<b>14,8</b>	<b>0,8</b>	<b>8,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>5,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>
Rörelsemarginal	12%	10%	10%	3%	20%	-10%	14%	10%	9%	12%	8%
Skatt (% av EBT)	-4,3 27%	-2,7 20%	-3,8 26%	-0,2 25%	-0,7 8%	0,4 20%	-2,2 39%	-1,1 32%	-0,8 24%	-1,0 21%	-0,9 27%
<b>Nettoresultat</b>	<b>11,8</b>	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>	<b>0,6</b>	<b>8,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>
Nettomarginal	9%	8%	7%	2%	19%	-8%	8%	7%	7%	10%	6%



## APPENDIX

Balansräkning (MSEK)	2017	2018	2019
<b>Tillgångar</b>	16,1	13,2	14,9
Belåningsbara statsskuld förbindelser	239,9	191,6	181,7
Utlåning till kreditinstitut	46,0	83,2	75,4
Utlåning till allmänheten	89,0	106,4	151,4
Aktier och andelar	23,8	29,0	40,8
Aktier och andelar i intresseföretag	7,3	19,0	23,9
Immateriella anläggningstillgångar	35,7	35,9	34,0
Materiella anläggningstillgångar	2,5	2,1	19,7
Övriga tillgångar	17,5	23,9	28,9
Förtbetalda kostnader och upplupna intäkter	6,6	5,8	10,3
<b>Summa tillgångar</b>	<b>468,4</b>	<b>496,8</b>	<b>566,2</b>
Inlåning till allmänheten	325,8	350,3	387,8
Uppskjuten skatteskuld	0,4	0,3	0,3
Skatteskuld	0,4	0,5	0,0
Övriga skulder	10,3	10,0	31,2
Upplupna kostnader och förtbetalda intäkter	35,9	30,1	26,1
Efterställda skulder	16,0	16,0	18,4
<b>Summa skulder</b>	<b>388,8</b>	<b>407,2</b>	<b>463,8</b>
Aktiekapital	0,9	0,9	0,9
Övrigt tillskjutet kapital	44,9	46,8	50,6
Balanserade vinstmedel inkl. periodens resultat	33,7	41,9	50,9
<b>Summa eget kapital</b>	<b>79,6</b>	<b>89,6</b>	<b>102,4</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>468,4</b>	<b>496,8</b>	<b>566,2</b>
<b>Kassaflöde (MSEK)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Rörelseresultat	16,1	13,2	14,9
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet	4,1	4,7	11,3
Betald skatt	-3,6	-3,2	-7,1
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring i rörelsekapitalet</b>	<b>16,6</b>	<b>14,6</b>	<b>19,1</b>
Ökning(-)/Minskning(+) av handelslager	-17,2	-5,1	-11,9
Ökning(-)/Minskning(+) av rörelsefordringar	3,9	-6,6	-51,6
Ökning(+)/Minskning(-) rörelseskulder	-34,8	1,9	37,2
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>-31,5</b>	<b>4,8</b>	<b>-7,2</b>
Förvärv/Avyttring av immateriella anläggningstillgångar	-5,5	-4,1	-2,4
Förvärv/Avyttring av materiella anläggningstillgångar	-1,4	-0,7	-2,6
Förvärv av dotterföretag	-1,7	0,0	0,0
Förvärv av finansiella tillgångar	0,0	-8,8	-3,9
Avyttring/minskning av finansiella tillgångar	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-8,6</b>	<b>-13,7</b>	<b>-8,9</b>
Emission av räntebärande värdepapper	0,0	0,0	2,4
Utdelning	-1,1	-2,4	-2,1
Överlåtelse av egna aktier	0,0	0,0	3,8
Amortering av leasingkulld	0,0	0,0	-5,6
Nyemission	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,5</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>-41,2</b>	<b>-11,2</b>	<b>-17,6</b>
Likvida medel vid periodens början	327,1	285,9	274,7
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>285,9</b>	<b>274,7</b>	<b>257,1</b>

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

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

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

## Övrigt

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

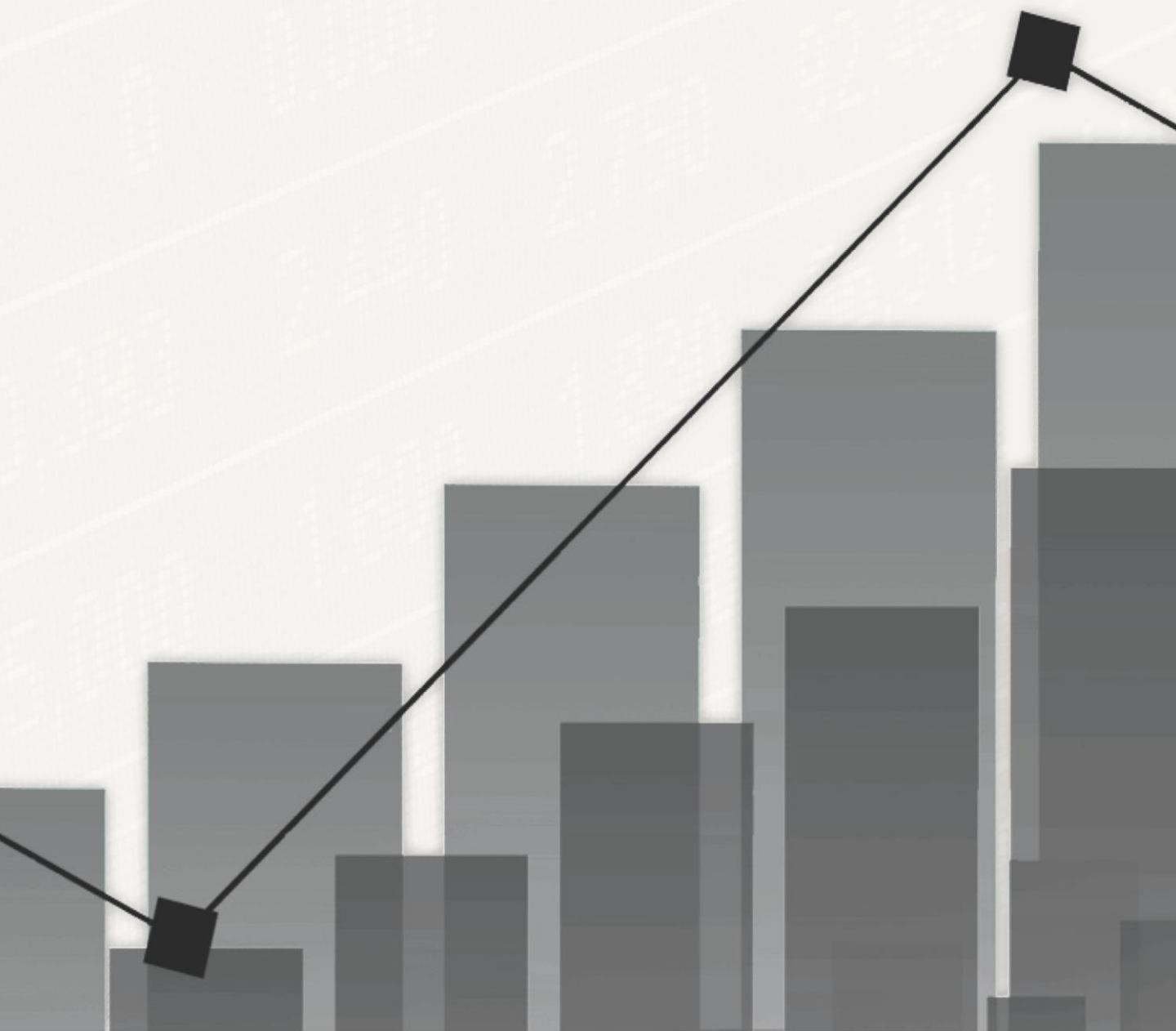
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

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



Analyst Group



**AG EQUITY RESEARCH AB**

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