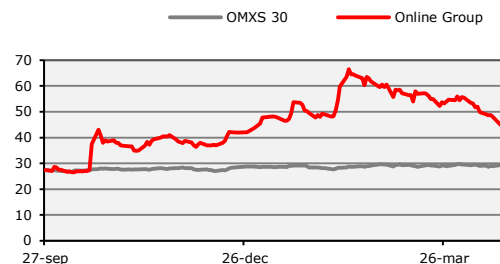


**Sammanfattning**
**Online Group (ONGE.ST)**
**Stark början på året**

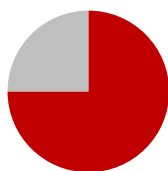
- Online Group visar på en stark försäljning- och resultattillväxt för första kvartalet. Omsättningen landade på 87,8 miljoner kronor och bolaget imponerade med ett resultat efter skatt på 20,8 miljoner kronor.
- Konsolideringen av förvärven av Jamtport, Binero och Digital Next slutfördes under första kvartalet och vi räknar med en helårsomsättning på 362 miljoner och ett EBITDA resultat på 104 miljoner, vilket är i linje med bolagets egna prognoser.
- Revisionen av Årsredovisningen för 2013 justerade både EBITDA och skattesiffror för helåret 2013 samt resulterade i en goodwillnedskrivning på 22 miljoner. Detta har skapat en osäkerhet på marknaden vilket har dragit ner kursen.
- Baserat på våra reviderade prognoser för 2014 handlas Online Group till EV/EBIT 5,4x, vilket är lågt givet bolagets nuvarande och väntade resultatutveckling. DCF-värdet uppgår till 75 kronor.

Lista:  
Börsvärde:  
Bransch:  
VD:  
Styrelseordf:

First North  
580 MSEK  
Media  
Urban Johansson  
Manfred Aronsson

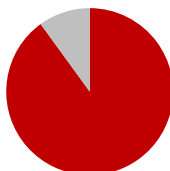

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



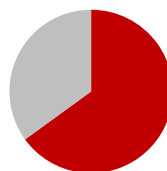
7,5 poäng

Ägarskap



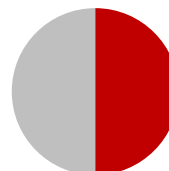
9,0 poäng

Tillväxtutsikter



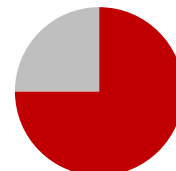
6,5 poäng

Lönsamhet



5,0 poäng

Finansiell styrka



7,5 poäng

**Nyckeltal**

|                     | 2012   | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | Fakta                                                       |      |
|---------------------|--------|------|-------|-------|-------|-------------------------------------------------------------|------|
| Omsättning, MSEK    | 149    | 242  | 362   | 394   | 430   | Aktiekurs (SEK)                                             | 47,8 |
| Tillväxt            | -9%    | 63%  | 50%   | 9%    | 9%    | Antal aktier (milj)                                         | 12,1 |
| EBITDA              | 1      | 75   | 104   | 126   | 138   | Börsvärde (MSEK)                                            | 580  |
| EBITDA-marginal     | 1%     | 31%  | 29%   | 32%   | 32%   | Nettoskuld (MSEK)                                           | -91  |
| EBIT                | -101   | 67   | 95    | 116   | 128   | Free float (%)                                              | 45 % |
| EBIT-marginal       | Neg    | 28%  | 26%   | 29%   | 30%   | Dagl oms. ('000)                                            | 55   |
| Resultat före skatt | -117   | 59   | 90    | 112   | 123   | Analytiker:<br>Henrik Senestad<br>henrik.senestad@redeye.se |      |
| Nettoresultat       | -114   | 92   | 89    | 103   | 96    |                                                             |      |
| Nettomarginal       | Neg    | 38%  | 25%   | 26%   | 22%   |                                                             |      |
| Utdelning/Aktie     | 0,00   | 0,00 | 0,00  | 2,54  | 3,96  |                                                             |      |
| VPA                 | -20,33 | 8,21 | 7,36  | 8,46  | 7,92  |                                                             |      |
| P/E                 | 0,00   | 6,70 | 6,49  | 5,65  | 6,04  |                                                             |      |
| EV/S                | 0,37   | 2,60 | 1,35  | 0,89  | 0,73  |                                                             |      |
| EV/EBITDA           | 42,70  | 8,40 | 4,70  | 2,78  | 2,27  |                                                             |      |

**Viktig information:** All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

## Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

### Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

### Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

### Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

### Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

### Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

### Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

## Stark början på året

---

*Börjar året starkt*

Den starka utvecklingen från i slutet på 2013 har fortsatt under första kvartalet 2014. Bolaget redovisade det starkaste kvartalet i bolagets historia med en omsättning på 87,8 miljoner kronor och ett resultat efter skatt på 20,7 miljoner kronor. Värt att komma ihåg är dock att förändringstakten i koncernstrukturen varit intensiv under det senaste året, vilket sannolikt påverkat både negativt och positivt. Detta visade sig bland annat i en ytterligare goodwillnedskrivning i årsredovisningen på 22 miljoner kronor, samt mindre förändringar av EBITDA och skatt. När väl koncernstrukturen är satt förväntar vi oss en mer stabil och ren redovisning.

*Under inledningen av året har ONG slutfört flertalet förvärv*

Under Q1 slutfördes förvärven av Binero, Jamtport och Digital Next UK. Det är således mycket som hänt de senaste månaderna vilket sannolikt påverkat resultaträkning på diverse rader, både direkt och via förändringar i balansräkningen. En större förändring som påverkat våra estimat är den nedskärning på 15 personer som resulterade i ungefär 6 miljoner i minskade kostnader jämfört med våra prognoser. Jamtport och Binero konsoliderades fullt ut från och med februari vilket innebär att vi inför andra kvartalet kommer få se ytterligare effekt på försäljning och EBITDA när bolagen har varit konsoliderade i ett helt kvartal.

*Integration, operationell effektivitet och att etablera processer är fokus framöver*

Fjölåret 2013, var förvärvsintensivt, vilket innebär en utmaning vad gäller integrering mm. Därför är det betryggande att i VD-ordet läsa att fokus framöver ligger på operationell effektivitet, processer samt att implementera systemstöd. VD uttrycker tydligt att fokus är att säkerställa kraftfull styrning mot satta nyckeltal samt att implementera nya processer och system.

Från nedan tabell ser vi att Q1-rapporten var ungefär i linje med våra prognoser. Den post som utmärker sig är skillnaden i vinst per aktie, vilket förklaras av att Online Group betalat av räntebärande skulder under perioden (därmed lägre räntekostnad) samt att vi räknat med en högre skattesats.

**Tabell: Faktiskt utfall vs. prognos**

| SEKm                       | Q1'13 | Q1'14E | Utfall | Diff |
|----------------------------|-------|--------|--------|------|
| Försäljning                | 47,9  | 86,0   | 87,8   | 2%   |
| EBITDA                     | 6,6   | 24,1   | 23,9   | -1%  |
| EBIT                       | 5,4   | 21,6   | 22,0   | 2%   |
| VPA, SEK                   | 0,4   | 1,4    | 1,7    | 18%  |
| Försäljningstillväxt (YoY) | 18%   | 80%    | 84%    | 2%   |
| EBITDA marginal            | 13%   | 28%    | 27%    | 2%   |
| VPA tillväxt (YoY)         | na    | >100%  | >100%  | 18%  |

När vi tittar närmare på bolagets kostnadsbas ser vi även att övriga externa kostnader stigit jämfört med våra prognoser. Detta kopplar vi dels samman med kostnader som är relaterade till förvärv samt dels till kostnadsstrukturen hos de förvärvade bolagen. En del av ökningen bör således vara av tillfällig karaktär. Personalkostnader, som vi tidigare nämnt, har sjunkit p.g.a. den effektivisering som genomförts i de förvärvade bolagen. Vi kommer i våra prognoser framöver räkna med lägre personalkostnader samt med något högre externa kostnader. Sammantaget kommer det inte att påverka våra prognoser för EBITDA-marginalen nämnvärt.

### Kassan och kassaflödet

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital uppgick till 22,6 miljoner kronor. Ökningen av fordringar på grund av ökad försäljning i kvartalet binder kapital i och rörelsekapitalet påverkas negativt med 19,2 miljoner i kvartalet (varav 11 miljoner beror på Bineroförvärvet). Det är svårt att avgöra hur de olika M&A-aktiviteterna och periodiseringarna mm påverkar rörelsekapitalet i kvartalet men vi att kommer hålla extra koll på utvecklingen av rörelsekapitalet framöver.

Investeringar påverkar kassaflödet med -8,6 miljoner kronor, vilket hör ihop med de förvärv som betalats under kvartalet. Kassaflödet från finansieringsverksamheten har påverkats av amorteringar och avbetalningar av olika garantier, reverser och lån kopplade till förvärv samt emissionen i slutet av 2013. Totalt uppgick kassaflödet från finansieringsverksamheten till -29,8 miljoner kronor. Räntebärande skulder uppgick den 31 mars 2014 till 76,9 miljoner kronor (88,1 miljoner per 31 december 2013).

## Finansiella prognoser

---

*Online Groups affärsmodell kantas av en stor del repetitiva intäkter...*

*...och en låg churn*

*Framöver bör intäkten, marginalen och snittlivslängden per kund öka*

*Online Group har cirka 2500 online-marknadsföringskunder och cirka 180 000 kunder inom webhostning*

*Ambitionen framöver är att öka andelen hosting vilket kommer innebära att bolagets churn minskar till ungefär hälften av dagens nivå*

*Målet är dels att öka antalet hostade webplatser till 1 miljon samt att dels dubbla intäkten per kund*

Online Groups affärsmodell innehåller en stor del repetitiva intäkter och påminner mycket om en telekomoperatör. Kunder blir ofta initialt introducerade till en eller ett par tjänster och ibland till en uppstartsrabatt. Över tid är sedan ambitionen att få kunden att succesivt lägga en större del av sin onlineaffär till Online Group vilket är bra ur flera synvinklar såsom att kunden blir mer trögrörlig (och därmed churnen lägre) samt att intäkten och marginalen per kund blir högre. Framöver är även fokus på korsförsäljning mellan affärgrenarna onlinemarknadsföring och hosting. Bolaget arbetar med långa bindningstider, upp till 36 månader. Då bolaget styr affären mot fastpris som debiteringsmodell och långa bindningstider får man således en affärsmodell som liknar telekomoperatörers med en trögrörlig kundbas och en förutsägbar intäktsnivå.

Idag har Online Group cirka 2 500 onlinemarknadsföringskunder och cirka 180 000 kunder inom webhostning. I rapporten för första kvartalet går bolaget ut med churnsiffror för första gången. Mätt på årstakt uppgick churnen till 7 procent inom hostingverksamheten och inom onlinemarknadsföring till 10 procent. Detta är något lägre än vad vi tidigare räknat med (10 procent churn för koncernbolaget). Ett av bolagets strategiska mål är att öka andelen hosting av bolagets totala affär från idag 50 procent till 80 procent under de nästkommande åren, vilket troligtvis kommer att leda till än lägre churn. Med en avtagande churn och en strategi för att öka försäljningen kan bolagets tillväxt öka framöver.

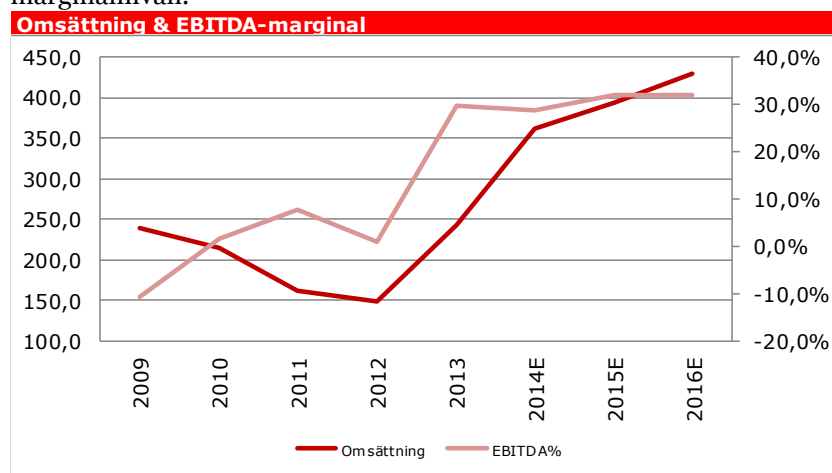
Online Group har bland annat som mål att inom överskådlig framtid hosta cirka 1 miljon webplatser jämfört med dagens 0,7 miljoner. Den andra delen av bolagets strategi är att arbeta hårt för att sälja fler tjänster till befintliga kunder. Skulle bolaget lyckas med målen kommer kundbasen växa och engagemanget per kund öka, vilket både leder till stigande intäkt (både totalt och per kund), minskad snittchurn samt tilltagande lönsamhet. Således har bolaget en strategi och en plan som, om den lyckas, kommer att leda till en succesivt intäktstillväxt till följd av att churnen minskar och att nyförsäljningen ökar, jämfört med hur det sett ut historiskt.

Givet koncernbolagens historik, gruppens tydliga mål med kors- och merförsäljning på befintlig kundbas, ett uttalat mål att dubbla intäkten per kund samt strategin och den mer säljoptimerade organisationen, ser vi det som möjligt att bolaget kan växa något snabbare än marknaden. Vi är dock något försiktiga och väntar oss att Online Group växer omkring 9 procent underliggande framöver. Tillväxttaken för 2014 förväntar vi landar på ungefär 49 procent jämfört med 2013, vilket beror till huvudsak av konsoliderade förvärv gjorda under 2013.

*Vi väntar oss att EBITDA-marginalen kan hållas omkring 30 %*

Vad gäller kostnadsnivån utgår vi från koncernbolagens historik, bolagets utveckling det senaste året, samt en estimering kring vad planerna framöver kan medföra. Grovt uttryckt har hostingbolagen legat omkring på 30-45 procent EBITDA-marginal och onlinemarknadsföringsbolagen underliggande strax under hälften av hostingbolagen. Givet den ovan beskrivna strategin, de väntade organisatoriska synergier, samt att bolaget redovisade en underliggande EBITDA-marginal i Q4 omkring 30 procent samt en EBITDA-marginal på 27 procent för Q1 tror vi att bolaget kan hålla denna nivå framöver. Studerar vi internationella konkurrenter vore det inte en orimlighet för bolaget att nå en marginal över 40 procent och således kan vi ha underskattat marginalförbättringspotentialen.

Nedan tabell illustrerar historiken och vår prognos för intäkt- och marginalnivån.



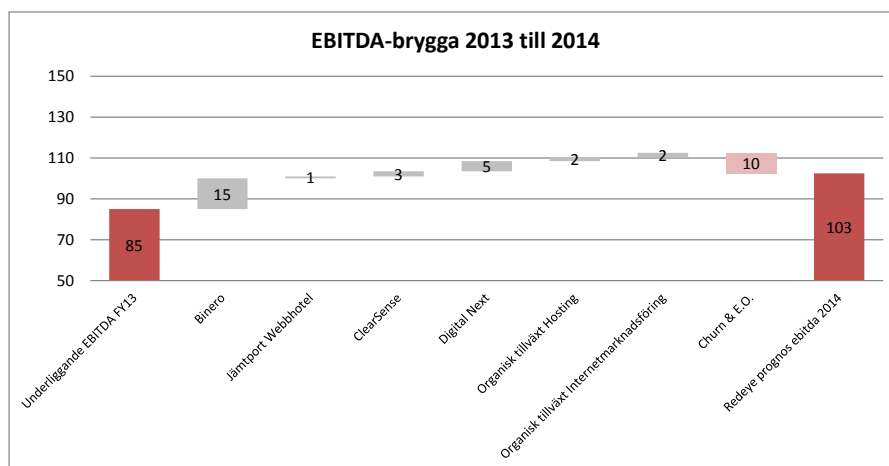
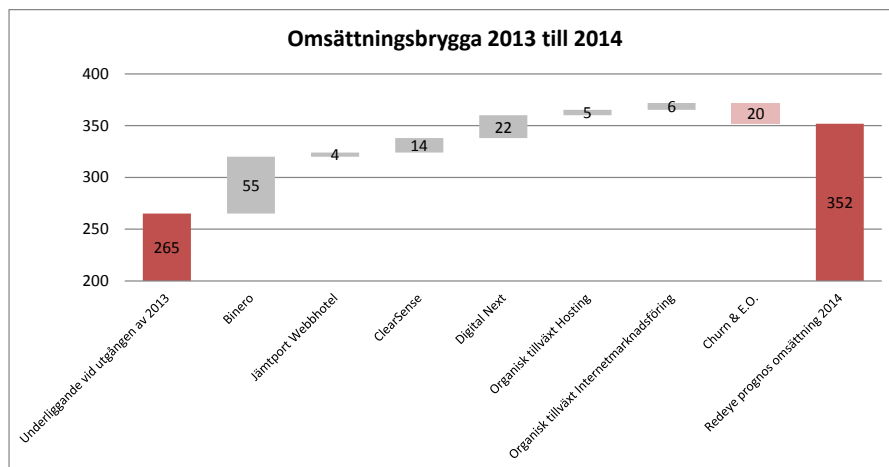
Källa: Redeye Research

Nedan följer våra detaljerade estimat för kommande år:

| Detaljerade estimat  |       |       |       |       |       |       |      |       |        |        |        |       |       |       |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| SEKm                 | 2011  | 2012  | Q1'13 | Q2'13 | Q3'13 | Q4'13 | 2013 | Q1'14 | Q2'14E | Q3'13E | Q4'14E | 2014E | 2015E | 2016E |
| Försäljning          | 163   | 149   | 49,7  | 55,0  | 60,4  | 76,6  | 243  | 87,8  | 88,0   | 92,0   | 94,0   | 362   | 394   | 430   |
| EBITDA               | 13    | 1     | 6,4   | 9,5   | 16,6  | 40,0  | 72   | 23,9  | 25,1   | 28,2   | 26,8   | 104   | 126   | 138   |
| VPA, SEK             | -83,3 | -20,3 | 0,4   | 0,4   | 1,1   | 6,3   | 8,2  | 1,71  | 1,75   | 2,01   | 1,90   | 7,4   | 8,5   | 7,9   |
| Försäljningstillväxt | -24%  | -9%   | 18%   | 38%   | 67%   | 117%  | 63%  | 84%   | 66%    | 58%    | 23%    | 49%   | 9%    | 9%    |
| EBITDA marginal      | 8%    | 1%    | 13%   | 17%   | 27%   | 52%   | 30%  | 27%   | 29%    | 31%    | 29%    | 29%   | 32%   | 32%   |
| VPA tillväxt         | na    | na    | na    | na    | na    | na    | na   | 305%  | 314%   | 80%    | -70%   | -10%  | 15%   | -6%   |

Källa: Redeye Research

Nedan två diagram illustrerar ”bryggan” mellan vår bild av underliggande nuläget och våra estimat för 2014. Det övre diagrammet visar intäktsbryggan och det nedre visar EBITDA-bryggan.



Skattemässigt hade Online group en ansamlad förlust om runt 160 miljoner kronor i koncernen per 31/12 2013, vilket med nuvarande kvartalsresultat bör medföra väldigt låg, eller ingen, skattebetalning i ytterligare 6-7 kvartal. Vi räknar därför med en skattesats nära noll fram till andra halvåret 2015. Effektiv skattesats för 2015 beräknas till 8,2 procent.

## Värdering

Vi värderar Online Group genom att använda oss av två värderingsmodeller: 1) en diskonterad kassaflödesmodell (DCF) och 2) en relativ värderingsmodell.

### DCF-värdering

DCF-modellen baseras på våra prognoser i föregående avsnitt genom att den nuvärdesberäknar de framtida kassaflödena. DCF-modellen motiverar ett värde på cirka 75 kronor per aktie. För att Online Group skall nå detta värde räknar vi med en genomsnittlig försäljningstillväxt på cirka 9 procent samt en rörelsemarginal (EBIT-marginal) om i snitt 28,7 procent mellan åren 2014 – 2018. När vi diskonterar kassaflödet använder vi en Wacc, framräknat av Redeye Rating, på 11 procent.

*Vår DCF – värdering  
indikerar ett värde  
omkring 75 sek per aktie*

### Relativvärdering – klart köpvärt

I tabellen nedan har vi valt ut några jämförelsebolag till Online Group. Det som skiljer Online Group mot exempelvis Tradedoubler är vad de olika bolagen levererar för tjänster och hur de paketeras. Tradedoubler arbetar också med onlinemarknadsföring men fokuserar inte på hosting och är betydligt större. Web.com har flera likheter med Online Group och är noterat i USA.

| Relativvärdering    |                  | EV/SALES   |            |            | EV/EBIT     |             |            | P/E         |             |             |
|---------------------|------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Bolag               | Börsvärde (MSEK) | 2013       | 2014E      | 2015E      | 2013        | 2014E       | 2015E      | 2013        | 2014E       | 2015E       |
| TRADEDOUBLER        | 595              | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 13,3        | 7,0         | 5,3        | 11,8        | 14,9        | 12,1        |
| CONVERSANT INC      | 10 788           | 3,0        | 2,3        | 1,9        | 8,9         | 7,5         | 5,9        | 15,6        | 13,4        | 12,2        |
| WEB.COM GROUP INC   | 10 208           | 4,1        | 3,3        | n/a        | 50,7        | 26,2        | n/a        | 14,1        | 11,5        | 9,5         |
| <b>Medel</b>        |                  | <b>2,4</b> | <b>2,0</b> | <b>1,0</b> | <b>24,3</b> | <b>13,6</b> | <b>5,6</b> | <b>13,8</b> | <b>13,3</b> | <b>11,3</b> |
| <b>Online group</b> | <b>605</b>       | <b>2,6</b> | <b>1,4</b> | <b>1,0</b> | <b>9,4</b>  | <b>5,4</b>  | <b>3,2</b> | <b>6,7</b>  | <b>6,8</b>  | <b>5,9</b>  |

Källa: Redeye Research, Bloomberg

Som vi skriver ovan finns det inte några direkta peers att jämföra med och bolagets historiska värderingsmultiplar är inte representativa, då koncernen ser annorlunda ut idag. Baserat på våra prognoser för 2014 ser bolaget dock otvivelaktigt attraktivt värderat ut, P/E-tal om 6,8 respektive en EV/EBIT-multipel om 5,4 gånger. Värt att tänka på är dock att vi antagit en skatt om nära 0 procent för 2014 och 8,2 procent för 2015, vilket gör att P/E-talet är konstlat lågt i förhållande till peers.

### Risker och hot

En investering i Online Group är förknippad med risk. Närmast är det upp till bevis för bolaget om de lyckas integrera de olika förvärven på ett smidigt sätt. Därefter är det upp till bolaget att börja visa tydlig organisk tillväxt. Framtida förvärv kommer sannolikt göras med en kombination av kassaflöde, lån och aktier vilket kan leda till utspädning för de aktieägare som inte önskar öka sin investering i Online Group.

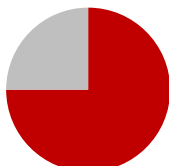
Vi tycker också att det var oroväckande att årsredovisningen reviderades i förhållande till rapporten för fjärde kvartalen även fast ändringarna var av mindre karaktär. Att nedskrivningen av goodwill sker på begäran av revisorerna är inte helt ovanligt men vi hade gärna sett att bolaget själva gjort nedskrivningen i förebyggande syfte.

## Sammanfattning Redeye Rating

---

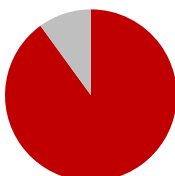
Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ledning 7,5p



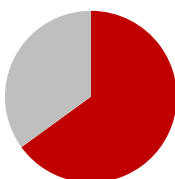
Den nya ledningen har lyckats ta bolaget från det dåligt fungerande Getupdated till Online Group med en rullande omsättning om över 300 MSEK samt en EBITDA-marginal om närmare 30%. Både styrelse och fyller en tydlig funktion relativt hur strategin skall exekveras.

Ägarskap 9,0p



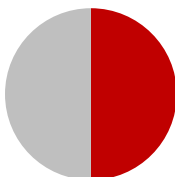
Den absoluta majoriteten av alla i ledning och styrelse har ett signifikant innehav i bolaget. VD har länge varit ägare och även succesivt ökat sitt ägande och har nu drygt 6 %. Ledning och styrelse ihop har en stor del av bolaget.

Tillväxtutsikter 6,5p



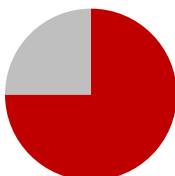
Online Group har närmare 90 % återkommande intäkter, låg churn, flera hundratusen kunder vilket innebär att affärsmodellen är mycket stabil. Vidare har bolaget en god marginal vilket innebär att affären är skalbar.

Lönsamhet 5,0p



Lönsamheten var mycket dålig under flera års tid. De senaste kvartalen och 2013 har det dock sett mycket mer stabilt ut och vi räknar med att kunna justera upp denna parameter ordentligt framöver.

Finansiell styrka 7,5p



Bolaget hade tidigare en mycket dålig finansiell situation. På kort tid har dock bolaget genomfört ett antal åtgärder för att hantera detta och det löpande kassaflödet från verksamheten har även det bidragit.

| Resultaträkning                   | 2012        | 2013       | 2014E      | 2015E      | 2016E      |
|-----------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Omsättning                        | 149         | 242        | 362        | 394        | 430        |
| Summa rörelsekostnader            | -148        | -167       | -258       | -268       | -292       |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>1</b>    | <b>75</b>  | <b>104</b> | <b>126</b> | <b>138</b> |
| Avskrivningar materiella tillg.   | 0           | -8         | -9         | -10        | -10        |
| Avskrivningar immateriella tillg. | -103        | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Goodwill nedskrivningar           | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>EBIT</b>                       | <b>-101</b> | <b>67</b>  | <b>95</b>  | <b>116</b> | <b>128</b> |
| Resultatandelar                   | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Finansnetto                       | -16         | -7         | -4         | -4         | -4         |
| Valutakursdifferenser             | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Resultat före skatt</b>        | <b>-117</b> | <b>59</b>  | <b>90</b>  | <b>112</b> | <b>123</b> |
| Skatt                             | 3           | 32         | -1         | -9         | -27        |
| <b>Net earnings</b>               | <b>-114</b> | <b>92</b>  | <b>89</b>  | <b>103</b> | <b>96</b>  |
| Balansräkning                     | 2012        | 2013       | 2014E      | 2015E      | 2016E      |
| <b>Tillgångar</b>                 |             |            |            |            |            |
| <i>Omsättningstillgångar</i>      |             |            |            |            |            |
| Kassa och bank                    | 8           | 57         | 151        | 289        | 322        |
| Kundfordringar                    | 43          | 36         | 54         | 59         | 64         |
| Lager                             | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Andra fordringar                  | 22          | 58         | 50         | 40         | 35         |
| <b>Summa omsättn.</b>             | <b>73</b>   | <b>150</b> | <b>256</b> | <b>388</b> | <b>421</b> |
| <i>Anläggningstillgångar</i>      |             |            |            |            |            |
| Materiella anl.tillg.             | 9           | 12         | 12         | 12         | 12         |
| Finansiella anl.tillg.            | 0           | 29         | 29         | 0          | 0          |
| Övriga finansiella tillg.         | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Goodwill                          | 162         | 211        | 211        | 211        | 211        |
| Imm. tillg. vid förväv            | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Övr. immater. tillg.              | 16          | 18         | 48         | 53         | 58         |
| Övr. anlägg. tillg.               | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Summa anlägg.</b>              | <b>187</b>  | <b>270</b> | <b>301</b> | <b>277</b> | <b>282</b> |
| Uppsk. skatteford.                | 27          | 48         | 28         | 6          | 0          |
| <b>Summa tillgångar</b>           | <b>287</b>  | <b>468</b> | <b>585</b> | <b>671</b> | <b>703</b> |
| <b>Skulder</b>                    |             |            |            |            |            |
| <i>Kortfristiga skulder</i>       |             |            |            |            |            |
| Leverantörsskulder                | 31          | 18         | 90         | 79         | 82         |
| Kortfristiga skulder              | 32          | 25         | 30         | 30         | 20         |
| Övriga kortfristiga skulder       | 38          | 50         | 15         | 10         | 10         |
| <b>Summa kort. skuld</b>          | <b>101</b>  | <b>93</b>  | <b>135</b> | <b>119</b> | <b>112</b> |
| Räntebr. skulder                  | 31          | 45         | 30         | 30         | 35         |
| L. icke ränteb.skulder            | 0           | 4          | 4          | 4          | 4          |
| Konvertibler                      | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Summa skulder</b>              | <b>133</b>  | <b>142</b> | <b>169</b> | <b>153</b> | <b>151</b> |
| Uppskj. skatteskuld               | 0           | 3          | 3          | 3          | 3          |
| Avsättningar                      | 76          | 36         | 36         | 36         | 36         |
| Eget kapital                      | <b>78</b>   | <b>287</b> | <b>376</b> | <b>479</b> | <b>513</b> |
| Minoritet                         | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>    | <b>78</b>   | <b>287</b> | <b>376</b> | <b>479</b> | <b>513</b> |
| <b>Summa skulder och E. Kap.</b>  | <b>286</b>  | <b>468</b> | <b>585</b> | <b>671</b> | <b>703</b> |
| Fritt kassaflöde                  | 2012        | 2013       | 2014E      | 2015E      | 2016E      |
| Omsättning                        | 149         | 242        | 362        | 394        | 430        |
| Sum rörelsekost.                  | -148        | -167       | -258       | -268       | -292       |
| Avskrivningar                     | -103        | -8         | -9         | -10        | -10        |
| <b>EBIT</b>                       | <b>-101</b> | <b>67</b>  | <b>95</b>  | <b>116</b> | <b>128</b> |
| Skatt på EBIT                     | 3           | -15        | -1         | -10        | -28        |
| <b>NOPLAT</b>                     | <b>-99</b>  | <b>52</b>  | <b>94</b>  | <b>107</b> | <b>99</b>  |
| Avskrivningar                     | 103         | 8          | 9          | 10         | 10         |
| <b>Bruttokassaflöde</b>           | <b>4</b>    | <b>60</b>  | <b>103</b> | <b>117</b> | <b>109</b> |
| Föränd. i rörelsekap              | 3           | -29        | 27         | -11        | 2          |
| Investeringar                     | -78         | -62        | -40        | -15        | -15        |
| <b>Fritt kassaflöde</b>           | <b>-71</b>  | <b>-31</b> | <b>90</b>  | <b>90</b>  | <b>97</b>  |
| Kapitalstruktur                   | 2012        | 2013       | 2014E      | 2015E      | 2016E      |
| Soliditet                         | 27%         | 61%        | 64%        | 71%        | 73%        |
| Skuldsättningsgrad                | 81%         | 25%        | 16%        | 13%        | 11%        |
| Nettoskuld                        | 56          | 14         | -91        | -229       | -267       |
| Sysselsatt kapital                | 133         | 272        | 256        | 250        | 246        |
| Kapit. oms. hastighet             | 0.5         | 0.5        | 0.6        | 0.6        | 0.6        |
| Tillväxt                          | 2012        | 2013       | 2014E      | 2015E      | 2016E      |
| Försäljningstillväxt              | -9%         | 63%        | 50%        | 9%         | 9%         |
| VPA-tillväxt (just)               | -76%        | -140%      | -10%       | 15%        | -6%        |

| DCF värdering         | Kassaflöden, MSEK                     |
|-----------------------|---------------------------------------|
|                       | NPV FCF (2013-2015)                   |
|                       | 274                                   |
|                       | NPV FCF (2016-2022)                   |
|                       | 374                                   |
|                       | NPV FCF (2023-)                       |
|                       | 280                                   |
|                       | Rörelsefrämjade tillgångar            |
|                       | 57                                    |
| WACC                  | 11,0 %                                |
|                       | Räntebärande skulder                  |
|                       | -70                                   |
|                       | Motiverat värde MSEK                  |
|                       | 914                                   |
| Antaganden 2015-2021  |                                       |
| Genomsn. förs. tillv. | 5,8 %                                 |
| EBIT-marginal         | 21,7 %                                |
|                       | <b>Motiverat värde per aktie, SEK</b> |
|                       | <b>75</b>                             |
|                       | Börskurs, SEK                         |
|                       | 47,8                                  |

| Lönsamhet       | 2012  | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| ROE             | -134% | 50%  | 27%   | 24%   | 19%   |
| ROCE            | -71%  | 27%  | 24%   | 24%   | 23%   |
| ROIC            | -71%  | 39%  | 34%   | 42%   | 40%   |
| EBITDA-marginal | 1%    | 31%  | 29%   | 32%   | 32%   |
| EBIT-marginal   | -68%  | 28%  | 26%   | 29%   | 30%   |
| Netto-marginal  | -77%  | 38%  | 25%   | 26%   | 22%   |

| Data per aktie | 2012   | 2013  | 2014E | 2015E  | 2016E  |
|----------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| VPA            | -20,33 | 8,21  | 7,36  | 8,46   | 7,92   |
| VPA just       | -20,33 | 8,00  | 7,19  | 8,46   | 7,92   |
| Utdelning      | 0,00   | 0,00  | 0,00  | 2,54   | 3,96   |
| Nettoskuld     | 9,91   | 1,23  | -7,52 | -18,88 | -22,00 |
| Antal aktier   | 5,60   | 11,20 | 12,13 | 12,13  | 12,13  |

| Värdering        | 2012 | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Enterprise Value | 55,5 | 629,8 | 488,5 | 350,8 | 312,9 |
| P/E              | 0,0  | 6,7   | 6,5   | 5,7   | 6,0   |
| P/S              | 0,0  | 2,5   | 1,6   | 1,5   | 1,3   |
| EV/S             | 0,4  | 2,6   | 1,4   | 0,9   | 0,7   |
| EV/EBITDA        | 42,7 | 8,4   | 4,7   | 2,8   | 2,3   |
| EV/EBIT          | -0,5 | 9,4   | 5,2   | 3,0   | 2,5   |
| P/BV             | 0,0  | 2,1   | 1,5   | 1,2   | 1,1   |

| Aktiens utveckling | Tillväxt/år | 12/14e     |
|--------------------|-------------|------------|
| 1 mån              | -12,7 %     | Omsättning |
| 3 mån              | -1,9 %      |            |
| Årets Början       | 9,6 %       |            |

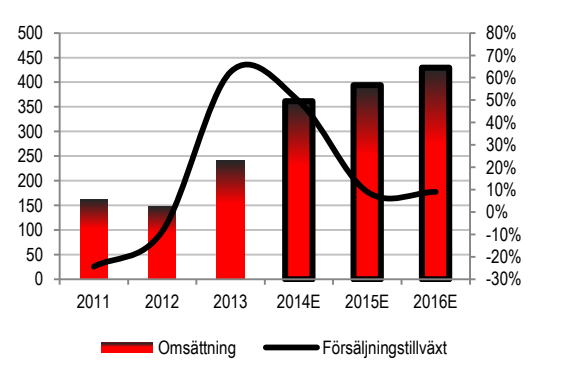
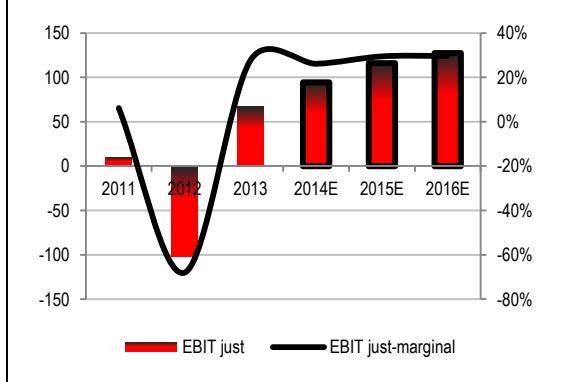
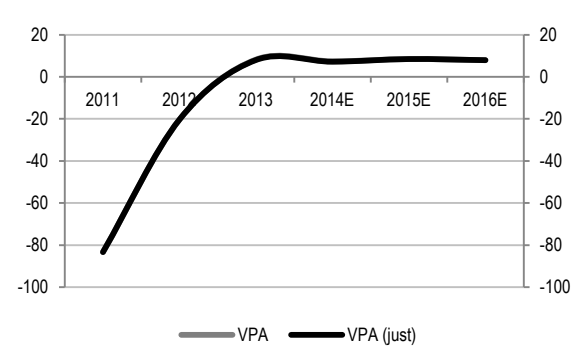
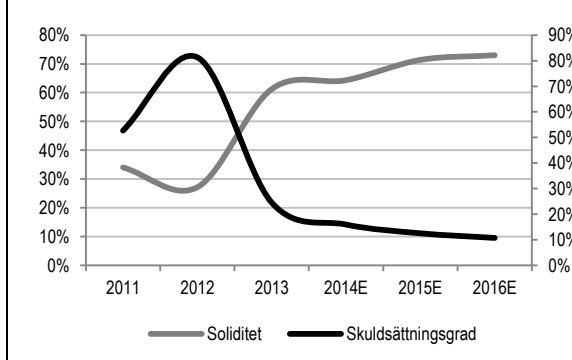
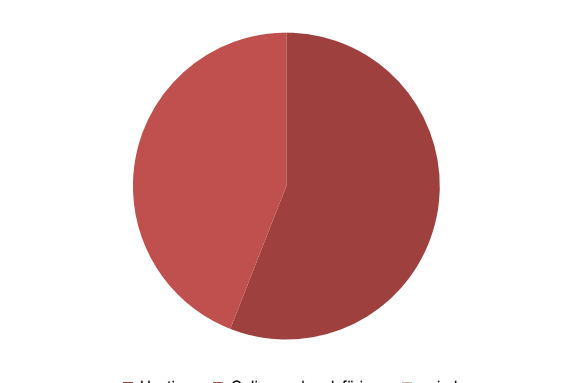
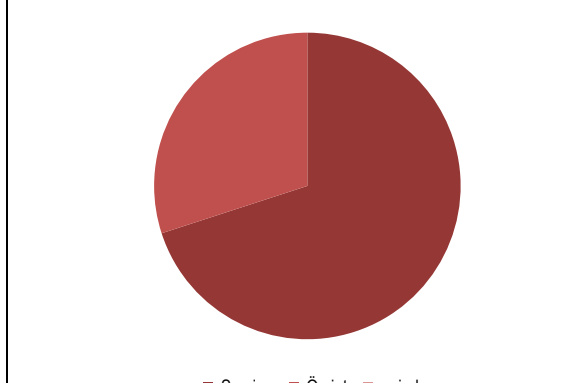
| Aktiestructur %            | Röster | Kapital |
|----------------------------|--------|---------|
| Övriga aktieägare          | 62,2 % | 62,2 %  |
| Bo Göransson med bolag     | 15,2 % | 15,2 %  |
| Åke Eriksson med bolag     | 11,2 % | 11,2 %  |
| Urban Johansson            | 5,8 %  | 5,8 %   |
| Anders Aleborg             | 4,9 %  | 4,9 %   |
| Blibros AB                 | 2,5 %  | 2,5 %   |
| Tibia                      | 2,1 %  | 2,1 %   |
| BNY Mellon SA/NV           | 1,2 %  | 1,2 %   |
| Cancerfonden               | 1,1 %  | 1,1 %   |
| Fibonacci Asset Management | 0,8 %  | 0,8 %   |

| Aktien             |             |
|--------------------|-------------|
| Reuterskod         | ONGE.ST     |
| Lista              | First North |
| Kurs, SEK          | 47,8        |
| Antal aktier, milj | 12,1        |
| Börsvärde, MSEK    | 579,7       |

| Bolagsledning & styrelse |                  |
|--------------------------|------------------|
| VD                       | Urban Johansson  |
| CFO                      | John Englund     |
| IR                       | Urban Johansson  |
| Ordf                     | Manfred Aronsson |

| Nästkommende rapportdatum |                  |
|---------------------------|------------------|
| Q2 report                 | August 14, 2014  |
| Q3 report                 | October 30, 2014 |
| FY 2014 Results           | January 05, 2015 |

| Analytiker                | Redeye AB                    |
|---------------------------|------------------------------|
| Henrik Senestad           | Mäster Samuelsgatan 42, 10tr |
| henrik.senestad@redeye.se | 114 35 Stockholm             |

| Omsättning & Tillväxt (%)                                                                                                                                                          | EBIT (justerad) & Marginal (%)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <p>Legend: Omsättning (red bars), Försäljningstillväxt (black line)</p>                          |  <p>Legend: EBIT just (red bars), EBIT just-marginal (black line)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Vinst Per Aktie                                                                                                                                                                    | Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|  <p>Legend: VPA (grey line), VPA (just) (black line)</p>                                         |  <p>Legend: Soliditet (grey line), Skuldsättningsgrad (black line)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Produktområden                                                                                                                                                                     | Geografiska områden                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|  <p>Legend: Hosting (dark red), Onlinemarknadsföring (medium red), period (light red)</p>       |  <p>Legend: Sverige (dark red), Övrigt (medium red), period (light red)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Intressekonflikter                                                                                                                                                                 | Verksamhetsbeskrivning                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p><b>Henrik Senestad äger aktier i bolaget: Nej</b></p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p> | <p>Online Group är marknadsledande inom webshotell i Sverige och har en stark marknadsposition inom molntjänster och onlinemarknadsföring. Inom koncernen ingår bolagen Getupdated och Just Search som levererar tjänster inom onlinemarknadsföring, samt bolagen Crystone, Servedge, Space2u, ExternIT och Binero som erbjuder modern och personlig IT-hosting, som även benämns molntjänster. Bolaget har idag ca 750 000 hostade websidor och 2500 internetmarknadsföringskunder runt om i världen.</p> |

**DISCLAIMER****Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

**Ansvarsbegränsning**

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

**Potentiella intressekonflikter**

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

**Angående Redeyes analysbevakning**

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckningen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

**Rating/Rekommendationsstruktur**

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

**Redeye Rating (2013-12-12)**

| Rating       | Ledning | Ägarskap | Tillväxt-<br>utsikter | Lönsamhet | Finansiell<br>styrka |
|--------------|---------|----------|-----------------------|-----------|----------------------|
| 7,5p - 10,0p | 18      | 14       | 8                     | 9         | 16                   |
| 3,5p - 7,0p  | 39      | 46       | 27                    | 41        | 41                   |
| 0,0p - 3,0p  | 9       | 6        | 31                    | 16        | 9                    |
| Antal bolag  | 66      | 66       | 66                    | 66        | 66                   |

\*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

**Mångfaldigande och spridning**

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.