

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## SHORTCUT MEDIA

*Exekverar på uttalad tillväxtplan*

2021-05-31

Analytiker: Christoffer Jennel

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

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

**Vår vision** är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

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

---

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

# INNEHÅLL

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

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q1-21	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell Prognos	11-14
Värdering	15-17
Bull & Bear	18
Intervju med VD Anders Brinck,	19
Ledning & Styrelse	20-21
Appendix	22
Disclaimer	23

## VÄRDEDRIVARE

9 av 10

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

## HISTORISK LÖNSAMHET

7 av 10

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

## LEDNING & STYRELSE

9 av 10

Ledningen och styrelsen i SMG består av ett starkt team, med flera nyckelpersoner som både har varit engagerade i Bolaget under en längre tid, samt har lång erfarenhet från olika, och för SMG relevanta, branscher. Insiderägandet i SMG är stort, med ca 38,4 % av Bolaget ägt av insiders, vilket inger förtroende som aktieägare.

## RISKPROFIL

5 av 10

Den finansiella risken i SMG bedöms som relativt låg då Bolaget är lönsamma på rörelsenivå (EBITA). Under Q1-21 uppvisade Bolaget en förlust men ska, enligt Analyst Group, ses som ett hack i kurvan givet rådande marknadsförhållanden samt de offensiva satsningar som genomfördes i Q1-21, som bäddar för stark tillväxt kommande kvartal. Med detta i åtanke bör SMG åter kunna uppvisa nettokassa kommande kvartal, vilket Bolaget gjort historiskt. Vad som ökar riskprofilen något är att Bolaget är verksamt på en konjunkturkänslig och snabbväxande bransch, samt viss osäkerhet kring hur Bolagets tillväxtplan fram till år 2022 faller ut.

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

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

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

SMG är en mediakoncern som erbjuder bland annat trailers, beställnings- och reklamfilm samt 3D-animation och visuella effekter, genom varumärkena Bond Street, Shortcut, Oddway, Magoo, Klapp & Co och Frost Studio. I ett Base scenario estimeras SMG omsätta 84,7 MSEK under år 2022, med ett EBITDA-resultat om 6,3 MSEK. Givet en EV/EBITDA om 10x, motiveras ett fundamentalt nuvärde per aktie om 5,27 kr.

#### ■ Q1-21 var som väntat svag men Q2 börjar starkt

Omsättningen under Q1-21 uppgick till 11,5 MSEK (18,5) vilket motsvarar en minskning om 38 % YoY. Att det första kvartalet skulle bli svagt låg i korten givet de striktare restriktioner som infördes i slutet av 2020 till följd av Covid-19, vilket påverkar mediebranschen i sin helhet negativt och var även något som Bolaget guidade för i Q4-20. EBITA-resultatet uppgick till -1,9 MSEK, vilket delvis var en effekt av lägre omsättning, delvis de offensiva satsningar Bolaget genomförde under Q1-21 hänfört till exekvering på Bolagets offensiva tillväxtplan, vilket lägger en grund för kommande stark tillväxt. De preliminära omsättningssiffrorna för april uppgick till 7 MSEK med ett EBITA-resultat om 1 MSEK, vilket tydligt visar på att en starkare trend är att vänta kommande kvartal.

#### ■ Bolaget exekverar på sin utstakade tillväxtplan

Under Q2-21 har SMG genomfört förvärv av Magoo AB och Klapp & Co. Förvärven har kunnat göras till förmånliga villkor givet att SMG avklarade pandemin relativt sett bättre än sina konkurrenter, som b.la. under 2020 lyckades vända till nettokassa. På årsbasis stärker förvärven SMG:s omsättning med ca 25 % och rörelseresultat med över 80 %. Att dessa förvärv kunde genomföras till en så låg utspädning som ca 5 %, anser vi vara starkt värdedrivande och tillför aktieägarvärde.

#### ■ Vi reviderar upp vårt värderingsintervall

Senaste kvartalet anser vi enbart ska ses som ett hack i tillväxtkurvan, vilket även april-siffrorna talar för. Givet de förmånliga villkoren som SMG lyckats genomföra förvärven under Q2-21 till anser vi att det är motiverat med en upprevidering av vårt värderingsintervall. Förutom att förvärven stärker SMG:s redan breda produktportfölj, öppnar det även upp ett nytt affärsområde inom digital design, app- och webbside-utveckling samt strategi- och analysarbete. Vi menar på att SMG, med dessa förvärv, blir än mer attraktiv på marknaden som den helhetsleverantör de är, och i takt med att marknaden börjar normaliseras och restriktionerna lättas, bör omsättnings- och resultatutväxten kunna accelerera starkt kommande kvartal. Vi ser ett motiverade värde om 5,27 kr i ett Base scenario.

AKTIEKURS | 4,13 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2022 ÅRS PROGNOSE

BEAR  
3,07 kr

BASE  
5,27 kr

BULL  
8,07 kr

#### SHORTCUT MEDIA (SMG)

Senast betalt (2021-05-28)	4,13
Antal Aktier (st.)	10 597 709 <sup>1</sup>
Market Cap (MSEK)	43,7 <sup>1</sup>
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	1,2
Enterprise Value (MSEK)	44,9 <sup>1</sup>
V.52 prisintervall (SEK)	1,97 – 5,40
Lista	Spotlight Stock Market

#### UTVECKLING

1 månad	-7,4 %
3 månader	15,4 %
1 år	82,7 %
YTD	22,2 %

#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Anders Brinck	17,2 %
Lennart Larsson	14,3 %
Fredrik Larsson	6,4 %
Bond Street Film Holding AB	5,9 %
Lars Blik	5,4 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Anders Brinck
Styrelseordförande	Ander Uhnér

#### FINANSIELL KALENDER

Delårsrapport Q2-21	2021-08-27
---------------------	------------

Prognos (Base), MSEK	2020	LTM	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>58,3</b>	<b>51,3</b>	<b>75,3</b>	<b>84,7</b>	<b>93,1</b>
<i>Omsättningsstillväxt</i>	<i>-15,2%</i>	<i>-25,8%</i>	<i>29,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>10,0%</i>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>157,7</b>	<b>31,2</b>	<b>47,9</b>	<b>54,4</b>	<b>60,5</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>61,6%</i>	<i>60,8%</i>	<i>63,7%</i>	<i>64,2%</i>	<i>64,9%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>4,5</b>	<b>6,3</b>	<b>9,0</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>5,0%</i>	<i>-3,1%</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,5%</i>	<i>9,7%</i>
P/S	1,6	0,9	0,6	0,5	0,5
EV/S	1,8	0,9	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	9,6	neg.	10,2	7,2	5,1

<sup>1</sup> Hänsyn tagen till utspädningseffekten om ca 5 % kopplat till förvärven av Magoo och Klapp & Co

# KOMMENTAR-Q1

---

## Omsättningen var som väntat låg under Q1-21...

Att SMG:s rapport för första kvartalet 2021 skulle bli ett kvitto på mediemarknaden fortsatta tröghet kom inte som en överraskning för oss, då detta redan flaggades för i samband med bokslutskommunikén för 2020. Omsättningen under Q1-21 uppgick till 11,5 MSEK (18,5) vilket motsvarar en minskning om 38 % jämfört med Q1-20, men av förklarliga anledningar. Restriktioner för resor och event har bibehållits till stor del under Q1-21 vilket som ett resultat minskar investeringsviljan hos SMG:s kunder tillfälligt, viktigt att poängtera är att det antagligen enbart skjutits upp till kommande kvartal. Utfasningen av avtalen med Discovery Danmark och Norge har även påverkat omsättningen negativt under kvartalet.

## ... men det finns ljus i tunneln

Flertalet av de nya kunder som SMG vunnit ramavtal med under 2020 visar på att större projektsatsningar planeras genomföras när väl rektionerna har lättats, där några redan har inletts under Q2-21 vilket tydligt går att utläsa från de preliminära omsättningssiffrorna från april som uppgick till 7 MSEK. Det tåls dock att säga att Magoo är inräknat från och med 1 april som även bidrar till omsättningen, men en månatlig omsättning om 7 MSEK är ett tydligt tecken på att det finns positiva tendenser i marknaden och en ökad investeringsvilja som bäddar för en starkare tillväxt kommande kvartal. Vi är av uppfattningen att H2-21 kan bli något av en *catch-up* effekt när väl restriktioner lättas och företags investeringsvilja kommer tillbaka. Effekterna av SMG:s förvärv av Magoo och Klapp & Co kommer även att bidra starkt till omsättningen och tillika tillväxten kommande kvartal.

## Bibehållen bruttomarginal, men EBITA-resultat kom in på negativt territorium

Bruttomarginalen för Q1-21 kom in på oförändrad nivå jämfört med Q4-20 och uppgick till 60,5 %. Med bakgrund i att SMG, olikt sina branschkollegor, satsade offensivt på tillväxt redan i inledningen av 2021, där bolaget b.l.a. intensifierade satsningar mot nya och befintliga kunder, samt lade ned resurser för att i Q2-21 presentera två nya strukturaffärer, belastades EBITA-resultatet negativt om -1,9 MSEK. Samtidigt har detta lagt en god grund för tillväxt kommande kvartal, vilket bolaget redan har sett effekter av under Q2-21, varför vi väljer att se detta kvartal mer som ett hack i kurvan, där utsikterna för att åter visa positivt rörelseresultat och tillika kassaflöde i närtid bedöms goda givet de offensiva satsningar bolaget genomfört hittills under 2021, och i takt med att marknaden normaliseras.

## Sammanfattande ord

Q1-21 rapporten visar tydligt hur marknaden vari SMG verkar inom är i sin helhet konjunkturkänslig, vilket visat sig i kvartalets hack i tillväxtkurvan. Samtidigt menar vi på att de offensiva satsningar SMG initierat i 2021 givit goda förutsättningar att uppvisa stark tillväxt och resultatförbättringar kommande kvartal. Med de två senaste förvärven har SMG på riktigt börjat exekvera på sin utstakade tillväxtplan – att dubbla verksamheten till år 2022 – och det ska bli spännande att få följa SMG:s fortsatta resa.

# INVESTERINGSIDÉ

SENASTE  
FÖRVÄRV  
MEDFÖR  
AKTIEÄGAR-  
VÄRDE

17,5 %  
CAGR  
ONLINE  
VIDEO  
2021-2025E

HÖGT  
INSIDER-  
ÄGANDE

5,27 KR  
NUVÄRDE  
PER AKTIE  
(BASE)

KONJUNKTUR-  
KÄNSLIG  
MARKNAD

HIGHLIGHTS

## SMG börjar på riktigt exekvera på sin utstakade tillväxtplan

SMG:s tillväxtplan – att dubbla verksamheten till år 2022 – börjar spela ut sig i och med de två senaste förvärven av Magoo AB och Klapp & Co. VD Anders Brinck (nominerad till styrelseordförande) flaggade för att förvärv kunde komma att ske innan sommaren i samband med bokslutskommunikén för 2020, vilket också blev fallet. Givet den pandemin som påverkat, och än idag påverkar, medieaktörer negativt, kunde SMG utnyttja sin relativt starka finansiella position och genomföra förvärven till fördelaktiga villkor. Med båda förvärven inkluderade i koncernen uppskattas SMG:s EBITA-resultat stärkas med ca 80 % på årsbasis, samtidigt som utspädningen för befintliga aktieägare endast blir ca 4,9 %, givet SMG:s finansieringsstruktur av förvärven, vilket enligt Analyst Group tillför starkt aktieägarvärde. Fler förvärv under resterade del av 2021 kan även ligga i korten.

## Verkar inom snabbväxande nischer inom mediabranschen

SMG verkar primärt i de digitala segmenten inom mediabranschen som är av högre tillväxt, såsom Online Video, Social Media, TV/OTT men även inom Gaming, vilket delvis är en förklaring till att SMG kunde stå emot bättre än marknaden under 2020, där mediemarknaden i sin helhet sjönk med 17,8 % samtidigt som SMG:s omsättning minskade med 15 % YoY. Marknaden väntas för 2021 återhämta sig relativt starkt, där Institutet för Reklam och Marknadsföring estimerar att den svenska mediemarknaden i sin helhet når en positiv tillväxt om 8 %, vari de snabbast växande segmenten, b.la. Online Video och Social Media, väntas växa tvåsiffrigt. De digitala kanaler väntas även kunna växa tvåsiffrigt efter 2021 likaså och Allied Market Research estimerar en CAGR om 17,5 % på marknaden för Online Video inom media och underhållning till år 2025, för att då vara värderad till 7,8 mdSEK.

## Högt insiderägande ingjuter stort förtroende

Största aktieägaren i SMG är tidigare VD och numera styrelseordförande Anders Brinck som äger ca 17 % av Bolagets utestående aktier. Tillsammans med övriga insiders, t.ex. Lars Blik som är VD för största dotterbolaget Bond Street Film, uppgår det totala insiderägandet i SMG till ca 38,4 %, vilket ingjuter stark förtroende för att Bolaget ska skapa aktieägarvärde framgent. SMG initierade även i början av 2021 ett incitamentsprogram för nyckelpersoner i koncernen om att teckna maximalt 400 000 teckningsoptioner (TO) som blev fulltecknat, och innebär att teckning av SMG-aktien kan göras för ett sammantaget pris om 4,72 kr under teckningsperioden 23 september till 14 oktober år 2022. När incitamentsprogrammet presenterade stod SMG i ca 3,5 kr per aktie, varför fullteckning av teckningsoptionerna visar på nyckelpersonernas starka tilltro för att SMG ska leverera på Bolagets utstakade tillväxtplan.

## Värdering – en sammanfattning

Förvärven av Magoo och Klapp & Co är två viktiga steg i rätt riktning för att nå Bolagets uppsatta mål i relation till dess tillväxtplan. Förutom att SMG stärker sitt eget produkt-erbjudande i och med förvärven, öppnas även nya affärsområden upp, vilket gör att Bolagets helhetslösning inom rörlig bild blir än desto mer attraktiv. För år 2022 estimeras SMG nå en försäljning om 84,7 MSEK<sup>1</sup>, med ett EBITDA-resultat om 6,3 MSEK, och utifrån en relativvärdering, har en EV/EBITDA-multipel om 10x satts som målmultipel, vilket motiverar ett värde per aktie om 5,27 kr.

## Ingångna avtal och riskfaktorer

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



<sup>1</sup>Ytterligare förvärv under prognosperiod har ej modellerats för, även om vi anser det som troligt. Mer om detta kan du läsa senare i analysen. Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# BOLAGSBESKRIVNING

Shortcut Media Group är en helhetsleverantör inom rörlig bild och är specialiserade inom produktion och kommunikation för bland annat inspelad och animerad film, trailers inom t.ex. TV och Gaming, promotionsmaterial, social medie-filmer, live-sändningar och digitala konferenser. SMG erbjuder en s.k. *one stop shop*, dvs helhetslösningar inom rörlig bild, vilket Bolaget är relativt ensam om på marknaden att tillhandahålla fram till dags dato. SMG innehar en diversifierad kundbas, över 100 kunder, som återfinns framförallt inom fyra olika segment:

## Välkända företag

T.ex. Volvo, H&M & IKEA

## Digitala plattformar

T.ex. Discovery, SVT Play & Cmore

## Gaming-industrin

Aktörer som Paradox & G-Loot

## Offentlig sektor

T.ex. Polisen, Skolverket och Länsstyrelsen

Det innehåll som SMG producerar publiceras framförallt på 1) digitala och sociala medieplattformar, 2) streaming-, OTT- och TV-plattformar, 3) webbsidor och intranät och 4) Digitala event och lansering samt livesända konferenser.

Koncernen utgörs av varumärken som Bond Street, Shortcut, Oddway, Frost Studio, Magoo AB och Klapp & Co. Dotterbolagen inom SMG redogörs i detalj nedan.

## Urval av produktion



## Bond Street Film (ägarandel: 90,1 %)

Bond Street Film ("BSF") tillhandahåller heltjänstlösningar inom filmproduktion, och producerar digitalt content till sina kunder för olika ändamål och genom olika plattformar, i primärt syfte för att öka kännedom om ett specifikt företag eller dess produkter/erbjudanden. BSF producerar bland annat reklam- beställnings- och utbildningsfilmer, 3D-animation, visuella effekter, trailers och promotionsmaterial. BSF gör även trailers till drama, TV, OTT samt den snabbt växande gaming-industrin. I samband med förvärvet av Klapp & Co tillfördes ett nytt affärsområde till BSF, vari digital design, app- och webbsideutveckling samt strategi- och analysarbete även kommer att kunna erbjudas framöver. Bond Street Film har en bred och välrenommerad kundbas, med kunder som CMORE, Paradox, Discovery, TV4 och Com Hem för att nämna några.

BSF är ett av Sveriges mest prisbelönta filmproduktionsbolag och tillhör en av världens främsta inom segmentet. BSF har de senaste åren vunnit 16 priser i fyra internationella och svenska tävlingar för b.l.a. sina trailers. Bolaget har sitt kontor i Stockholm och sedan januari 2020 bedrivs varumärkena Shortcut Produktion och Frost Studio inom ramen för BSF.

## Urval av kunder



## Oddway Film (ägarandel: 100 %)

Oddway är ett Göteborgsbaserat filmproduktionsbolag vars specialitet är inom reklam-, brand- och imagefilm med fokus på storytelling, som skräddarsys efter kundens specifika behov. Oddway erbjuder även produktion inom digital content och distribution för i synnerhet social media, och hjälper sina kunder att optimera sina annonser för bästa resultat. Oddway blev under 2017 utsedd till Sveriges bästa film-produktionsbolag av Årets Byrå, och har stora kunder som Volvo och H&M.

## Urval av kunder



## Magoo (ägarandel: 100 %)

Magoo AB är en kreativ studio lokaliserad i Söderhamn, vars primära verksamhet är att producera avancerad 3D-visualisering, animation och visuella effekter (VFX). Magoo har bedrivit verksamhet sedan år 2000 och har sedan dess utvecklat marknadsledande teknologi inom ovanstående segment. Bolagets kundbas återfinns primärt i Sverige och USA, och har sedan 2017 ett representationskontor i New York. Magoo har bistått med produktioner åt b.l.a. Idol, Kone och Kockarnas Kamp. Magoo har mottagit flera utmärkelser för sina produktioner, däribland Cannes Lions Grand Prix vid två tillfällen.

## Urval av kunder



# BOLAGSBESKRIVNING

SKA DUBBLA  
ORGANISATIONEN  
FRAM TILL ÅR  
2022

## Finansiella mål

Under Q4-20 antog SMG en tillväxtplan i syfte att dubbla verksamheten för att under år 2022 omsätta minst 120 MSEK, med ett EBITA-resultat om 6-12 MSEK, motsvarande en EBITA-marginal om 5-10 %. Förutom organisk tillväxt ämnar SMG att accelerera tillväxten ytterligare genom strukturaffärer, och avser att genomföra i snitt ett förvärv per år de kommande 2-3 åren. Till följd av Covid-19 har flera aktörer inom mediemarknaden drabbats hårt, varför SMG har identifierat flertalet förvärvsmöjligheter och med bakgrund i att SMG genererar positiva kassaflöden i kombination med att Bolaget har en nettokassa, kan Bolaget utnyttja den fragmenterade marknaden inom film- och mediekommunikation. Förvärv är tänkt att finansieras med en mix av nyemitterade aktier, egen kassa och krediter. Hittills under 2021 har SMG förvärvat två bolag, Magoo AB och Klapp & Co, som enligt SMG väntas tillföra ca 16-19 MSEK i omsättning och 1,9-2,5 MSEK i rörelseresultat till koncernen.

Bolaget förväntar sig att den organiska tillväxten kommer att drivas framöver av: 1) Ramavtal som vunnits eller förlängts under 2020, 2) Intensifierade samarbeten med kunder, 3) Nya ramavtal eller kunder, 4) Generell marknadstillväxt samt 5) Återgång till normaliserad marknadsaktivitet efter att pandemin lättar.

## Mål i siffror

> 120 MSEK

Omsättning  
år 2022

6-12 MSEK

EBITA-resultat  
2022

> 1

Förvärv  
per år kommande  
2-3 åren

## Intäktmodell

En viktig del i ett företags marknad- och kommunikationsstrategi är att producera rörlig bild, vilket SMG, som en helhetsleverantör, kan bistå med och sker i form av konsulttjänster. Beroende på avtalade villkor med kund, fakturerar SMG sina kunder per leverans eller per tid, där förstnämnda är mer skalbart men förknippat med högre osäkerhet i termer av intjäning, medan sistnämnda är mindre skalbart men samtidigt säkrare. Olikt andra aktörer adresserar SMG i större utsträckning ramavtal med större aktörer, vilket kan innebära lägre genomsnittlig projektstorlek än vissa andra bolag, men medför samtidigt betydligt jämnare beläggning över tid. Bolaget har oftast långa relationer med sina kunder, där en majoritet av SMG:s intäkter är av återkommande karaktär.

## Kostnadsdrivande

För att kunna bistå med helhetslösningar inom rörlig bild och således kunna tillhandahålla den kapacitet som krävs för att kunna arbeta mer flera olika projekt samtidigt, har SMG över 60 anställda, varför personalkostnaderna är den största kostnaden i Bolaget. Under råvaror och förnödenheter, som är den andra största kostnadsbasen, går också löner till inhyrda konsulter och visstidsanställda, utöver de kostnader som primärt går till teknik, användning av immateriella rättigheter och projektrelaterade resor. Täta samarbeten med underkonsulter och visstidsanställda ger SMG möjlighet att snabbt kunna växla upp kapaciteten vid stor efterfrågan, utan att Bolagets fasta kostnader ökar. Mellan åren 2019-2020 minskade Bolagets externa kostnader med ca 40 %, vilket var en effekt av kostnadseffektiviseringar, där bland annat SMG flyttade samman deras olika verksamheter till en plats i Stockholm, varför dels lokalhyror, dels övrigt administrativt, minskade avsevärt.

## Strategiska utsikter

Generellt är medieinvesteringar beroende av en stabil konjunktur för att uppvisa tillväxt, där vissa segment går bättre än andra. Covid-19 har inte enbart resulterat i flertalet inställda sport- och underhållningsevenemang, utan även begränsat affärsresor och inneburit stor osäkerhet bland företag. Detta är en svår miljö för medieaktörer som SMG att verka inom, varför minskade marknadsinvesteringar blev en naturlig följd av detta, och marknaden uppvisade kraftigt negativ tillväxt under 2020. SMG har dock kunnat stå emot bättre, vilket beror på att Bolaget verkar inom mer snabbväxande, och under pandemin även mer motståndskraftiga, digitala nischer som online video och social media, i kombination med att SMG har flera långsiktiga ramavtal med större aktörer. Konjunkturen visar nu på ljusare utsikter och det bedöms finnas ett uppdämt behov att investera inom medie- och underhållningsbranschen, och i takt med att vaccineringsenheten når en större bredd väntas medieinvesteringarna kunna normaliseras. Pandemin har dock lämnat flera aktörer inom marknaden sårbara varför SMG, med stabila kassaflöden och nettokassa, har goda möjligheter att exekvera på sin utstakade tillväxtplan och genomföra strukturaffärer till fördelaktiga villkor. SMG, som historisk gjort sex framgångsrika förvärv, har redan genomfört två förvärv under 2021 till låga värderingsmultiplar, samtidigt som de starkt bidrar till omsättningen och resultatet. Bolaget utesluter inte heller att fler förvärv kan komma att göras innan 2021 är över.

LÅNGA OCH  
STABILA  
KUND-  
RELATIONER

PERSONAL-  
KOSTNADER  
UTGÖR  
STÖRSTA  
KOSTNADS-  
DRIVAREN

PANDEMIN  
MEDFÖR  
INTRESSANTA  
MÖJLIGHETER  
FÖR SMG

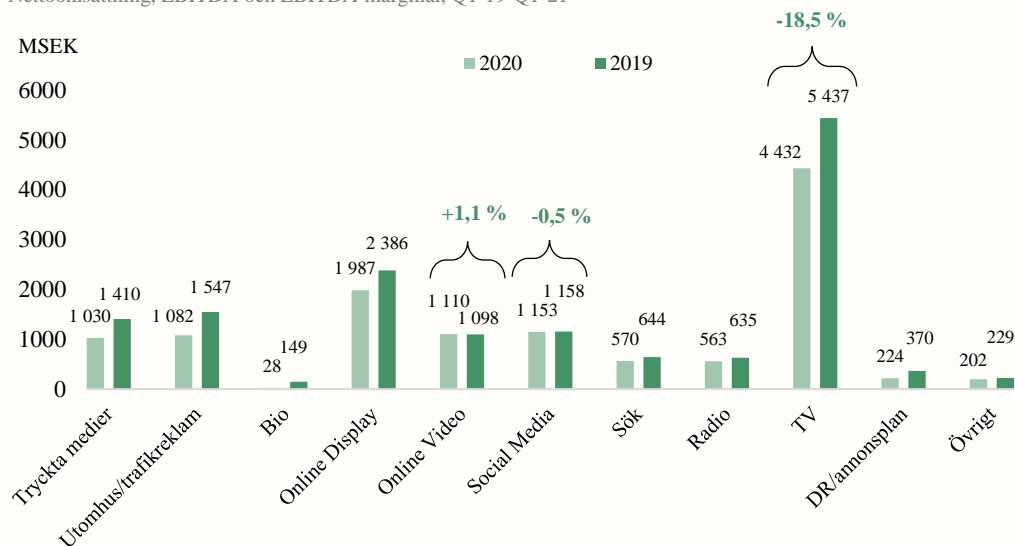


# MARKNADSANALYS

Den svenska mediemarknaden är indelad i flera olika kategorier, från mindre moderna medier som dagspress, annonsblad och radio, till mer moderna som online display, online video och social media. Under år 2020 uppgick de totala medieinvesteringarna i Sverige enligt Institutet av Reklam och Marknadsföring till 12,4 mdSEK, vilket motsvarade ett tapp om 17,8 % jämfört med år 2019 då investeringarna uppgick till 15,1 mdSEK. SMG producerar i synnerhet rörlig bild inom segmenten social media, gaming, online video och TV/OTT, till större aktörer inom privat såväl som offentlig sektor. Detta är således anledningen till att SMG kunde ta marknadsandelar under 2020 på den svenska mediemarknaden, vars omsättningen sjönk med -15 %, vilket var lägre än marknaden överlag. Online video var det enda segmentet inom mediemarknaden som växte under år 2020, där tillväxten uppgick till 1,1 %, samtidigt som investeringar inom social media minskade marginellt YoY, enbart -0,5 % jämfört med 2019, vilket är i relation till marknaden är betydligt lägre. För TV var tillväxten något mer negativ än genomsnittet, och uppgick till -18,5 %.

**Medieinvesteringarna uppgick under 2020 till 12,4 mdSEK, vilket är den lägsta noteringen sedan 2010. SMG klarade sig dock relativt bättre, och marknaden i sin helhet väntas växa starkt under 2021.**

Nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, Q1-19-Q1-21



Källa: IRM

## Återhämtning väntas under 2021

Mediemarknaden väntas vara fortsatt trög under H1-21 givet att pandemin fortfarande utgör en oroande faktor och således innebär att flera restriktioner ännu hålls kvar. Under Q1-21 uppgick medieinvesteringarna till 2,95 mdSEK, vilket är ca 9,9 % lägre en motsvarande kvartal under 2020. För online video och social media har det däremot gått betydligt bättre under första kvartalet 2021, där investeringar om ca 300 MSEK och 320 MSEK gjordes, motsvarande en tillväxt om 15,4 % respektive 16,6 %. Medieinvesteringarna inom TV sjönk under Q1-21 men i en lägre takt än marknaden, och uppgick till -6,9 %. I april 2021 ökade medieinvesteringar med 33,7 % jämfört med april föregående år, men var samtidigt den första hela månaden under pandemin och bör således tas i beaktning. Online video var den mediekategori som ökade mest under månaden och steg med 81,4 % YoY. För helåret 2021 estimerar Institutet för Reklam och Marknadsföring att den svenska mediemarknaden i sin helhet när en positiv tillväxt om 8 %, vari de snabbast växande segmenten, b.l.a. online video och social media, väntas växa tvåsiffrigt.

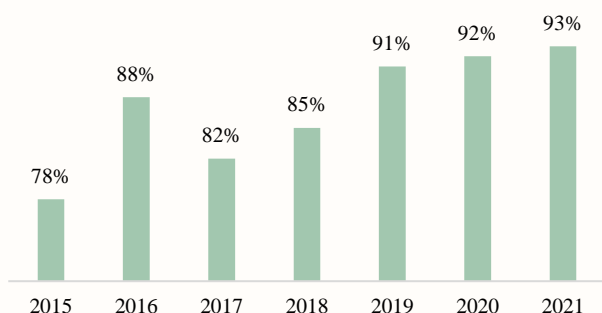
**+8 %**  
**SVENSKA**  
**MEDIE-**  
**MARKNADEN**  
**2021E**

# MARKNADSANALYS

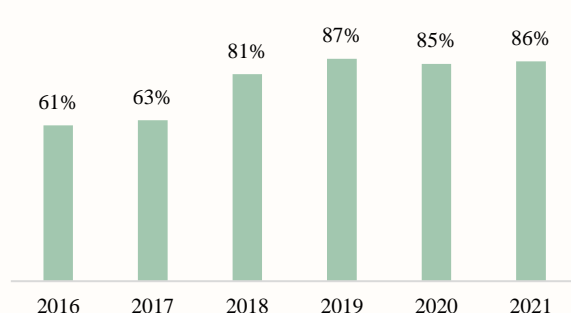
## Online Video

Att marknadsföra sig via videos på olika plattformar har, i takt med ökad användande av sociala medier och smartphones överlag, blivit allt mer populärt och således viktig för företag i deras marknadsföringsstrategier. Nedan illustreras en sammanställning av en undersökning, *State of Video Marketing Survey*, som upprättats av Wyzowl Research under 2021, med ett urval av 813 unika respondenter, bestående av professionella marknadsförare såväl som konsumenter.

Är video en viktig del i er marknadsföring?



Använder ert företag video som ett marknadsföringsverktyg?



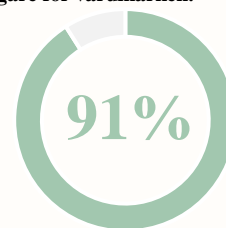
Kommer ert företag att fortsätta använda video som marknadsföring under 2021?



Planerar ni att öka alternativt bibehålla era nuvarande investeringar inom videomarknadsföring?



Andel av marknadsförare som anser att pandemin har gjort att videomarknadsföring har blivit viktigare för varumärken.

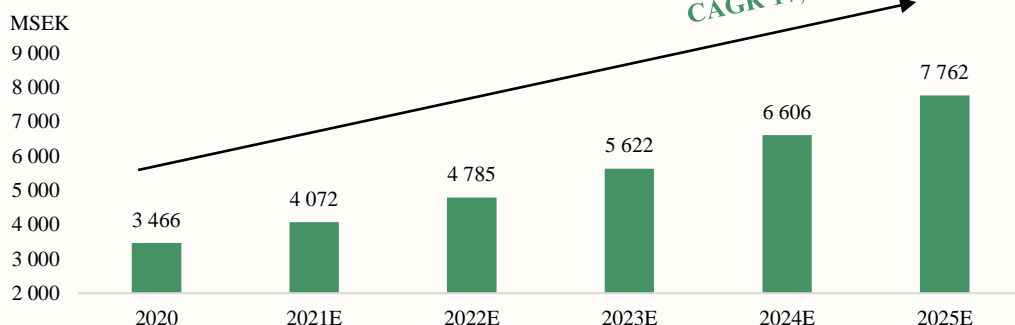


**CAGR 17,5 %**  
**MARKNADEN**  
**FÖR ONLINE**  
**VIDEO 2021-**  
**2025E**

Vidare väntas den genomsnittliga personen spendera ca 100 minuter varje dag på online videos, vilket motsvarar en tillväxt om 19 % från 2019. Sverige och Kina tillhör de länder där konsumtionen av online video är högre än genomsnittet. Den ökade konsumtionen av online videos av konsumenter väntas innebära att marknadsföring via online video blir det snabbast växande segmentet inom media enligt Zenith Media. Allied Market Research estimerar att den globala marknaden för online video inom media och underhållning kommer vara värderad till ca 4 mdSEK under 2021 och estimeras växa med en CAGR om 17,5 % till år 2025, för att då vara värderad till ca 7,8 mdSEK.

Stark tillväxt estimeras för Online Video framgent.

Marknaden för Online Video inom media och underhållning



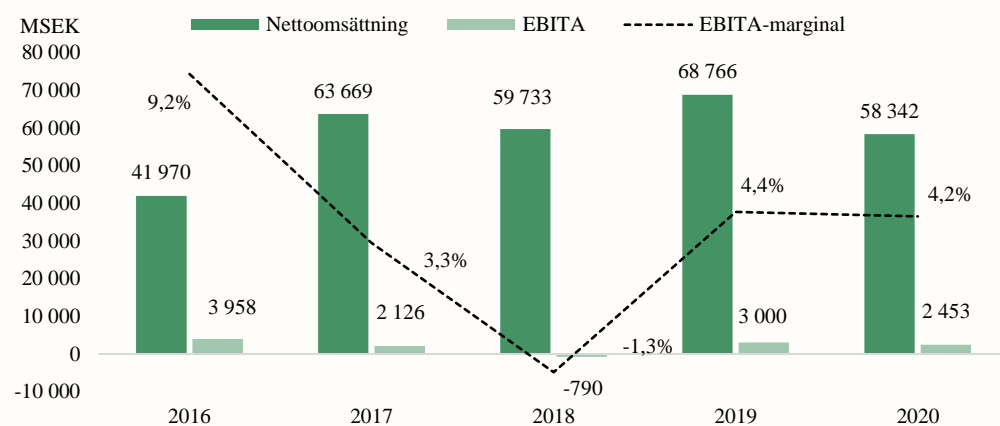
Källa: Allied Market Research

# FINANSIELL PROGNOSE

Sedan start år 2011 har SMG växt årligen, i genomsnitt, över 50 % fram till 2020, drivet av stark organisk tillväxt i kombination med förvärven av Bond Street Film under 2016 och Oddway år 2017. Shortcut har, likt andra aktörer inom mediebranschen, drabbats hårt av pandemin, även om Bolaget klarade sig relativt bättre under år 2020 med en omsättningsminskning om ca 15 % kontra den generella markandsnedgången om 17,8 %. Att SMG har positionerat sig främst inom starkt växande och digitala nischer samt har stora och trygga ramavtal har bidragit till att Bolaget lyckats bättre än marknaden. Mediemarknaden är som nämnt tidigare överlag beroende av en stabil konjunktur, där investeringar från år till år kan vara fluktuerande, vilket således påverkar aktörer som SMG. Under perioden 2016-2020 har medieinvesteringarna minskat i genomsnitt ca 2 % per år, samtidigt som SMG har haft en årlig tillväxt om 8,6 %, vilket tydligt visar att Bolaget är exponerade inom mer snabbväxande segment på mediemarknaden och tagit marknadsandelar.

**Genom att adressera mer digitala segment inom mediemarknaden, har SMG lyckats växa omsättningen med en CAGR om 8,6 % mellan åren 2016-2020 samtidigt som medieinvesteringarna minskat med 2 % årligen.**

Nettoomsättning, EBITA och EBITA-marginal, 2016-2020



Källa: SMG

## Pandemin skapar långsiktiga tillväxtmöjligheter för SMG

Genom att adressera mer stabila ramavtal i större utsträckning än konkurrenterna, som generellt inriktar sig mer mot enstaka projekt, i kombination med att SMG primärt verkar inom segment som har stått emot bättre än marknaden i sin helhet, har SMG försatt sig i en fördelaktig position på marknaden. Med god kostnadskontroll har SMG kunnat, trots ett omsättningstapp om ca 15 %, kunnat uppvisa en i princip oförändrad EBITA-marginal och starka kassaflöden, som b.l.a. använts för att betala av skulder. Bolaget har idag nettokassa, vilket ger goda möjligheter till framtida expansion och därtill utnyttja Bolagets relativa styrka jämfört med andra aktörer inom mediemarknaden som drabbats hårdare av pandemin. I enlighet med den utstakade tillväxtplanen som SMG lade fram under Q4-20, ämnar SMG att dubbla verksamheten till år 2022, vilket ska ske via organisk tillväxt samt med kompletterande strukturaffärer, i syfte att konsolidera aktörer inom den fragmenterade mediemarknaden. Under Q2-21 genomförde SMG två förvärv, Magoo och Klapp & Co, till låga värderingsmultiplar och väntas dels medföra intäkt- och kostnadssynergier, dels bidra starkt till omsättningstillväxten och resultatet.

## Flera förvärv i kikaren – men inget som modellerats för explicit

En viktig del i SMG:s uttalade tillväxtstrategi är förvärv och genom att kapitalisera på den fragmenterade mediemarknaden, via konsolidering av andra aktörer tillåts koncernen växa ytterligare, vilket i sin tur ger Bolaget och dess teknik ökad vidimering, något som kan minska införsäljningsströklarna för nya avtal med större aktörer. Med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av när, belopp, struktur på finansieringen och dylikt, väljer Analyst Group att exkludera nya potentiella förvärv i gjorda prognoser. Vi bedömer att SMG har god tillgång till kapital, dels från aktiemarknaden givet stark ägarbas, dels från obligationsmarknaden givet att Bolaget är lönsamma på rörelsenivå, varför flera förvärv är att vänta, men ska ses som en extra option på gjorda prognoser.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELL PROGNOSS

## Omsättningsprognos åren 2021-2024

Förutom att förvärven tillför SMG nya kunder som de kan bearbeta framöver, tillkommer ytterligare spetskompetens inom avancerad 3D-animation samt visuella effekter och dessutom ett nytt affärsområde i form av digital design, app- och webbutveckling samt strategi- och analysarbete. Med detta möjliggörs ett bredare produkterbjudande, som SMG dels kan erbjuda befintliga kunder, dels nya, vilket gör SMG som helhetsleverantör inom rörlig bild mer attraktiva, samtidigt som de tillåts bli mer affärskritiska för kunder då de med sin breddade kompetens kan skapa ökat mervärde för företag i sin externa såväl som interna mediekommunikation.

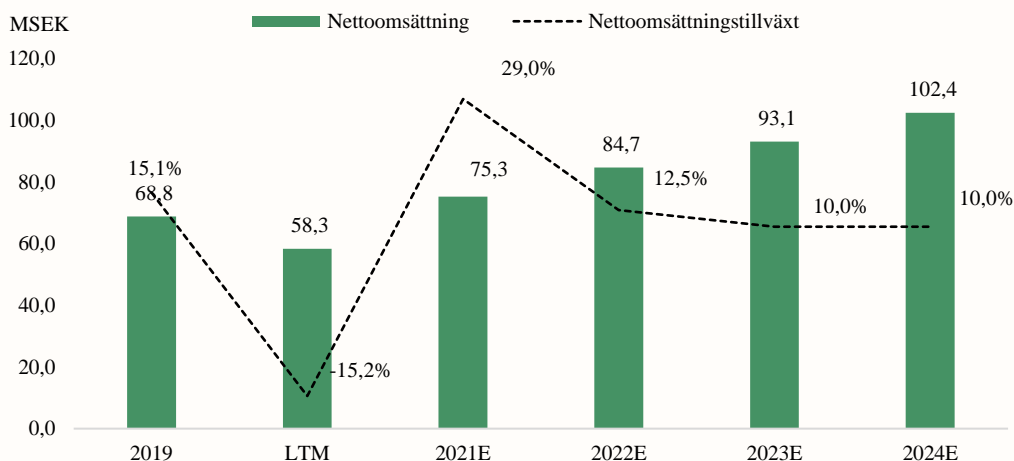
H1-21 estimeras vara ett trögare halvår för mediebranschen, vilket medieinvesteringarna under Q1-21 även indikerar, som sjönk med ca 9,9 % jämfört med Q1-20. Även om april 2021 visar på att medieinvesteringarna är på väg tillbaka gör jämförelsetalen det hela missvisande, och Q2-21 bör bli något trögt överlag för medieaktörerna, likaså för SMG, givet hur omvärldssituation ser ut fram till dags dato. I takt med en ökad bredd av vaccineringen i kombination med ljusare konjunkturutsikter estimeras H2-21 utgöra en stark återhämtning på mediemarknaden med gradvis ökad riskvilja och tillika medieinvesteringar. Med primärt affärsmässigt fokus inom de snabbväxande digitala mediekanalerna, som online video och social media, i kombination med konsoliderandet av förvärven Magoo och Klapp & Co in i koncernen och en överlag starkare mediemarknad, väntas SMG kunna leverera stark tillväxt under H2-21. Omsättningen för 2021 estimeras uppgå till 73,5 MSEK, motsvarande en tillväxt om 29 %, varvid vi estimerar att den organiska tillväxten uppgår till ca 9 %.

**73,5 MSEK**  
**OMSÄTTNING**  
**2021E**

Under 2020 vann SMG fler stora, långsiktiga ramavtal än någonsin i Bolagets historia, och hittills under 2021 har momentum i nyvunna ramavtal fortgått. Det är tydligt att fler och fler aktörer både efterfrågar och uppskattar SMG:s helhetslösning och Analyst Group förväntar sig att denna trend kommer att fortsätta. Att samla alla olika delmoment och processer inom produktionen såväl som kommunikationen av rörlig bild hos en enda leverantör istället för att vända sig till flera olika, medför inte enbart en generell förenkling utan ökar också förutsägbarheten i leveransen av innehåll. Som kund är man därmed inte beroende av flera olika leverantörer som kan ha olika leveransdagar. I takt med att SMG genomför ytterligare förvärv och blir större som koncern, i linje med Bolagets tillväxtplan, anser Analyst Group att den ökade storleken kommer att medföra ökad vidimering för SMG som aktör och dess tjänster, vilket förväntas mynna ut i hög organisk tillväxt i form av fler vunna ramavtal och orders från företag. Sammantaget ser vi, i linje med ovanstående, och med stark underliggande tillväxt i de segment SMG primärt adresserar, god tillväxt för SMG-koncernen under prognosperioden.

**SMG väntas växa starkt organiskt framgent, drivet av Bolagets exponering inom snabbväxande segment på mediemarknaden, stärkt produkterbjudande samt återhämtning inom medieinvesteringar.**

Nettoomsättning och nettoomsättningstillväxt, 2019-2024E



Källa: Analyst Groups prognoser

# FINANSIELL PROGNOSE

## Kostnadsprognos åren 2021-2024

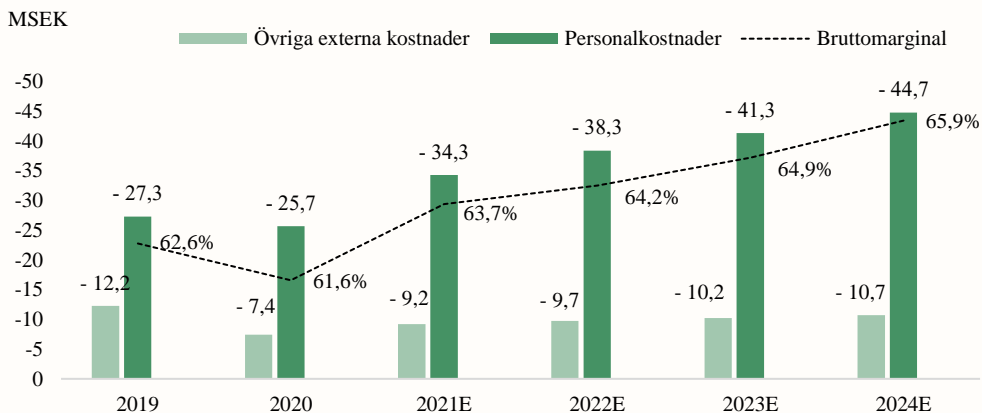
Förvärvet av Klapp & Co innebar större kostnadssynergier, då SMG i stort sett enbart förvärvade personalen och mjukvara från företaget, varför SMG kan spara in på exempelvis lokalhyra, redovisning och annan administration. Förvärvet av Magoo medförde även kostnadssynergier i form av t.ex. administration och inköp, även om dessa är av mindre karaktär. Förvärven väntas även innebära ökad kompetens *in-house* då SMG-koncernen dels breddar sin egna expertis inom 3D-animation och visuella effekter, dels införskaffar expertis inom app- och webbutveckling, digital design samt strategi- och analysarbete. Ökad kompetens väntas leda till ökad *output* per anställd, varför behovet av frilansare/inhyrd personal antas minska framgent, vilket är förknippat med lägre bruttokostnader.

Mediemarknaden väntas under år 2021 återhämta en del av tappet från 2020, och de segment vari SMG är som starkast väntas växa tvåsiffrigt framgent, vilket förväntas innebära en ökad efterfrågan på rörlig bild. Med SMG:s *one-stop-shop* – lösning och stärkta produkterbjudande bedömer Analyst Group att Bolaget i hög grad kan kapitalisera på den högre efterfrågan, varför SMG antas behöva rekrytera ytterligare personal. Sedan år 2017 har personalkostnaderna haft en relativt bestående andel av omsättningen, ca 40-45 %, vilket antas mer eller mindre fortsätta. Den ökade kompetensen *in-house*, som väntas vara ett resultat av förvärven av Magoo och Klapp & Co, antas primärt leda till minskat behov av extern personal, vilket i synnerhet förväntas synas på bruttokostnader, som till följd får en lägre andel av omsättningen. Personalkostnaderna väntas därmed öka i en liknande takt som omsättningen, även om något lägre, där tillgång till bättre och effektivare hjälpmedel för produktion av rörlig bild antas mynna ut i ytterligare ökad *output* per anställd, vilket minskar personalkostnadernas andel av omsättningen något under prognosperioden. Under 2021 estimeras dock personalkostnaderna öka med ca 33%, samtidigt som omsättning antas stiga med 29 %, där tillkommande personal från bägge förvärven har konsolideras från dess att SMG tillträdde bolagen, d.v.s. i slutet på april. Effekterna av bättre hjälpmedel väntas synas på personalkostnaderna från år 2022 och framåt.

Övriga externa kostnader minskade med ca 40 % under 2020 jämfört med 2019, vilket var en effekt av kostnadseffektiviseringar internt inom koncernen, däribland samlat alla resurser i Stockholm, vilket b.l.a. resulterade i lägre lokalhyror och teknikrelaterade kostnader. Det är med andra ord inga tillfälliga kostnadsbesparingar utan snarare effektiviseringar inom koncernen, och vi estimerar att SMG kan fortsätta utvecklas under god kostnadskontroll, varför övriga externa väntas utvecklas i en lägre takt än omsättningen under prognosperioden. För 2021 estimeras övriga externa öka med ca 24 %, vilket är lägre än den prognostiserade omsättningstillväxten, och tar således hänsyn till tillkommande övriga externa kostnader i och med förvärven.

**Ökade kompetens *in-house* och skalfördelar väntas ge god effekt på bruttomarginalen framöver. Personalkostnader väntas fortsatt vara den största kostnadsdrivaren i koncernen.**

Bruttomarginal, övriga externa kostnader och personalkostnader 2019-2024E.



Källa: Analyst Groups prognoser

# FINANSIELL PROGNOSE

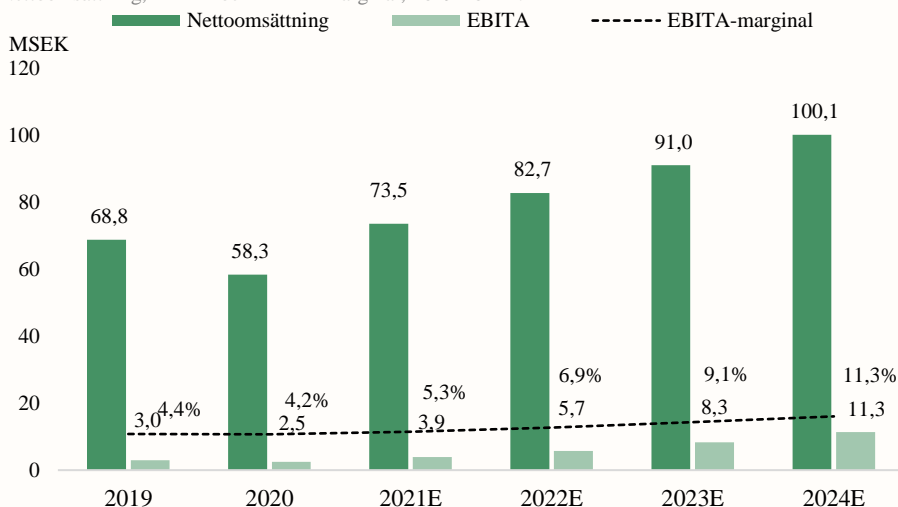
## Högre rörelsemarginal ligger i korten

I takt med att SMG dels förväntas realisera de tillkommande intäkt- och kostnadssynergier i och med förvärven av Magoo och Klapp & Co, dels skala upp verksamheten i takt med ökad marknadsaktivitet och efterfrågan, väntas EBITA-marginalen stärkas framgent. Då SMG främst inriktar sig mot större aktörer, och därmed mer stabila ramavtal och projekt, tenderar kundrelationerna bli långa. Genom att tillhandahålla en helhetslösning och en produktportfölj som kontinuerligt förbättras och således bättras, menar Analyst Group att SMG som aktör blir mer och mer affärskritisk för sina kunder och svårare att ersätta. Detta menar vi på försätter SMG i en fördelaktig position var i Bolaget på sikt kan öka priset på sina tjänster, om än marginellt, och därmed stärka marginalerna ytterligare. För år 2021 estimeras EBITA-marginal uppgå till 5,3 % och år 2024 förväntar vi oss att den har stigit till 11,3 %, givet ovanstående resonemang.

**11,3 %**  
EBITA-  
MARGINAL  
2024E

Analyst Group bedömer att marginalexpansion ligger i korten, där uppskalning av försäljningen i kombination med att tillkommande intäkt- och kostnadssynergier från förvärven väntas medföra högre lönsamhet.

Nettoomsättning, EBITA och EBITA-marginal, 2019-2024E.



Källa: Analyst Groups prognoser

Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	63,7	59,7	68,8	58,3	75,3	84,7	93,1	102,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>65,3</b>	<b>59,7</b>	<b>68,8</b>	<b>58,3</b>	<b>75,3</b>	<b>84,7</b>	<b>93,1</b>	<b>102,4</b>
Handelsvaror	-25,5	-20,3	-25,7	-22,4	-27,3	-30,3	-32,6	-34,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>39,7</b>	<b>39,4</b>	<b>43,1</b>	<b>36,0</b>	<b>47,9</b>	<b>54,4</b>	<b>60,5</b>	<b>67,6</b>
Bruttomarginal	60,9%	66,0%	62,6%	61,6%	63,7%	64,2%	64,9%	65,9%
Övriga externa kostnader	-12,2	-13,1	-12,2	-7,4	-9,2	-9,7	-10,2	-10,7
Personalkostnader	-25,4	-26,6	-27,3	-25,7	-34,3	-38,3	-41,3	-44,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>4,5</b>	<b>6,3</b>	<b>9,0</b>	<b>12,1</b>
EBITDA-marginal	3,3%	-0,4%	5,2%	5,0%	6,0%	7,5%	9,7%	11,8%
Av- och nedskrivningar exkl goodwill	0,00	-0,53	-0,57	-0,45	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
<b>EBITA</b>	<b>2,13</b>	<b>-0,79</b>	<b>3,00</b>	<b>2,45</b>	<b>3,99</b>	<b>5,82</b>	<b>8,50</b>	<b>11,60</b>
EBITA-marginal	3,3%	-1,3%	4,4%	4,2%	5,3%	6,9%	9,1%	11,3%
Av- och nedskrivningar av goodwill	-3,9	-4,3	-3,4	-5,5	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3
<b>EBIT</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>5,3</b>
EBIT-marginal	-2,7%	-8,4%	-0,6%	-5,3%	-3,0%	-0,5%	2,4%	5,2%

# K3-REGELVERKET & VÄRDERING

## GOODWILL MÅSTE SKRIVAS AV LÖPANDE ENLIGT K3- REGELVERKET

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

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

Ett exempel på ett, för många svenska investerare, känt bolag som använder K3-regelverket, är spelbolaget Embracer. I Embracer fall, som är ett förvärvsdrivet bolag, går det tydligt att se hur de löpande avskrivningarna påverkar resultatet kraftigt negativt, och får det att se ut som bolagets lönsamhet är avsevärt lägre än vad den faktiskt är. Som exempel hade Embracer under bolagets räkenskapsår 2020 en EBITDA-marginal om 28,9 %, vilket ligger i linje med andra spelbolag, men en nettomarginal om endast 4,5 %, vilket är långt under andra spelbolag som exempelvis Paradox, som redovisar enligt IFRS.

I takt med att SMG börjar genomföra förvärv framgent, då det är en del av deras tillväxtplan till år 2022, kommer avskrivningarna öka ytterligare, vilket kommer påverka nettomarginalen negativt. Därför, för att ge den underliggande verksamheten i SMG en mer ”rättvis” värdering, så kommer ett EBITDA att användas för att värdera Bolaget. EBITDA tar ej hänsyn till av- och nedskrivningar av materiella och immateriella tillgångar.

# VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med dels en peer-grupp av medieaktörer, dels konsultbolagen Provide IT och Instalco. Även om produkt och marknad skiljer sig något, finns likheter mellan företagen och SMG avseende affärsmodell, produkterbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, marginaler och till viss del kapitalstruktur.

## Tradedoubler

**Tradedoubler** – Är ett Sverigebaserat bolag med internationell närvaro och är verksamma inom prestationsbaserad digital marknadsföring som skräddarsys efter kundens behov, i syfte att hjälpa sina kunder att växa sin verksamhet. Bolaget har över 20 års erfarenhet inom digital marknadsföring och med bolagets integrerade teknikplattform spåras köpresor online och ger datadrivna insikter som möjliggör för Tradedoubler att leverera kundanpassade annonser genom flera högkvalitativa digitala kanaler. Bolaget har över 240 anställda och har kunder i mer än 80 länder.

### Peers under 2020

2,2 %  
Omsättningstillväxt

5,0 %  
EBITDA-marginal

## AYIMA

**Ayima** – Är en Sverigebaserad digital mediabyrå som erbjuder sök- och digitala marknadsföringsstrategier genom proprietär informationsteknologi, sökverktyg och anpassade in-house tjänster. Bolagets tjänster och produkter omfattar: sökoptimering, marknadsföring av social medier, betalning per klick, visningsannonsering, verktyg för innehållsanalys, prediktiv modellering och prestationsoptimering. Bolaget har kunder över hela världen inom sektorer såsom spelindustrin, finans, detaljhandel och telekommunikation.

-24,4 %

Omsättningstillväxt

11,9 %  
EBITDA-marginal

## Provide it.

**Provide IT** – Är en digital produktionsbyrå med fokus på utveckling av applikationer för webb och mobil. Bolaget arbetar primärt med s.k. Open Source-plattformar vilket innebär att bolaget fritt kan använda och modifiera plattformarnas källkod i egna projekt utan att betala höga användarlicenser till källkodens upphovsman. Provide IT har idag utvecklat ett flertal mobilapplikationer, där störst kompetens finns inom strategi, font- och back end-utveckling, samt tillhörande kvalitetssäkring och projektledning.

16,7 %

Omsättningstillväxt

16,6 %  
EBITDA-marginal

## INSTALCO

**Instalco** – Är verksamma inom installations- och servicetjänster inom primärt värme- och sanitet. Vidare erbjuder bolaget diverse tjänster inom el-kyla och industriella installationer. Störst marknad återfinns inom den nordiska marknaden och tjänsterna är främst avsedda för kommersiella lokaler, bostäder, offentliga bostäder, lager, kontor och detaljhandel. Instalco har använts i värdering av SMG givet dess liknande affärsmodell med konsulttjänster samt en uttalad förvärsstrategi.

25,1 %

Omsättningstillväxt

10,4 %  
EBITDA-marginal



## CHIMNEY

**Chimney Vigor Group** – är en prisbelönad global full-service studio som arbetar med postproduktion, trailers, MarTech, kommunikation, med mera. Chimney grundades år 1990 i Stockholm, och har sedan dess expanderat till nio länder, däribland USA, Sydkorea, Tyskland, samt Australien. Bolaget har över 400 anställda, varav ca en fjärdedel av dessa är baserade i Sverige, och arbetar på det privata bolaget Chimney Pot Sverige AB. Eftersom SMG för närvarande främst är aktivt på den svenska marknaden, är det mest relevant att jämföra med den svenska delen av Chimney Vigor Group, det vill säga Chimney Pot Sverige AB, som har använts i värderingen av SMG.

8,6 %<sup>1</sup>

Omsättningstillväxt

21,3 %<sup>1</sup>  
EBITDA-marginal

För att ge perspektiv på hur SMG står sig mot ovannämnda jämförelsebolag, redogörs samtliga bolagens tillväxt, lönsamhet, skuldsättningsgrad, kapitalbindning och multiplar i tabellen ovan.

12R	SMG	Tradedoubler	Ayima	Provide IT	Instalco	Chimney <sup>1</sup>	Genomsnitt, peers
Nettoomsättningstillväxt år 2020	-15,16%	2,20%	-24,40%	16,70%	25,10%	8,56%	5,63%
Nettoomsättningstillväxt YoY	-25,79%	6,70%	-14,40%	9,40%	20,10%	8,56%	6,07%
EBITDA-marginal 2020	4,97%	5,00%	11,90%	6,90%	10,30%	n.a.	8,53%
EBITDA-marginal	-3,06%	4,80%	15,20%	16,60%	10,40%	21,30%	11,75%
EBITDA-tillväxt år 2020	-18,80%	39,10%	317,50%	-23,80%	25,90%	-8,20%	70,10%
EBITDA-tillväxt YoY	-137,36%	35,70%	280,70%	235,00%	24,30%	-8,20%	113,50%
Soliditet	53,88%	28,00%	56,00%	73,00%	39,00%	6,53%	40,51%
Nettoskuld/EBITDA	-0,75	1,60	0,40	-1,30	1,20	n.a.	0,48
Skuldsättningsgrad	0,86	2,50	0,80	0,40	1,50	14,19	3,88
Omsättningshastighet	1,71	1,60	1,20	1,70	1,40	1,77	1,53
EV/EBITDA	-29,08	5,00	4,60	14,70	23,20	n.a.	11,88
EV/S	0,89	0,20	0,70	2,40	2,40	n.a.	1,43
P/S	0,87	0,20	0,60	2,70	2,30	n.a.	1,45
Marknadsvärde	44,51	212,00	91,00	65,00	17 145	n.a.	4 378



# VÄRDERING

Gemensamt för samtliga valda peers, och SMG, är att de är lönsamma på rörelsenivå och har varit det de senaste åren, varför värderingen kommer härledas utifrån EV/EBITDA-multipel. I Q1-21 rapporten visade SMG förlust men vi ser det snarare som ett hack i kurvan, som dels förklaras av ett tufft marknadsklimat, dels de offensiva satsningarna som genomförts under kvartalet som bäddar för stark tillväxt och lönsamhet under kommande kvartal. SMG har ett lägre bolagsvärde än peer-gruppens genomsnitt, även vid justering av Instalco som är ett betydligt större bolag än resterande peers. Vidare har SMG en lägre EBITDA-marginal, omsättnings- och EBITDA-tillväxt under dels 2020, dels de senaste tre år, än genomsnittet. Utifrån dessa parametrar är en värderingsrabatt motiverad. Värt att belysa dock är att av Instalcos omsättningstillväxt om 25 % är enbart 5 % organisk, samt att siffrorna för Chimney avser 2019 och bolaget torde ha varit negativt påverkade, likt övriga medieaktörer, av pandemin som har färgat år 2020. Med antagandet att Chimneys omsättningstillväxt under 2020 var i linje med SMG (-15%) och därmed bättre än marknaden, samt justering av Instalcos omsättningstillväxt, skulle det innebära att den genomsnittliga omsättningstillväxten för peer-gruppen om ca 5,6 % istället skulle vara -3,1 %. Detta gör en jämförelse med SMG:s organiska omsättnings-tapp mer rättvisande.

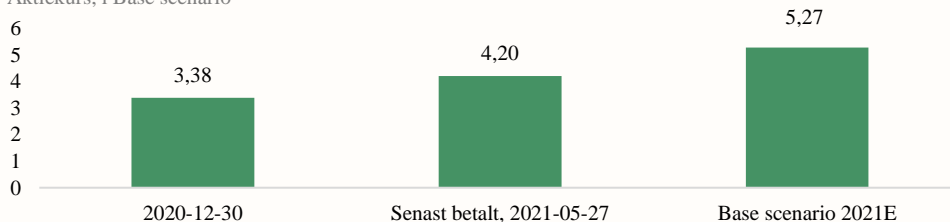
Inför SMG:s Q1-21 rapport uppvisade Bolaget en nettokassa, vilket SMG, tillsammans med Provide IT, var ensamma om i relation till övriga i peer-gruppen, men givet det negativa resultatet som Bolaget uppvisade har man åter en nettoskuld. Vi är av uppfattningen att de offensiva satsningar SMG genomfört under Q1-21, och hittills under Q2-21, kan innebära att SMG under kommande kvartal åter visar nettokassa, vilket de preliminära april-siffrorna talar för. Detta skulle tala för att riskprofilen betydligt reduceras och är något SMG bör premieras för. SMG har därtill en omsättningshastighet som överstiger jämförelsebolagen på aggregerad nivå, vilket bör ses som positivt då det sänker den operationella såväl som likviditetsmässiga risken något, samtidigt som Bolagets kapital kan användas mer flexibelt och därtill möjliggör för SMG att vara mer agil avseende potentiella investeringsmöjligheter i en större utsträckning.

Det jämförelsebolag som har störst likheter med SMG är medieaktören Chimney Pot Sverige som, likt SMG, har ett *one-stop-shop* erbjudande och är verksamma inom flera av de nischer som SMG verkar inom, även om Chimney å ena sidan är mer traditionella och bl.a. jobbar mycket med långfilmer och traditionell reklam- och kommunikationsbyråverksamhet. De största skillnaderna, å andra sidan, är att Chimney Pot Sverige dels har en betydligt högre omsättning än SMG, dels tillhör en större internationell koncern vilket möjliggör en helt annan nivå av resurstillgång. I regel är större aktörer inom mediemarknaden, likväl inom de nischer SMG och Chimney verkar inom, av högre lönsamhet eftersom skalfördelar kan realiserars i större utsträckning, exempelvis genom att fler projekt kan hanteras *in-house* varvid behovet av konsulter minskar. Som större aktör är det också vanligt att bli tilldelad de något större projekten, vilket tenderar vara av högre lönsamhet. Chimney har en EBITDA-marginal om drygt 20 %, vilket är avsevärt högre än vad SMG har i dagsläget, men visar samtidigt att genom att vara en större aktör finns större intjäning att hämta. I enlighet med SMG:s utstakade tillväxtplan, som bl.a. handlar om att göra flertalet strukturaffärer, tillåts koncernen att växa varvid Bolaget kan nå större skalfördelar och därmed nå en rörelsemarginal över 10 % på sikt.

Den historiskt sämre omsättningstillväxten och lönsamheten i SMG jämfört med peer-gruppens genomsnitt anser vi delvis vägs upp av att SMG är överlag mindre skuldsatt, har lägre kapitalbindning, men framförallt då Bolagets utstakade tillväxtplan utgör en stark trigger för både *topline* och således lönsamheten. Genom att växa organisationen möjliggörs skalfördelar i större uträkning, vilket Chimney är ett bra exempel på, varför vi ser stark EBITDA-tillväxt för SMG under prognosperioden. Sammantaget anser vi att SMG bör värderas till en EV/EBITDA-multipel om 10x på 2022 års estimerade EBITDA om 6,3 MSEK, vilket ger ett fundamental nuvärde per aktie om 5,27 kr, givet en diskonteringsränta om 12 %.

**Vi ser ett motiverat värde om 5,27 kr i SMG i ett Base scenario, baserat på 2022 års estimat.**

Aktiekurs, i Base scenario



# BULL & BEAR

## Bull scenario

I ett Bull scenario väntas en betydligt starkare återhämtning på mediemarknaden överlag, samtidigt som pandemin i en större uträkning har förändrat företags efterfrågan när det kommer till rörlig bild i takt med den ökade digitaliseringen, vari fler väntas vilja exponeras i digitala kanaler. Med ett primärt fokus inom b.la. online video och social media väntas efterfrågan på SMG:s helhetslösning accelerera i en snabbare takt än vad som estimeras i ett Base scenario, vilket i kombination med kommande strukturaffärer bedöms leda till att SMG framgångsrikt lyckas exekvera på sin tillväxtplan. Den organiska tillväxten estimeras mellan åren 2021-2022 uppgå till i snitt ca 29 % årligen, drivet av dels ovanstående, men även av att SMG lyckas mer effektivt bearbeta de nya kunderna som tillfaller koncernen efter förvärven av Magoo och Klapp & Co, givet att de har en kompletterande kundbas till SMG, vilket medför goda intäktssynergier. Med hänvisning till att SMG väntas växa som koncern i en snabbare takt än i ett Base scenario väntas således lönsamheten stärkas ytterligare, förknippat till de skalfördelar som blir en effekt av att koncernen växer. I ett Bull scenario anser vi att SMG bör värderas till en EV/EBITDA-multipel om 10x på 2022 års estimerade EBITDA om 9,6 MSEK, vilket ger ett fundamental nuvärde per aktie om 8,07 kr, givet en diskonteringsränta om 12 %.

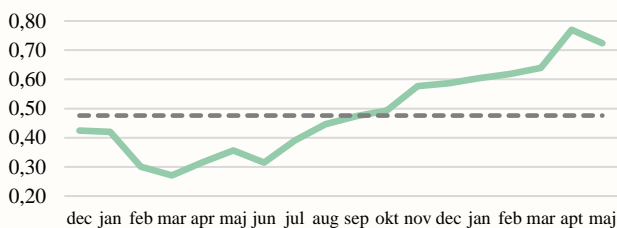
## Bear scenario

I ett Bear scenario förväntas integrationen av Magoo och Klapp & Co blir något långdragen, vilket väntas vara resurskrävande i termer av tid och pengar. Vidare estimerar vi att SMG får svårigheter att bearbeta de nya kunderna och realisera tänkta intäktssynergier. Vi tar även höjd för att den förväntade *catch-up*-effekten under H2-21 som väntas i ett Base och Bull scenario blir betydligt lägre, vilket delvis påverkar SMG:s organiska tillväxt negativt och tillika kassaflödesgenereringen i rörelsen. Med detta i beaktning kan SMG tänkas möta svårigheter att genomföra ytterligare förvärv på sikt, där i sådant fall enbart mindre förvärv kan ske som sammanlagt inte räcker för att uppnå Bolagets utstakade tillväxtplan. I ett Bear scenario möter SMG tuffare konkurrens, där dels Chimney lyckas utöka sina marknadsandelar, dels att andra medieaktörer också börja erbjuda helhetslösningar, vilket väntas påverka SMG:s försäljning negativt samtidigt som det pressar ned deras marginaler till ett negativt territorium under år 2021 och 2022. Med detta i åtanke värderas SMG utifrån P/S-multipeln.

SMG har under de senaste 18 månaderna värderats till en genomsnittlig P/S-multipel om ca 0,5x. I ett Bear scenario värderar vi SMG till en P/S-multipel om 0,55x på 2022 års estimerade försäljning om 68 MSEK, vilket, givet en diskonteringsränta om 12 %, ger ett fundamentalt nuvärde per aktie om 3,07 kr.

### P/S multipel SMG.

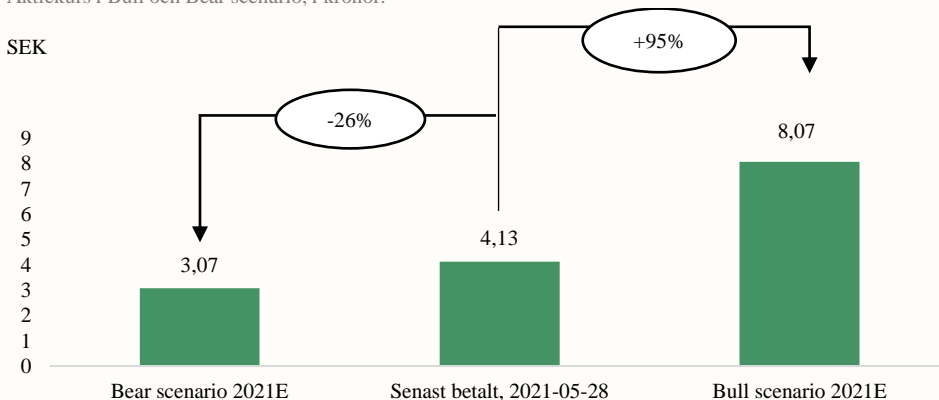
P/S, rullande tolv månader (LTM)



Källa: Analyst Group

### Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs i Bull och Bear scenario, i kronor.



Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# INTERVJU MED VD ANDERS BRINCK

---



**Under första kvartalet 2021 minskade medieinvesteringarna i Sverige med ca 10 % jämfört med motsvarande period under 2020. Samtidigt minskade SMG:s omsättning med 38 % YoY, där omsättningstappet förklaras av att de striktare restriktioner som infördes i slutet av 2020 till följd av Covid-19 har försenat en del projekt. Kan du utveckla mer om varför SMG presterar relativt sämre än marknaden under Q1-21? Hur ser du på resterande del av 2021?**

Medieinvesteringarna avser både kreation/produktion och distribution av innehåll. Vi fokuserar på kreation/produktion av innehåll. Distributionen har påverkats mindre av restriktioner på fysiska platser än vad kreation/produktion har påverkats. Det går t.ex. lika bra att publicera innehåll på digitala/sociala medier även om det råder restriktioner kring resor. Medan restriktioner kring resor och fysiska möten tillfälligt får stor påverkan på möjlighet att spela in. På motsvarande sätt lär det bli tvärtom när restriktionerna lättas upp. Alltså att våra fokussegment presterar bättre än marknaden generellt, då ett stort uppdämt behov av kreation och produktion finns. Det syns t.ex. redan i siffrorna för april.

**I VD-kommentaren nämner du att SMG har under Q1-21 gjort en rad offensiva satsningar gentemot nya och befintliga kunder. Kan du utveckla detta?**

Konkreta kostnader som hör till satsningar och som inneburit resultat som redan är publika inkluderar:

- Förvärv av Magoo AB
- Förvärv av Klapp&Co
- Ramavtal med Stockholms Läns Landstring och Region Stockholm
- Ramavtal med Frilans Finans
- Vunnet ramavtal plus beställningar ([länk](#))
- Generellt väsentligt positiv intäkts- och resultateffekt i april (och framåt)

Vi har en förhoppning om att nå fler positiva resultat framöver.

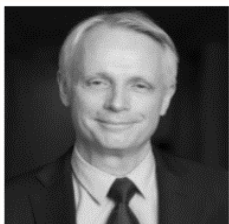
**Ni har hittills under Q2-21 genomfört två förvärv, Magoo och Klapp & Co, vad är bakgrunden till att ni förvärvade just dessa bolag och vilka synergieffekter tillkommer i och med förvärven. Innebär dessa två förvärv att ni förvärvat färdigt i år?**

Förvärvet av Klapp&Co kommer innebära ett antal kostnadssynergier för bl.a. lokalhyra, redovisning, försäkringar m.m. då verksamheten förs över till Bond Street Film. Även förvärvet av Magoo innebär vissa kostnadssynergier på den administrativa sidan, om än mindre än Klapp&Co, eftersom Magoo är ett separat kontor i en annan stad. Båge förvärven innebär betydande möjliga intäktsynergier. Sådana ska man dock vara försiktig med att kvantifiera för tidigt, så intäktsynergier finns inte med i de finansiella tal vi kommunicerat kring förvärven. Vi har flera andra förvärvsdialoger, så jag utesluter inte att det blir aktuellt med fler affärer i år.

**Vad blir viktigt för investerare att hålla utkik på under resterande delar av 2021?**

Väsentliga organiska och ev. strukturaffärer. Samt vår löpande kommunikation om den fortsatta utvecklingen av verksamheten. Vi ser som sagt mycket positivt på resterande av året och upplever just nu en viss *catch-up* effekt i aktivitet och ordergång från kunder.

# LEDNING & STYRELSE



## Anders Uhnér, styrelseordförande

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

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 131 840 st (1,3%)**.



## Lena Carlberg, styrelseledamot

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

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



## Maria Andersson Grimaldi, styrelseledamot

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

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



## Ken Skoog, styrelseledamot

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

**Aktieinnehav (andel av Bolaget) 27 000 st (0,3 %)**



## Anders Brinck, VD för Shortcut Media Group

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

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 1 729 455 st (17,2 %)**



## Lars Bilk, VD för dotterbolaget Bond Street Film

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

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 540 149 st (5,4 %) och 100 000 köpoptioner i SMG.**

# LEDNING & STYRELSE



## **Peter Söderlind, COO för Shortcut Media Group**

Peter tillträdde som COO för SMG-koncernen 2019 och har sedan dess b.l.a. bidragit till att framtidssäkra koncernens erbjudande, växa antalet långsiktiga kunder samt att utveckla SMG:s affärsplan. Innan Peter blev en del av SMG-koncernen var han VD på Chimney Pot Sverige AB, som under hans sista år som VD omsatte 180 MSEK med ett rörelseresultat på 42 MSEK.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 135 401 st (1,3 %) och 502 223 köpoptioner i SMG.**



## **Eva Poysti, Chief Operating Officer**

Innan rollen som COO för SMG-koncernen hade Eva en motsvarande roll fast i dotterbolaget Bond Street Film, där hon tillträdde under 2020. Dessförinnan har Eva varit operativ chef/COO på flera av landets största organisationer inom rörlig bild, b.l.a. NENT, SVT och TV4, samt haft personalansvar för 400 anställda och budgetansvar på över 300 MSEK.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 0 st (0%) och 50 000 köpoptioner i SMG.**



## **Christer Karlsson, CFO**

Christer Karlsson agerade CFO i SMG på konsultbasis mellan åren 2016-2019 och var då starkt bidragande i förvärvs- finansierings- och IR-frågor. Christer kommer närmast från en roll som Group CFO på Aspia och är dessutom idag styrelseledamot och medlem i risk- och revisionskommittén på ICA Försäkring och styrelseledamot i Moment Hotels. Christer har en kandidat inom finans och redovisning från Stockholms universitet.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 50 000 st (0,5 %).**

# APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	63,7	59,7	68,8	58,3	75,3	84,7	93,1	102,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>65,3</b>	<b>59,7</b>	<b>68,8</b>	<b>58,3</b>	<b>75,3</b>	<b>84,7</b>	<b>93,1</b>	<b>102,4</b>
Handelsvaror	-25,5	-20,3	-25,7	-22,4	-27,3	-30,3	-32,6	-34,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>39,7</b>	<b>39,4</b>	<b>43,1</b>	<b>36,0</b>	<b>47,9</b>	<b>54,4</b>	<b>60,5</b>	<b>67,6</b>
Bruttomarginal	60,9%	66,0%	62,6%	61,6%	63,7%	64,2%	64,9%	65,9%
Övriga externa kostnader	-12,2	-13,1	-12,2	-7,4	-9,2	-9,7	-10,2	-10,7
Personalkostnader	-25,4	-26,6	-27,3	-25,7	-34,3	-38,3	-41,3	-44,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>4,5</b>	<b>6,3</b>	<b>9,0</b>	<b>12,1</b>
EBITDA-marginal	3,3%	-0,4%	5,2%	5,0%	6,0%	7,5%	9,7%	11,8%
Av- och nedskrivningar exkl goodwill	0,00	-0,53	-0,57	-0,45	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
<b>EBITA</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>5,8</b>	<b>8,5</b>	<b>11,6</b>
EBITA-marginal	3,3%	-1,3%	4,4%	4,2%	5,3%	6,9%	9,1%	11,3%
Av- och nedskrivningar av goodwill	-3,9	-4,3	-3,4	-5,5	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3
<b>EBIT</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>5,3</b>
EBIT-marginal	-2,7%	-8,4%	-0,6%	-5,3%	-3,0%	-0,5%	2,4%	5,2%
Bull scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	63,7	59,7	68,8	58,3	81,7	96,4	110,8	127,5
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>65,3</b>	<b>59,7</b>	<b>68,8</b>	<b>58,3</b>	<b>81,7</b>	<b>96,4</b>	<b>110,8</b>	<b>127,5</b>
Handelsvaror	-25,5	-20,3	-25,7	-22,4	-28,6	-33,3	-37,0	-40,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>39,7</b>	<b>39,4</b>	<b>43,1</b>	<b>36,0</b>	<b>53,1</b>	<b>63,1</b>	<b>73,8</b>	<b>86,8</b>
Bruttomarginal	60,9%	66,0%	62,6%	61,6%	65,0%	65,5%	66,6%	68,1%
Övriga externa kostnader	-12,2	-13,1	-12,2	-7,4	-9,9	-11,0	-11,8	-14,2
Personalkostnader	-25,4	-26,6	-27,3	-25,7	-36,3	-42,5	-48,1	-54,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>6,9</b>	<b>9,6</b>	<b>14,0</b>	<b>18,3</b>
EBITDA-marginal	3,3%	-0,4%	5,2%	5,0%	8,5%	10,0%	12,6%	14,4%
Av- och nedskrivningar exkl goodwill	0,00	-0,53	-0,57	-0,45	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
<b>EBITA</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>6,4</b>	<b>9,1</b>	<b>13,5</b>	<b>17,8</b>
EBITA-marginal	3,3%	-1,3%	4,4%	4,2%	7,9%	9,5%	12,2%	14,0%
Av- och nedskrivningar av goodwill	-3,9	-4,3	-3,4	-5,5	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3
<b>EBIT</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>7,2</b>	<b>11,6</b>
EBIT-marginal	-2,7%	-8,4%	-0,6%	-5,3%	0,2%	3,0%	6,5%	9,1%
Bear scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	63,7	59,7	68,8	58,3	64,8	68,0	71,4	75,0
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>65,3</b>	<b>59,7</b>	<b>68,8</b>	<b>58,3</b>	<b>64,8</b>	<b>68,0</b>	<b>71,4</b>	<b>75,0</b>
Handelsvaror	-25,5	-20,3	-25,7	-22,4	-25,3	-26,2	-27,7	-29,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>39,7</b>	<b>39,4</b>	<b>43,1</b>	<b>36,0</b>	<b>39,4</b>	<b>41,8</b>	<b>43,7</b>	<b>45,7</b>
Bruttomarginal	60,9%	66,0%	62,6%	61,6%	60,9%	61,4%	61,3%	61,0%
Övriga externa kostnader	-12,2	-13,1	-12,2	-7,4	-9,9	-9,4	-9,1	-9,6
Personalkostnader	-25,4	-26,6	-27,3	-25,7	-33,6	-33,7	-34,4	-35,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>
EBITDA-marginal	3,3%	-0,4%	5,2%	5,0%	-6,2%	-2,0%	0,3%	1,1%
Av- och nedskrivningar exkl goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITA</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>
EBITA-marginal	3,3%	-1,3%	4,4%	4,2%	-7,0%	-2,8%	-0,4%	0,4%
Av- och nedskrivningar av goodwill	-3,9	-4,3	-3,4	-5,5	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3
<b>EBIT</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>-8,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,9</b>
EBIT-marginal	-2,7%	-8,4%	-0,6%	-5,3%	-16,6%	-11,9%	-9,1%	-7,9%

# 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 **Shortcut Media Group** (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 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



## AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund