



## Penser Access by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 09 januari 2024

# Checkin.com Group

## Uppdatering kring kabinfaktor hos Ryanair

### Ryanair lämnar starka decembersiffror

Vi har tidigare refererat till Ryanair som en ledande kund inom reseindustrin. Vi bedömer det som högst sannolikt att denna kund är Ryanair av två anledningar 1) Ryanair DAC är en referenskund på Checkins hemsida 2) Get ID nämns som en leverantör på Ryanairs hemsida.

Ryanair redovisade 12,5m passagerare under december. Detta motsvarar en ökning med 8,8% y/y. För hela Q4 uppgick antalet passagerare till 41,3m vilket också är en ökning med 8% y/y. Under december har Ryanair valt att ta bort sina flighter från vissa onlinebaserade resebyråer som t.ex. Booking.com, Kiwi och Kayak för att istället sälja dessa biljetter direkt. Ryanair bedömer att detta kommer minska kabinfaktorn med 1-2% på kort sikt. Kabinfaktorn är kapacitetsutnyttjande som i december uppgick till 91%. Detta kan få en påverkan för Checkin då en slutkund enligt Ryanairs kundtjänst betalar GBP/EUR 0,59 per expressverifiering. När en resa bokas via en resebyrå så behöver denna bokning verifieras av Ryanair vilket innebär att ett steg adderas där Checkins produkter används.

### Högt värdeskapande...

Baserat på sitt värdeskapande, av oss definierat som snitttillväxt 24-25 + genomsnittlig EBITDA-marginal, är Checkin relativt lågt värderat i förhållande till andra svenska mjukvarubolag. Vi anser att delar av den rabatt som finns mot sektorn kan förklaras med en hög kundkoncentration, vilket vi har tagit hänsyn till i vårt motiverade värde.

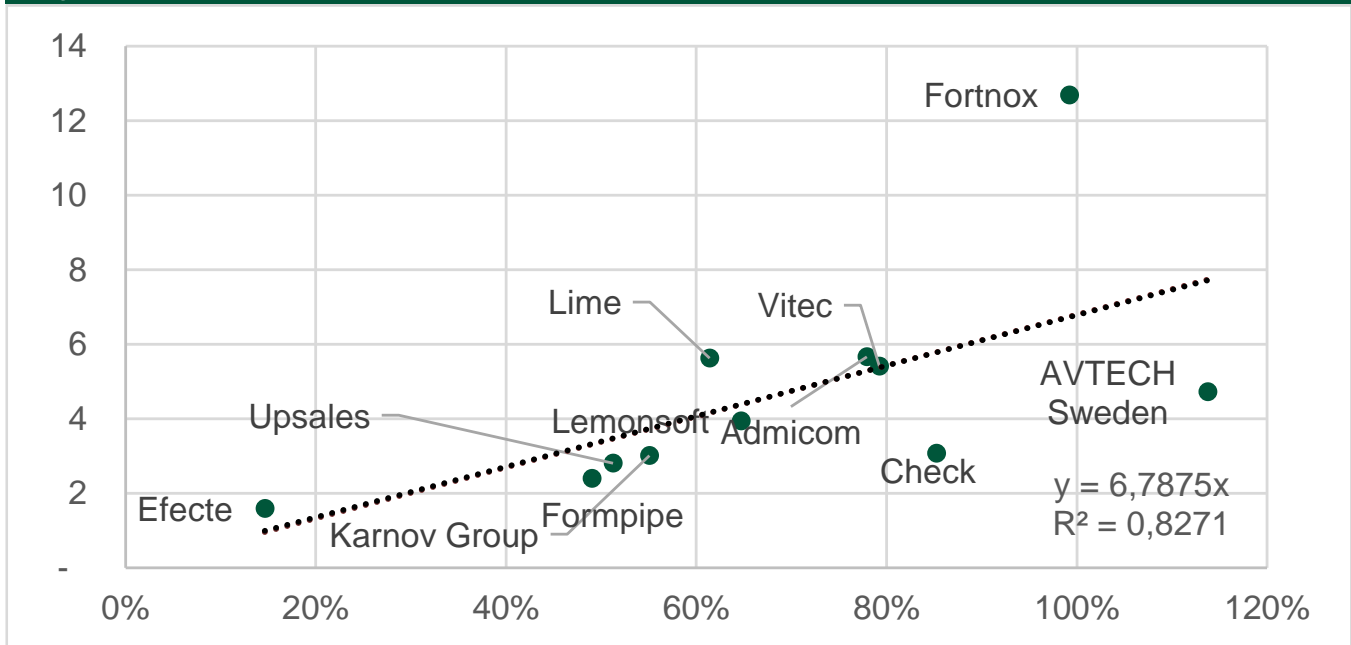
### ...men ökad risk i estimaten

Beskedet att Ryanair har dragit tillbaka sina biljetter från ett stort antal av de ledande onlineresebyråerna innebär att risken i våra estimat stiger under 2024-2025. Detta då vi inte i dagsläget har en klar bild över det avtal vi bedömer att Checkin har med Ryanair ser ut. Vi bedömer dock att antal resenärer och kabinfaktor har en påverkan på Checkins intäkter. Givet att Ryanair i december drog tillbaka sina flighter från ett antal ledande onlineresebyråer ser vi att det främst är risken för estimaten i 2024 som stiger. Vi bedömer att ett potentiellt intäktsbortfall från Ryanair delvis kan kompenseras av den nya kunden Holland Casino som gick live under Q4. Vidare ser vi att den nya fintechkunden som under H2'23 har genomfört integrationer med Checkins mjukvara kan börja leverera volymer som mer än väl kan kompensera för ett intäktsbortfall från Ryanair under prognosperioden.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	64,0 - 65,0 kr	
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	98	137	216	338	Aktiekurs	36,1 kr	
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	73%	39%	58%	57%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	6	31	54	106	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-7	10	33	82			
Q4 - rapport	15 februari 2024			EPS, just.	-0,3	0,2	0,8	2,1			
Q1 - rapport	08 maj 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	>100%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EBIT-marginal	Neg.	8,9%	17,7%	26,8%			
Antal aktier	30m			ROE, just.	Neg.	2,7%	10,6%	23,2%			
Börsvärde	1 077			ROCE, just.	Neg.	4,2%	13,2%	28,1%			
Nettoskuld	-14			EV/Sales	10,4x	7,8x	4,9x	3,1x			
EV	1 064			EV/EBITDA	186,0x	34,8x	19,7x	10,0x			
Free float	48%			EV/EBIT	Neg.	109,3x	32,5x	12,9x			
Daglig handelsvolym, snitt	14k			P/E, just.	-143,3x	185,7x	44,1x	16,9x			
Bloomberg Ticker	CHECK SS EQUITY			FCF yield	-4%	-1%	1%	5%			
				Nettoskuld/EBITDA	-4,2x	-0,7x	-0,6x	-0,8x	<b>Intressekonflikter</b>		
<b>Analytiker</b>										Yes	No
Rikard Engberg										Likviditetsgarant	✓
rikard.engberg@carnegie.se										Certified adviser	✓
										Transaktioner 12m	✓



## Högt värdeskapande för Checkin



Källa: Factset

## Peertable

Valuation	MCAP (SEK)	EV (SEK)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
			Checkin.com Group	1 054	1 041	11,62x	4,82x	3,08x	48,7x	19,3x	9,8x	563,0x	31,5x	12,7x
AVTECH Sweden	217	196	8,67x	5,84x	4,72x	--	10,5x	7,7x	32,6x	14,9x	9,9x	--	--	--
Fortnox	32 975	32 797	21,20x	15,99x	12,69x	44,6x	32,0x	24,9x	56,4x	39,3x	29,8x	69,3x	50,1x	38,0x
Lime Technologies	4 058	4 240	7,60x	6,37x	5,63x	27,0x	20,3x	17,7x	38,8x	29,7x	25,1x	51,7x	35,3x	30,3x
Admicom	2 444	2 430	6,44x	6,15x	5,66x	16,3x	15,9x	14,5x	22,1x	18,0x	16,4x	31,0x	21,0x	19,3x
Lemonssoft	1 330	1 355	4,77x	4,17x	3,94x	14,8x	12,9x	12,1x	18,6x	15,0x	14,1x	26,0x	19,5x	18,2x
Efecte	579	558	2,13x	1,81x	1,59x	--	20,9x	11,9x	--	54,8x	18,4x	(31,1x)	54,7x	21,4x
FormPipe Software	1 458	1 494	2,89x	2,63x	2,40x	14,7x	10,5x	8,5x	38,5x	19,7x	13,7x	62,4x	25,4x	17,4x
Vitec Software Group	21 341	20 482	7,83x	6,31x	5,41x	20,0x	15,9x	13,6x	34,7x	27,3x	23,1x	64,8x	42,5x	37,1x
Karnov Group	5 858	8 092	3,66x	3,12x	3,01x	13,7x	11,4x	10,6x	32,6x	25,2x	21,4x	20111,1x	16,9x	13,6x
Upsales Technology	630	585	4,06x	3,36x	2,81x	14,0x	13,6x	11,7x	17,3x	18,9x	15,4x	22,8x	24,9x	20,8x
<b>Mean</b>			<b>7,68x</b>	<b>5,72x</b>	<b>4,81x</b>	<b>25,0x</b>	<b>17,0x</b>	<b>13,1x</b>	<b>93,1x</b>	<b>27,5x</b>	<b>18,5x</b>	<b>2342,5x</b>	<b>34,5x</b>	<b>23,6x</b>
<b>Median</b>			<b>7,02x</b>	<b>5,33x</b>	<b>4,33x</b>	<b>18,2x</b>	<b>15,9x</b>	<b>12,0x</b>	<b>34,7x</b>	<b>26,3x</b>	<b>17,4x</b>	<b>62,4x</b>	<b>35,3x</b>	<b>19,3x</b>

Källa: Factset

## Diskonterad kassaflödesanalys

DCF		Känslighetsanalys															
<b>Värdering</b>		<b>WACC</b>	<b>Antaganden terminalvärde</b>			<b>Känslighetsanalys</b>											
Nuvärdet av fria kassaflöden	948	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%	<b>Långsiktig tillväxt</b>					<b>Långsiktig EBIT-marginal</b>						
Nuvärdet av terminalvärde	929	Risikpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	20,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%		
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 877</b>	Småbolspremium	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	5,0%	15,0%	71	72	74	77	79	53	64	74	85	96	
Nettoskuld, senast rapporterad	-14	Extra riskpremium	5,0%	Capex, % av omsättning	10,0%	15,5%	71	72	74	77	79	55,5%	64	74	85	96	
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>17,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	8,0%	16,5%	64	65	67	69	70	16,5%	48	57	67	76	86
<b>Eget kapital</b>	<b>1 891</b>			Skattesats	22,0%	17,0%	60	62	63	65	67	17,0%	46	55	63	72	81
Antal utstående aktier, full utspädning	30			Terminalvärde, % av EV	49,5%												
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>63</b>																

Källa: Factset

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

Uppdragsanalys inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intyggar att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investeringar bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investeringar i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95