
Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I.Research unter MiFID II“

13.12.2022 - GBC Research Comment – EPTI AB

Unternehmen: EPTI AB^{5a,6a,11}

ISIN: SE0013774668

Anlass des Research Kommentars: Q3-Zahlen

Analysten: Matthias Greiffenberger; Cosmin Filker

Aktueller Kurs: 0,21 € (Xetra 17.11.2022; 17:35 Uhr)

Kursziel: 0,80 € (bisher: 0,85 €)

Rating: Kaufen

Datum (Uhrzeit) der Fertigstellung: 12.12.2022 (13:40 Uhr)

Datum (Uhrzeit) der ersten Veröffentlichung: 13.12.2022 (10:00 Uhr)

*Katalog möglicher Interessenskonflikte ab Seite 5

Deutliches Wachstum mit starken Ergebnisverbesserungen im 3. Quartal

Im dritten Quartal 2022 hat die EPTI AB den Umsatz um 134,7% auf 53,74 Mio. SEK (VJ: 22,90 Mio. SEK) gesteigert. Somit konnte der Umsatz in den ersten 9 Monaten 2022 um 286,9% auf 155,20 Mio. SEK (VJ: 40,11 Mio. SEK) gegenüber dem Vorjahr nahezu vervierfacht werden. Vom 9-Monats-Umsatz entfielen 125,69 Mio. SEK auf die EPTI Service AB und 48,72 Mio. SEK auf die EPTI Invest AB.

Die Gesamtleistung stieg im dritten Quartal 2022 um 51,4% auf 57,23 Mio. SEK (VJ: 37,79 Mio. SEK) an, was auf 9-Monatssicht einem Anstieg von 172,9% auf 174,41 Mio. SEK (VJ: 63,91 Mio. SEK) entspricht. Die Gesamtleistung entfiel zu 8,34 Mio. € (VJ: 18,46 Mio. SEK) auf die EPTI Invest AB und zu 48,89 Mio. SEK (VJ: 19,34 Mio. SEK) auf die EPTI Service AB. Der Grund für den Rückgang der Gesamtleistung der EPTI Invest ist auf die geringere Anzahl an konsolidierten Beteiligungen zurückzuführen. So werden die Beteiligungen als assoziierte Unternehmen erfasst und nicht mehr konsolidiert.

Das EBITDA belief sich im dritten Quartal 2022 auf 4,78 Mio. SEK (VJ: 12,41 Mio. €). Die Reduktion im Vergleich zum Vorjahr ist zurückzuführen auf hohe positive Einmaleffekte aus dem Vorjahr. Auf 9-Monatssicht reduzierte sich das EBITDA auf -6,68 Mio. SEK (VJ: 11,75 Mio. SEK). Die EPTI Service AB trug 27,44 Mio. € EBITDA bei, während das EBITDA der EPTI Invest bei -11,00 Mio. SEK und der Konzern-Muttergesellschaft bei -23,12 Mio. SEK lag.

Die Abschreibungen erhöhten sich auf 10,48 Mio. SEK (VJ: 3,12 Mio. SEK), was mit 9,68 Mio. SEK auf Goodwill-Abschreibungen zurückzuführen ist. Der Grund hierfür liegt in der Abschreibung der übernommenen Firmenwerte im Rahmen des Reverse-IPO. Die nicht-konsolidierten Unternehmen führten zu einem negativen Finanzaufwand in Höhe von -4,16 Mio. SEK (VJ: 0,92 Mio. SEK). Somit lag das Netto-Ergebnis in Summe bei -73,25 Mio. SEK (VJ: 3,36 Mio. SEK).

ENTWICKLUNG & BEWERTUNG

Zum 30.09.2022 wurde ein NAV in Höhe von 715,59 Mio. SEK (30.06.2022: 698,81 Mio. SEK) veröffentlicht. Der Anstieg gegenüber dem 30.06.2022 ist vornehmlich auf die Kapitalerhöhung von Apotekamo zurückzuführen.

in Mio. SEK	NAV 31.12.2021	NAV 30.09.2022
Gaming	91,02	84,87
FinTech	51,95	24,73
Marketplace	78,37	105,97
SaaS	190,86	137,74
Services	365,66	351,36
Investable assets	58,33	10,91
Total	836,18	715,59

Quelle: EPTI, *GBC

EPTI Services

Für EPTI Services (vormals EPTI Core) hatten wir im initialen Research im Rahmen einer Peer-Group-Analyse einen EBITDA-Bewertungsfaktor von 20x ermittelt. Das Unternehmen hatte ursprünglich die EPTI Services im eigenen Portfolio mit 12x bewertet. Zum 30.06.2022 hat EPTI die Bewertung auf 12,5x erhöht. Das EBITDA der EPTI Services AB lag auf 12-Monatsbasis zum 30.09.2022 bei 28,11 Mio. SEK, was bei einem Bewertungsfaktor von 12,5x zu einer Bewertung von 351,36 führt. Bei einem Bewertungsfaktor von 20x auf das EBITDA haben wir gemäß GBC-Bewertungsansatz einen Wert in Höhe von 562,18 Mio. SEK ermittelt. Damit liegen unseres Erachtens stille Reserven in Höhe von 210,82 Mio. SEK für die EPTI Services vor.

	EBITDA Multiple	NAV
EPTI Services aktuelle Bewertung	12,5x	351,36 Mio. SEK
GBC-Bewertungsansatz	20x	562,18 Mio. SEK
<i>Stille Reserven</i>		<i>210,82 Mio. SEK</i>

Apotekamo Transaktion

Darüber hinaus führte Apotekamo eine Kapitalerhöhung mit einer Post-Money-Bewertung von rund 178 Mio. SEK (16,21 Mio. €) durch. EPTI ist weiterhin mit rund 42% an Apotekamo beteiligt, was einem NAV Von 74,8 Mio. SEK (6,80 Mio. €) entspricht.

	NAV €
GBC-Bewertung aus dem Mittelwert des Umsatz- und EBITDA-Multiples 2025e	49,20 Mio. €
Bewertung nach 60% Sicherheitsabschlag	19,68 Mio. €
K3 NAV-Bewertung 30.06.2022	16,21 Mio. €
Stille Reserven	3,47 Mio. €
<i>42 % Beteiligungshöhe</i>	<i>1,46 Mio. €</i>

Somit wurde unsere Ersteinschätzung im Research Report vom 28.04.2022 bestätigt. Wir hatten zum damaligen Zeitpunkt im Rahmen einer Peer-Group-Analyse einen gewichteten Wert aus Umsatz- und EBITDA-Multiple in Höhe von 49,20 Mio. € ermittelt und aufgrund des jungen Unternehmensalters einen Sicherheitsabschlag von 70% vorgenommen. Damit lag unsere NAV-Bewertung von Apotekamo bei 14,76 Mio. € bzw. 152,19 Mio. SEK. Aufgrund der erfolgreichen Finanzierungsrunde und des gesteigerten Netzwerkeffekts durch die neuen Investoren sowie den Expansionsplänen reduzierten wir im Research-Bericht zum Halbjahr 2022 den Sicherheitsabschlag auf 60%. Damit bewerten wir Apotekamo aktuell mit 19,68 Mio. € bzw. 211,21 Mio. SEK. Ein Anteil von 42% entspricht damit 8,27 Mio. € bzw. 88,71 Mio. SEK. Zur letzten Finanzierungsrunde lag der Wert bei 16,21 Mio. € (174 Mio. SEK), was stillen Reserven von 3,47 Mio. € entspricht. Bei einer

Beteiligungshöhe von 42% liegen die stillen Reserven damit bei 1,46 Mio. € bzw. etwa 15,71 Mio. SEK.

Ausblick M&A

Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen auch weiterhin aktiv Transaktionen durchführen wird. Wir könnten uns vorstellen, dass es zu Erweiterungen im Bereich Service kommt, um den operativen Cashflow zu steigern. Darüber hinaus könnten möglicherweise auch Exits noch im laufenden Geschäftsjahr durchgeführt werden.

Warrants

Wir haben die Warrants gemäß Black Scholes zu einem aktuellen Kurs von 2,09 SEK bewertet, einer risikolosen Rendite von 1,5% und einer erwarteten Volatilität von 100%. Der Wert der Warrants liegt unseres Erachtens bei 0,002 Mio. SEK. Unter der hypothetischen Annahme, dass das Unternehmen die Warrants zu einem fairen Marktpreis zurück erwirbt, liegt ein Bewertungsabschlag in Höhe der Warrants-Bewertung vor.

Warrants	Anzahl in Mio.	Verfallsdatum	Ausübungspreis
Mitarbeiter und Berater	0,38	30.06.2023	18,00 SEK
Verwaltungsrat	0,20	30.06.2023	18,00 SEK

Quelle: EPTI AB; GBC AG

Gesamtbewertung

Gemäß unserer Neubewertung von EPTI Services und Apotekamo sowie der Warrants haben wir eine positive Bewertungsdiskrepanz (stille Reserven) in Höhe von 226,52 Mio. SEK ermittelt. Durch die Bewertungsdiskrepanz zusätzlich zum NAV in Höhe von 715,59 Mio. SEK, der zum 30.09.2022 ermittelt wurde, ergibt sich in Summe ein **NAV gemäß GBC-Bewertungsansatz in Höhe von 942,12 Mio. SEK (bisher: 952,67 Mio. SEK).**

Bewertung in Mio. SEK	K3 Bewertung	GBC Bewertung	Stille Reserven
EPTI Services	351,36	562,18	210,82
Apotekamo	73	88,71	15,71
Warrants	-	-0,002	-0,002
Zwischensumme			226,53

EPTI NAV	715,59	942,12	226,53
NAV pro Aktie (SEK)	6,70	8,82	
NAV pro Aktie (EUR)	0,61	0,80	

Dies entspricht einem NAV je Aktie in Höhe von 8,82 SEK bzw. 0,80 €.

(1 SEK = 0,091013948 EUR 18. Nov. 2022, 13:02 UTC)

Beim aktuellen Kurs von 0,21 € (Xetra, 17.11.22 17:35) bedeutet dies ein signifikantes Upside-Potenzial von 281,0% und daher vergeben wir das Rating KAUFEN.

Auch bei einer reinen Betrachtung des NAV auf K3-Basis in Höhe von 715,59 Mio. SEK würde sich ein NAV je Aktie von 6,70 SEK bzw. 0,61 € je Aktie ergeben, was auch hier ein enormes Upside-Potenzial auf den aktuellen Kurs in Höhe von 190,5% darstellt.

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de