

Square Inc.

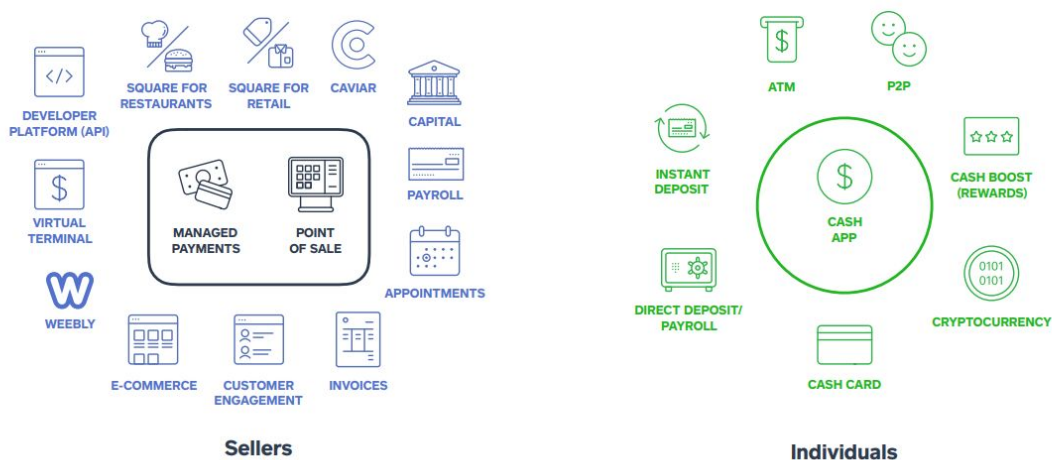
Översikt

Square är ett fintechbolag som erbjuder både hårdvaru- och mjukvarulösningar för att möjliggöra främst små och medelstora bolag att ta emot kortbetalningar. Via lanseringen av Cash App så gav de sig också in i mobile payments marknaden och riktade in sig mot konsumenter snarare än B2B. Bolaget grundades 2009 av Jack Dorsey (grundare av twitter) och Jim McKelvey. Bolaget bör noterades 2015.

Grundarna insåg att i och med att nästan alla människor har en smartphone så fanns tekniken för att processa betalningar, ett nätverk, internet, touchscreen för signaturer och en processor. Det enda som fattades i en telefon för att kunna ta emot kortbetalningar var en magnetläsare. Så Square utvecklade den lilla vita fyrkanten de är kända för idag. Fyrkanten kopplas in i 3.5mm uttaget på en smartphone och möjliggör att dra ett korts magnetremsa.

Square is building a unique ecosystem of products and services

As sellers and individuals use more services, their activity with Square increases, reinforcing our recurring revenue model.



Under Q3 2019 sålde Square av Caviar till DoorDash. Caviar är en food-delivery och catering tjänst som riktar in sig mot lite dyrare restauranger. Square betalade 90 MUSD för Caviar för 5 år sedan och nu säljer man alltså bolaget för 410 MUSD till DoorDash.

<https://techcrunch.com/2019/08/01/door-dash-is-buying-caviar-from-square/>

Cash App har även introducerat courtagefri handel av aktier likt Robinhood. De tjänar pengar på att sälja aktiordrar till market makers och att använda deponerade likvider. Smart att erbjuda köp av fraktioner av en aktie.

<https://www.fool.com/investing/2018/03/19/how-does-robinhood-make-money.aspx>

Marknaden

Marknaden i USA är väldigt stor.

Square's U.S. payments opportunity



Sources: 2012 U.S. Census, Euromonitor.

All figures are based on employer and non-employer firms with less than \$100 million in annual gross receipts in select industry verticals based on 2012 U.S. Census data. "GPV Opportunity" is calculated by multiplying total annual gross receipts by Euromonitor's estimate of card payment transaction mix of total consumer payments of 50%. "U.S. Payments Adjusted Revenue Opportunity" is calculated by multiplying total GPV opportunity by our average transaction margin as a percentage of GPV of 1%.

21 miljoner små- till medelstora bolag

3 TUSD GPV (Gross Payment Volume, totala dollarvärdet på alla korttransaktioner för dessa 21M SMB)

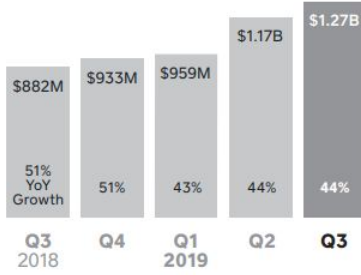
26 BUSD adjusted revenue opportunity (Transaktionsmarginal på 1% applicerat på dessa 3 TUSD GPV)

Square har endast lite över 3% penetration av USA-marknaden sett till hur stor del av GPV de tar.

THIRD QUARTER FINANCIAL METRICS

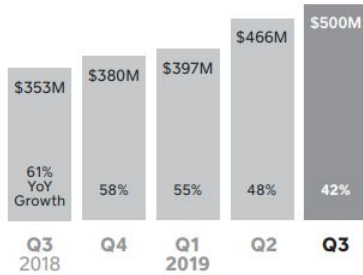
TOTAL NET REVENUE

\$1.27 Billion +44% YoY



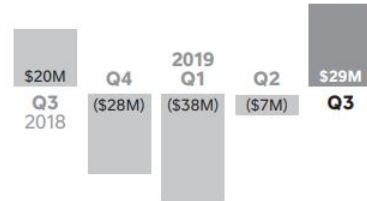
GROSS PROFIT

\$500 Million +42% YoY



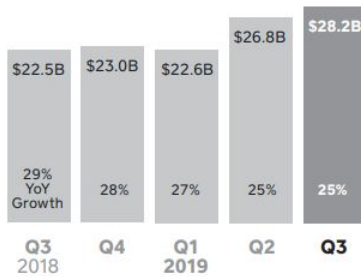
NET INCOME (LOSS)

\$29 Million



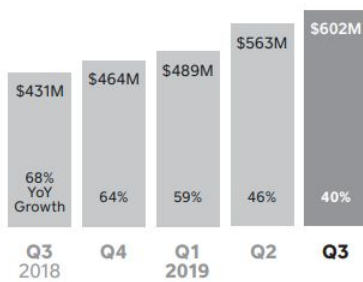
GROSS PAYMENT VOLUME (GPV)

\$28.2 Billion +25% YoY



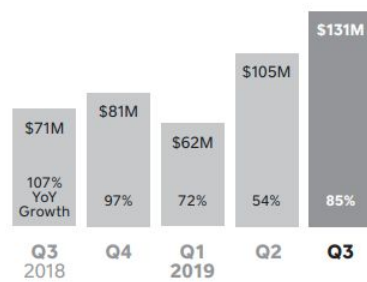
ADJUSTED REVENUE

\$602 Million +40% YoY



ADJUSTED EBITDA

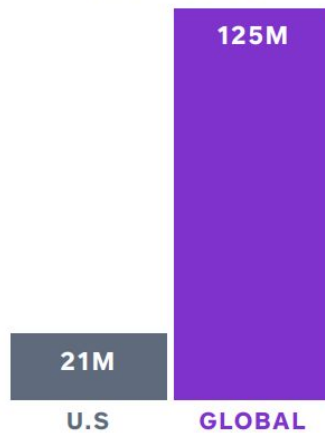
\$131 Million +85% YoY



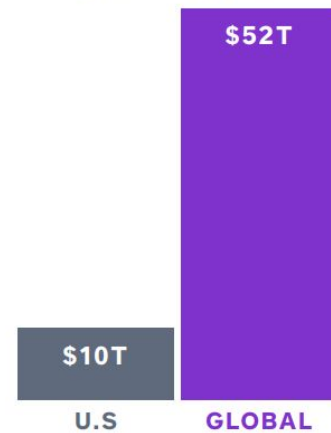
Extremt stor marknad. Globala marknaden är cirka 5x större.

The global opportunity is potentially >5x that in the U.S.

SMALL AND MEDIUM-SIZED BUSINESSES



CARD VOLUME



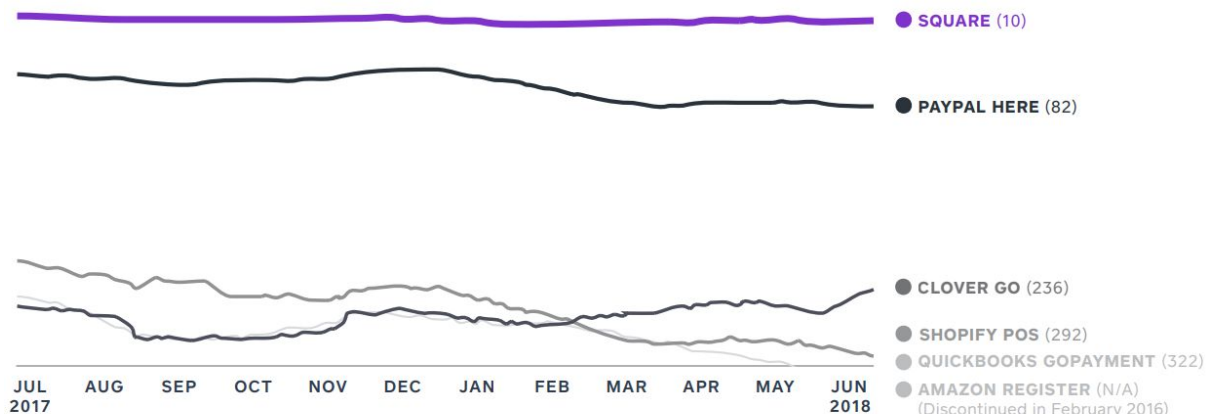
De har en stark marknadsposition i USA. Här är ett exempel på hur Square App rankar gentemot konkurrenternas POS-appar. Denna app ska inte förväxlas med Squares Cash App.

... resulting in consistent, leading market share

The Square app has consistently been in the top 10 for U.S. App Store ranking in iPhone Business Applications.

iOS APP STORE—BUSINESS APPLICATIONS RANKINGS

"Number of downloads" is primary component of ranking



Source: App Annie as of June 30, 2018. Rankings calculated on a 90-day trailing average basis.

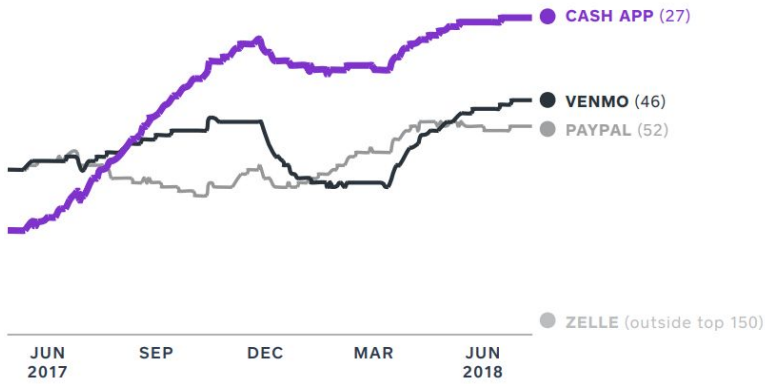
Kollar vi hur Cash App står sig mot konkurrensen så ser det ungefär likadant ut.

Strong growth in Cash App, underscoring its broad-based utility

Cash App has consistently been in the top 30 for U.S. App Store ranking in Overall iPhone Applications.

iOS APP STORE—FREE OVERALL RANKINGS

“Number of downloads” is primary component of ranking



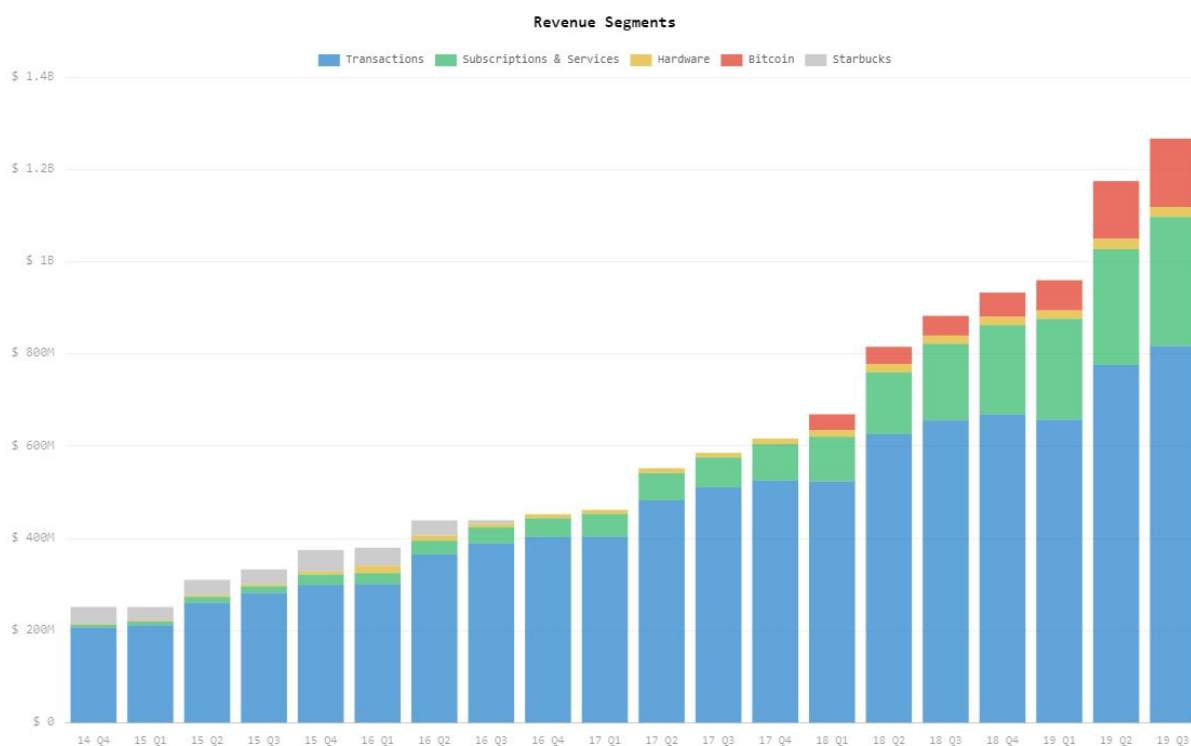
7M+ MONTHLY ACTIVE CASH APP CUSTOMERS IN DEC 2017

\$3B ANNUALIZED SPEND THROUGH CASH CARD AS OF JUNE 2018

Source: App Annie as of June 30, 2018. Rankings calculated on a 90-day trailing average basis. An active Cash App customer has at least one cash inflow or outflow during a defined time period.

Affärsmodell och produkt

Square började med POS-terminaler i form av den lilla klossen som kopplades till en smartphone, tillsammans med en app så möjliggjorde det för försäljare att ta emot kortbetalningar. Idag kan man även använda iPad som en POS-terminal och i slutet av 2018 så lanserade man även square terminal. Som kan ta emot kortbetalningar samt även skriva ut kvitton, se denna [här](#). De säljer även en större mer kassaliknande hårdvara som heter Square register, se [länken](#). De gråa staplarna i grafen är från ett tidigare Starbucks samarbete som avslutades 2016 då affären inte var särskilt lönsam för Square. Villkoren var helt enkelt för dåliga.



Transaktionsbaserade intäkter

Den största intäktskällan och det mest uppenbara sättet Square tjänar sina pengar på är att ta en liten del av varje transaktion i avgift. De sänkte nyligen avgiften för detta från 2.75% av transaktionsvärdet plus en fast avgift på 10 cent till 2.6% av transaktionsvärdet och fast avgift på 10 cent.

Det här segmentet står för 66% av intäkterna och har växt med CAGR 4yr 32.1%. Cirka 37% bruttomarginal.

Abonnemang- och serviceintäkter

22% av intäkterna kommer från abonnemang- och servicetjänster. Dessa abonnemang har en transaktionsbaserad kostnad likt vanliga kortbetalningar. Alltså en procentuell del av transaktionsbeloppet och en fast kostnad. Abonnemangstjänsterna kan du se i bilden nedan.

Product Type	Price
Invoices	2.9% + 30¢ per invoice
Invoices paid with a card on file	3.5% + 15¢ per invoice
Square Gift Cards	From \$1.50
Virtual Terminal	3.5% + 15¢ per payment
Online Store	2.9% + 30¢ per payment
Client Prepayments for Appointments	2.9% + 30¢ per payment
Location Management	Free
App Marketplace and Third-Party Integrations	Fees vary – some partner apps require a subscription fee depending on the integration. Learn more about available apps with Square .
Team Management	\$35 per location with an assigned team member, monthly
Appointments	From \$30 monthly
Payroll	From \$29 monthly
Email Marketing	From \$15 monthly
Loyalty	From \$45 monthly
Square for Retail	\$60/month, per location. 1 device included, + \$20 for each additional device per location

Även Cash App och Square Capital ingår i det här segmentet.

Det här segmentet har växt med otroliga 118.2% CAGR 4yr, vilket är väldigt bra då detta segment är lönsammare. Cirka 75% bruttomarginal.

Bitcoin

Square särredovisar bitcoinintäkterna från Cash App och abonnemangsintäkterna. Anledningen till detta är nog flera men framförallt för att det är så volatilt. Under Q3 2019 växte intäkterna för bitcoin med 245% YoY.

Bitcoin står för 9.97% av intäkterna idag. Väldigt låg marginal på bitcoinhandeln idag, 1.5%.

Hårdvara

Det här segmentet är inte lönsamt för Square men är viktigt för att få in nya kunder in i ekosystemet. 30% av alla kunder som köper hårdvaran är helt nya kunder. Intäkterna kommer ifrån försäljning av Square Terminal, Square Register och Square Reader. Första gången en kund skapar ett Squarekonto får de dock en gratis Square Reader.

Intäkterna har växt med 61.5% CAGR 4yr och hårdvara står för endast 1.83% av intäkterna. Negativ bruttomarginal här. Men så liten del av intäkterna så det gör ingenting. Viktigt att få in kunderna i ekosystemet.

	THREE MONTHS ENDED		NINE MONTHS ENDED	
	Sept 30, 2019	Sept 30, 2018	Sept 30, 2019	Sept 30, 2018
Revenue:				
Transaction-based revenue	\$ 816,622	\$ 655,384	\$ 2,248,894	\$ 1,803,649
Subscription and services-based revenue	279,801	166,203	750,041	397,589
Hardware revenue	21,766	17,558	62,238	50,337
Bitcoin revenue	148,285	42,963	338,898	114,074
Total net revenue	1,266,474	882,108	3,400,071	2,365,649
Cost of revenue:				
Transaction-based costs	519,312	414,456	1,418,730	1,137,716
Subscription and services-based costs	63,352	47,078	183,994	117,230
Hardware costs	35,672	23,229	95,881	68,467
Bitcoin costs	146,167	42,408	333,801	112,876
Amortization of acquired technology	1,934	2,277	5,029	5,714
Total cost of revenue	766,437	529,448	2,037,435	1,442,003
Gross profit	500,037	352,660	1,362,636	923,646
Operating expenses:				
Product development	168,771	135,773	497,322	355,668
Sales and marketing	149,467	116,337	439,601	291,846
General and administrative	115,980	85,527	318,086	243,800
Transaction, loan and advance losses	32,722	23,596	94,827	63,603
Amortization of acquired customer assets	1,003	1,294	3,591	2,235
Total operating expenses	467,943	362,527	1,353,427	957,152
Operating income (loss)	32,094	(9,867)	9,209	(33,506)
Interest expense, net	5,632	7,224	15,456	12,806
Other expense (income), net	(5,541)	(37,800)	6,988	(37,908)
Loss before income tax	32,003	20,709	(13,235)	(8,404)
Provision for income taxes	2,606	1,066	2,259	1,845
Net income (loss)	\$ 29,397	\$ 19,643	\$ (15,494)	\$ (10,249)
Net income (loss) per share:				
Basic	\$ 0.07	\$ 0.05	\$ (0.04)	\$ (0.03)
Diluted	\$ 0.06	\$ 0.04	\$ (0.04)	\$ (0.03)

Q3 2019

- Intäkterna ökade med 44% YoY till 1.27 BUSD.
- Bruttoresultatet ökade med 42% YoY till 500 MUSD.
- Justerad EBITDA var upp 85% till 131 MUSD.
- Transaktionsbaserade intäkter upp 25% YoY.
- Abonnemangstjänster ökade med 69% YoY.

- Intäkterna från Cash App växte med 115% YoY till 159 MUSD exkluderat Bitcoin. Står nu för cirka 13% av intäkterna.

Vallgravar

Square har rätt starka vallgravar. När det gäller B2B-produkterna så låser man inte sina försäljare ju mer tjänster de väljer att köpa in av Square. Till exempel payroll, fakturahantering eller om de belånar sig via Square Capital. Om det inte finns en stor ekonomisk vinning i att byta så lär de inte bemöda sig att byta. Switchingkostnaden är inte hög rent ekonomiskt att byta från Square då det handlar om att köpa en ny terminal och att säga upp en del tjänster som kostar månadsvis. Det är mer det administrativa och att upprätta alla nya system och få dessa att fungera. Så länge Square levererar en kvalitativ produkt så är risken liten att en kund byter. Detta leder till en stickiness.

När det gäller B2C så får man en nätverkseffekt av Cash App. Appen är redan den ledande appen i usa när det gäller person-to-person transaktioner och visst kan de bli disruptade av säg Facebooks nya satsning då de redan har nätverket etablerat. Men Square är så mycket mer än P2P transaktioner. Du har courtagefrihandel av aktier, fraktioner av aktier, bitcoinhandel, cash boost (som ger rabatter) och cash card till exempel.

Min bedömning är att vallgravarna är rätt starka.

Resultatutveckling



Omsättning

Omsättningsutvecklingen har varit väldigt god och har gått från 850.2 MUSD i intäkter 2014 till 4333 MUSD 2019.

Detta motsvarar en CAGR 5yr 38.5%.

Bruttoresultatet

Bruttoresultatet har utvecklats lite bättre och gått från 226.1 MUSD 2014 till 1743 MUSD 2019. Detta är positivt då det bidrar till att bolaget kan bli mer lönsamt. Detta har att göra med att en större del av intäkterna kommer från abonnemang och service segmentet. Bruttomarginalen har gått från 26.6% till 40.2% stadigt uppåt.

Detta motsvarar en CAGR 5yr 50.45%.

Rörelseresultatet

Bolaget satsar väldigt mycket på att expandera och det syns när vi tittar på rörelseresultatet. 2014 gjorde de en förlust på 150.5 MUSD men 2019 är första året då det varit lönsamma på EBIT-nivå. LTM 2019 hade de en EBIT på 6.1 MUSD vilket motsvarar en rörelsemarginal på ynkliga 0.14%.

Kassaflöde och CAPEX

MUSD	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Q3 2019	10 år
Operativ kassaflöde	-42,9	-60,6	-112,4	21,1	23,1	127,7	295,1	581,0	
Operativ kassaf.marg-%	-21,1%	-11,0%	-13,2%	1,67%	1,35%	5,77%	8,95%	13,4%	
Kassaf. investeringar	-47,8	-10,8	-24,6	-43,2	-114,2	-340,6	-905,8	-427,3	
Capex-%	-111,3%	-17,8%	-21,8%	204,6%	493,9%	266,7%	307,0%	73,5%	
Fritt Kassaflöde	-90,7	-71,4	-136,9	-22,1	-91,1	-212,9	-610,8	153,7	
FCF-marginal-%	-44,6%	-12,9%	-16,1%	-1,74%	-5,33%	-9,61%	-18,5%	3,55%	
Utdelning/FCF	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Kassaf. finansiering	227,2	18,9	194,2	264,8	90,7	454,9	515,8	-261,2	
Årets Kassaflöde	136,5	-53,2	56,1	240,9	-0,81	246,3	-102,2	-111,2	
Årets kassaf. marg-%	67,1%	-9,64%	6,60%	19,0%	-0,05%	11,1%	-3,10%	-2,57%	

Även det fria kassaflödet är negativt fram till 2019. Men 2019 så har de varit FCF-positiva LTM. 153.7 MUSD. Att de inte varit lönsamma på varken EBIT eller FCF-nivå är dock inte så konstigt då deras CAPEX investeringar i princip har legat på 2-3x Operativa kassaflödet. Det här bolaget satsar på att växa omsättning och utveckla produkt. Just det som gör Square intressant. Det har också visat sig genererat betydande intäkter.

Balansräkning

Översikt	Värdering	Utdelning & FCF	Lönsamhet	Skuldsättning
Soliditet 31,2 % 10år	Skuldsättningsgrad 2,2 10år	Nettoskuld -20,9 % 10år	Nettoskuld/EBITDA -9,7 10år	Omsättningshastighet 1,1 10år
Utveckling Likviditet 1,7 10år	Rör.kap/L.f.skulder 1,0 10år	Kassa-% 29,2 % 10år	Immat.tillgång.-% 8,5 % 10år	Rörelsekapital-% 27,8 % 10år
Senaste Aktiekurs: 2019-12-27 23:00:00		Senaste Rapport: Q3-2019		

Värdering

Nu till den svåra biten. Väldigt svårt att värdera ett bolag som Square då de växer omsättningen väldigt snabbt men knappt har några vinster eller kassaflöden. Bästa sättet att titta på detta är att kolla på P/S och OCF-multiplar. Men även att försöka estimerar någon sorts framtida rörelsemarginal. Men Square är ett unikt bolag och det är st svårt att estimerar detta baserat på konkurrenters marginaler.

Översikt	Värdering	Utdelning & FCF	Lönsamhet	Skuldsättning
EV/EBIT 4 350	EV/EBITDA 310	EV/E - 607	EV/FCF 173	EV/OP 45,7
10år	10år	10år	10år	10år
EV/S 6,1	E/EV (%) -0,16 %	EBIT/EV (%) 0,02 %	P/B-tang 30,0	PEG -
10år	10år	10år	10år	10år
Senaste Aktiekurs: 2019-12-27 23:00:00		Senaste Rapport: Q3-2019		

Det som sticker ut som lågt värderat är EV/S på 6.1. Att jämföra med till exempel PayPal som värderas till 7.1 fast de inte växer lika snabbt. PayPal har haft en rörelsemarginal på stadiga 15% i princip under många år. Men de har inte heller haft någon hårdvara som drar ner lönsamheten.

PayPal har haft en bruttomarginal på strax över 45% och idag är den 45%. Square ligger dock på 40%, vilket visar på att hårdvaran inte tynger ner bruttoresultatet särskilt mycket.

Om vi antar att Square inte når upp till PayPals rörelsemarginal om 15% men istället når cirka 10% i marginal. Omsättningstillväxten har legat på 38.% CAGR 5yr men har saktat ner lite under första halvåret 2019. Men Q3 2019 tog tillväxten fart igen och landade på 44%. I och med Cash App, Bitcoin och gratis aktiehandel tror jag tillväxten tar fart igen. Men vi antar 40% intäkstillväxt.

EV = 26 535 MUSD

EBIT 2020 = 606.6 MUSD

EBIT 2021 = 849.3 MUSD

EV/EBIT 2020 = 43.7

EV/EBIT 2021 = 31.2

Antar vi 30% tillväxt mellan 2022 till 2023 och en RM på 10% får vi.

EBIT 2022 = 1104 MUSD

EV/EBIT 2022 = 24

Antar vi istället en rörelsemarginal på 15% får vi följande.

EV/EBIT 2020 = 29.2

EV/EBIT 2021 = 20.8

EV/EBIT 2022 = 16 (30% omsättningstillväxt)