



## Penser Access by Carnegie

Kommunikation | Sverige | 16 februari 2024

# Waystream

## Fortsatt låga investeringar i accessnäten

### Utmanande år för Waystream

2023 blev ett utmanande år för Waystream. Intäkterna i Q4'23 minskade med 59% och för helåret 2023 med 25%. EBIT fortsatte att utvecklas svagt under 2023 och landade på -4,5m Q4'23. En besvärlig situation med makroekonomisk motvind från högre räntor, som sätter press på såväl den byggrelaterad efterfrågan som den konsumentdrivna. Stora beställningar under tiden med komponentbrist har medfört stora överlager i hela värdekedjan, vilket har lett till lagerneddragningar hos kunder. En låg efterfrågan och stora inleveranser har också ökat varulagret från 15% av omsättningen i 2022 till 60% i 2023.

### Lägre prognoser från fortsatt låg investeringsvilja och makroekonomisk motvind

Vi sänker våra prognoser markant för 2024 och skjuter därmed på återhämtningen för utrustning för accessnäten ytterligare ett år, till 2025. Den makroekonomiska motvinden för bolaget fortsätter på flera plan. Teleoperatörerna, en stor framtida potentiell kundgrupp, har utmaningar med höga räntor, vilket fördröjar investeringar i allmänhet. Tyskland, en av bolagets viktigaste expansionsmarknader förutom den nordiska teleoperatörsmarknaden, utvecklas generellt svagt. Samtidigt är utbytesbehovet av utrustning betydande och bolaget har tecknat flera ramavtal med teleoperatörer, senast Telenor, vilket bör ge en god återhämtning i 2025.

### Nytt motiverat värde på 28-41 per aktie baserat på värdeskapande

Vi justerar vårt motiverade värde och använder en modell baserad på värdeskapande, som vi definierar som snittet av försäljningstillväxt adderat med snittet av EBITDA-marginalen, båda baserat på perioden 2024e-2026e. Enligt denna metod uppgår värdeskapandet till 41% för Waystream. Bolag med liknade värdeskapande handlas på en EV/S på 1,4x, vilket vi använder för den lägre delen av vårt värderingsintervall, 28 kr per aktie. För den övre nivån på vårt värderingsintervall antar vi att bolaget når sin finansiella målsättning om en EBIT-marginal på 15-20% i 2025e, att jämföra med vår prognos för 2025e på 13,7%. Vi åsätter då aktien en EV/S på 2x, då det är rimligt att se en återgång till de värderingsnivåer som varade när lönsamheten var i linje med målsättningen. Sammantaget ger detta ett värde på 41 kr per aktie, vilket utgör den övre delen av vårt värderingsintervall.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	28,0-41,0 kr
Totala intäkter	-17,8%	-13,3%	-	111	147	183	213	Aktiekurs	19,4 kr
EBIT, just.	-89,5%	-9,4%	-	-25%	32%	24%	17%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-90,4%	-9,4%	-	1	9	31	36	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-5	2	24		
Q1 - rapport		18 april 2024		EPS, just.	-0,6	0,1	2,8	<b>Intressekonflikter</b>	
Q2 - rapport		11 juli 2024		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	Yes	No
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	7,9	8,1	9,8	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier		8,1m		Utdelning per aktie	0,0	0,5	0,8	Certified adviser	✓
Börsvärde		157		EBIT-marginal	Neg.	1,2%	13,7%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld		10		ROE, just.	Neg.	1,7%	31,7%		
EV		167		ROCE, just.	Neg.	2,0%	27,0%		
Free float		77%		EV/Sales	2,1x	1,1x	0,9x		
Daglig handelsvolym, snitt		20k		EV/EBITDA	165,9x	19,3x	5,4x		
Bloomberg Ticker		WAYS SS EQUITY		EV/EBIT	Neg.	102,1x	7,0x		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	-47,7x	139,5x	6,9x		
Örjan Rödén				P/EK	3,4x	2,4x	2,0x		
orjan.rodén@carnegie.se				Direktavkastning	0,0%	2,6%	3,9%		
				FCF yield	-13%	6%	8%		
				Nettoskuld/EBITDA	7,2x	0,1x	-0,2x		

## Investment case

### Starka inträdesbarriärer och minskad konkurrens har skapat en stark marknadsposition

I takt med att den geopolitiska risken har förskjutits de senaste åren har Waystream lyckats ta marknadsandelar från Huawei och premium-segmentet präglas nu av Waystreams marknadsdominans. Bolagets satsningar på hållbarhet med lokal produktion har bidragit till detta, utöver den geopolitiska dimensionen. Samtidigt har den starka marknadspositionen samt den stabila historiken av fungerande och lättanvänd hård- och mjukvara lett till höga inträdesbarriärer. Vi ser kombinationen av dessa som mycket attraktiv.

### Lönsam tillväxt

Med lokal produktion, hållbara produkter, fokus på kärnverksamhet och samarbete med partners inom resursintensiva områden har Waystream kunnat växa lönsamt. Vi bedömer att omsättningen i genomsnitt kommer fortsätta växa med höga tvåsiffriga tal kommande år med fortsatt starka marginaler.

### Står inför en kraftig expansion i Europa

Bredbandsinfrastrukturen förväntas växa kraftigt de närmaste åren i Europa. Exempelvis räknar FTTH Council Europe med att antalet nya uppkopplade hushåll i EU kommer växa med 11% CAGR per år de kommande fem åren. Till den ökade penetrationen tillkommer konvertering av äldre tekniker som har lägre hastigheter än dagens standard på minst 1 Gbit/s

### Makroekonomisk motvind sänker lönsamheten i 2023 och 2024e

Waystream har drabbats av makroekonomisk motvind från kombinationen av höga räntor, svag konsumentkonjunktur och en allmän överbeställningscykel i hela värdekedjan, vilket har skapat en negativ marginalutveckling i 2023 och 2024. Samtidigt är utbytesbehovet av utrustning betydande och bolaget har tecknat flera ramavtal med teleoperatörer, senast Telenor, vilket bör ge en god återhämtning i 2025.

## Bolagsprofil

Waystream är verksam inom bredbandsinfrastruktur. Bolaget producerar, säljer och marknadsför access-switchar som förbinder en bredbandskund till stornätet. Det är via access-switchen som operatörer styr kundens tjänsteutbud och den är därför central för operatörens förmåga att generera intäkter för en bredbandsuppkoppling. Bolaget är verksamt i Sverige (34% av försäljningen 2022), Norden utanför Sverige (51%) och utanför Norden framför allt övriga Europa (15%).

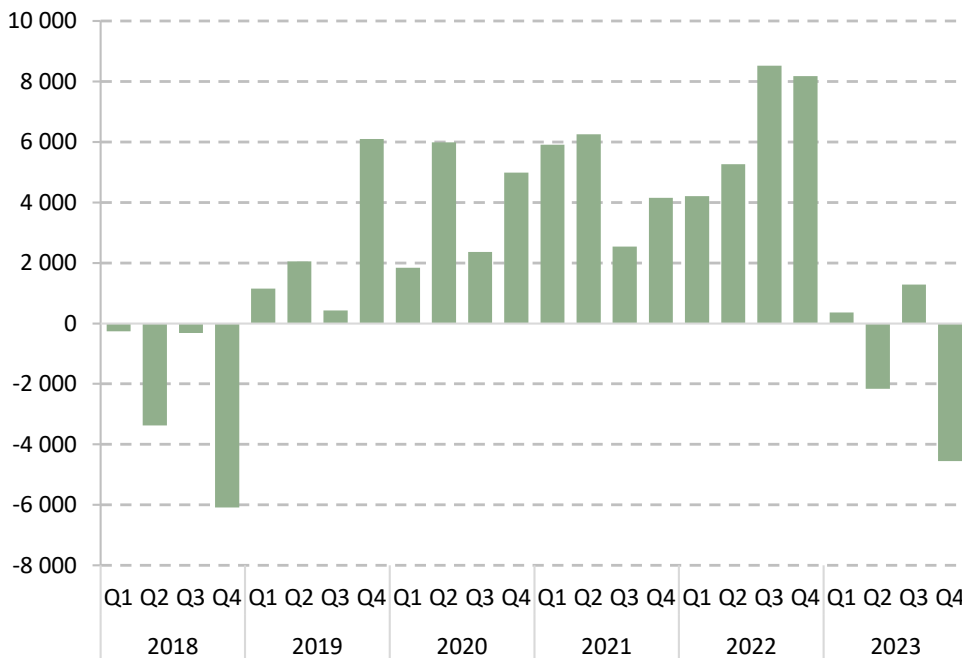
## Värdering och motiverat värde

Vi använder en modell baserat på värdeskapande, som vi definierar som snittet av försäljningstillväxt adderat med snittet av EBITDA-marginalen, båda baserat på perioden 2024e-2026e. Bolag med liknade värdeskapande handlas på en EV/S på 1,4x, vilket vi använder för den lägre delen av vårt värderingsintervall, 28 kr per aktie. För den övre nivån på vårt värderingsintervall antar vi att bolaget når sin finansiella målsättning om en EBIT-marginal på 15-20% i 2025e, att jämföra med vår prognos som innebär en lägre marginal. Vi åsätter då aktien en EV/S på 2x, då det är rimligt att se en återgång till de värderingsnivåer som varade när lönsamheten var i linje med målsättningen. Sammantaget ger detta ett värde på 41 kr per aktie, vilket utgör den övre delen av vårt värderingsintervall.

## Kvartalet i korthet

2023 blev ett utmanande år för Waystream. Intäkterna i Q4'23 minskade med 59% och för helåret 2023 med 25%. EBIT fortsatte att utvecklas svagt under 2023 och landade på -4,5m Q4'23.

Figur 1: EBIT, kvartalsvis, tkr



Källa: Waystream, Penser by Carnegie

En besvärlig situation med makroekonomisk motvind från högre räntor, som sätter press på såväl den byggrelaterade efterfrågan som den konsumentdrivna. Stora beställningar under tiden med komponentbrist har medfört stora överlager i hela värdekedjan, vilket har lett till lagerneddragningar hos kunder. En låg efterfrågan och stora inleveranser, har också ökat varulagret från 15% av omsättningen i 2022 till 60% i 2023. Därmed utvecklades kassaflödet svagt, -29 mkr efter investeringar.

## Prognosjusteringar

Vi sänker våra prognoser markant för 2024 och skjuter därmed på återhämtningen för utrustning för accessnäten ytterligare ett år, till 2025. Den makroekonomiska motvinden för bolaget fortsätter på flera plan. En utmanade situation för konsumenten leder till en minskad benägenhet att uppgradera till högre bredbandshastigheter och premiumtjänster, en viktig anledning till att uppgradera accessnäten, förutom när utrustning fallerar av tekniska orsaker. Teleoperatörerna, en stor framtida potentiell kundgrupp, har utmaningar med höga räntor vilket fördyrar investeringar i allmänhet. I Sverige har dessutom operatörerna fokus på att bygga ut 5G-näten under 2024, vilket minskar investeringsviljan. Tyskland, en av bolagets viktigaste expansionsmarknader förutom den nordiska teleoperatörsmarknaden, utvecklas generellt svagt ur ett makroperspektiv. Samtidigt är utbytesbehovet av utrustning betydande och bolaget har tecknat flera ramavtal med teleoperatörer, senast Telenor, vilket bör ge en god återhämtning i 2025.

## Värdering

Vi värderar Waystream enligt en modell för värdeskapande av bolag på Stockholmsbörsen, där vi adderar den genomsnittliga tillväxten under kommande 3 år med den genomsnittliga EBITDA marginalen under samma period. Detta ställs mot respektive bolags EV/S-multipel.

Enligt våra prognoser blir Waystreams värdeskapande 41% för perioden 2024e-2026e. Vi jämför det med liknande bolag på Stockholmsbörsen, där vi begränsar värdeskapandet till 20%-40% och även marknadsvärdet till mellan 500-2 000 mkr, då Waystream är ett mindre bolag. Därmed uppnår vi en balans mellan liknande förutsättningar och ett statistiskt underlag. Sammantaget ger begränsningarna ett underlag på 25 bolag. Inom detta urval har vi även sorterat bort en extremobservation med högt EV/S men begränsat värdeskapande, och medelvärdet blir då en EV/S på 1,4 som vi använder som en motiverad multipel. Utan begränsningar i värdeskapande skulle den motiverade multipeln uppgå till EV/S 1,8x och utan några

begränsningar i form av storlek eller värdeskapande, det vill säga hela urvalet, skulle den motiverade EV/S-multipeln uppgå till 2,3x. Vi väljer dock den justerade multipeln enligt urvalet ovan som bas för vår värdering. Givet en EV/S på 1,4 och justerat för vår nettoskuldsprogno ger det ett värde på 28 kr/aktie, vilket ger den lägre gränsen av vårt värderingsintervall.

Figur 2: Beräkning motiverat värde, nedre del av värderingsintervall

Tillväxt 24e-26e	27%
EBITDA-marginal 24e-26e	14%
Totalt	41%
Sales 24e-26e	171
Målmultipel	1,4
Värde	239
Nettoskuld, senast	10
Motiverat värde, mkr	229
Aktier	8
Värde per aktie	28

Källa: Waystream, FactSet, Penser by Carnegie

### Högre värdeskapande om bolaget uppnår sin sina målsättningar ger en motiverad EV/S-multipel på 2x

Enligt våra prognoser når inte Waystream sin finansiella målsättning för EBITDA-marginalen under vår prognoshorisont. Enligt våra beräkningar innebär bolagets målsättning en EBITDA-marginal på 22,5%, beräknat utifrån mittpunkten i bolagets målintervall för EBIT-marginal på 15-20%, justerat för avskrivningar. Om Waystream överträffar våra prognoser och når sin målsättning redan 2025, ökar värdeskapandet till 43%. Detta bör ge en högre EV/S multipel. Vi har utgått från EV/S 2x då aktien handlades på den nivån under den perioden då bolaget var i linje med sitt marginalmål (2021 & 2022).

Nedan visas våra beräkningar på en EV/S på 2x. Vi har endast utgått från att bolaget når sin målsättning tidigast 2025, då vi ser den nuvarande EBIT-nivån som alltför långt ifrån målsättningen för att beaktas.

Figur 3: Beräkning motiverat värde, övre delen av intervall

Tillväxt 24e-26e	27%
EBITDA-mrginal 24e-26e	17%
Totalt	43%
Sales 24e-26e	171
Målmultipel	2
Värde	342
Nettoskuld 2024	10
Motiverat värde, mkr	332
Aktier	8
Värde per aktie	41

Källa: Waystream, FactSet, Penser by Carnegie

Figur 4: DCF, sammanfattning

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	110	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	4,0%
Nuvärdet av terminalvärde	160	Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	18,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>271</b>	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	10	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>14,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>261</b>			Skattesats	20,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	8				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>31</b>				

Källa: Waystream, Penser by Carnegie

Figur 5: DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%			13,0%	15,5%	18,0%	20,5%	23,0%
WACC	13,0%	34	35	36	37	39	WACC	13,0%	36	36	36	36	36
	13,5%	31	32	33	35	36		13,5%	33	33	33	33	33
	14,0%	29	30	31	32	33		14,0%	31	31	31	31	31
	14,5%	27	28	29	30	31		14,5%	29	29	29	29	29
	15,0%	26	26	27	28	29		15,0%	27	27	27	27	27

Källa: Waystream, Penser by Carnegie

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>70</b>	<b>66</b>	<b>86</b>	<b>91</b>	<b>139</b>	<b>100</b>	<b>137</b>	<b>173</b>	<b>203</b>
Övriga rörelseintäkter	5	9	4	8	11	11	10	10	10
<b>Totala intäkter</b>	<b>75</b>	<b>74</b>	<b>90</b>	<b>100</b>	<b>149</b>	<b>111</b>	<b>147</b>	<b>183</b>	<b>213</b>
Kostnad sålda varor	-35	-29	-35	-34	-62	-48	-71	-83	-97
<b>Bruttoresultat</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>55</b>	<b>65</b>	<b>87</b>	<b>63</b>	<b>76</b>	<b>100</b>	<b>116</b>
Övriga rörelsekostnader	-40	-31	-34	-41	-55	-61	-67	-69	-79
<b>EBITDA</b>	<b>-1</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>33</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>31</b>	<b>36</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>33</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>31</b>	<b>36</b>
Avskrivningar	-30	-4	-6	-6	-7	-6	-7	-7	-7
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-31</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>-5</b>	<b>2</b>	<b>24</b>	<b>29</b>
<b>EBIT</b>	<b>-31</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>-5</b>	<b>2</b>	<b>24</b>	<b>29</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-10</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>-5</b>	<b>2</b>	<b>24</b>	<b>29</b>
Finansnetto	0	-1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-31</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>-6</b>	<b>2</b>	<b>24</b>	<b>29</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-10</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>-6</b>	<b>2</b>	<b>24</b>	<b>29</b>
Total skatt	6	-2	-3	-4	-6	1	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-25</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>24</b>	<b>29</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-4</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>24</b>	<b>29</b>
Intäkstillväxt	-	0%	21%	11%	50%	-25%	32%	24%	17%
Bruttomarginal	56,4%	68,4%	63,9%	71,6%	63,0%	62,8%	55,3%	57,8%	56,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	Neg.	1,2%	13,7%	14,3%
EPS, justerad	-0,56	0,93	1,50	1,83	2,45	-0,57	0,14	2,83	3,47
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	62%	22%	34%	N.m.	N.m.	>100%	23%

Källa: Waystream, Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-31	10	16	19	26	-5	2	24	29
Övriga kassaflödesposter	30	4	6	6	7	5	4	3	3
Förändringar i rörelsekapital	5	-2	-10	2	-23	-18	14	-4	-2
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>27</b>	<b>10</b>	<b>-18</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>30</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-1	0	0	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-9	-4	-8	-9	-11	-10	-10	-10
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-5</b>	<b>-9</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>18</b>	<b>1</b>	<b>-29</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>20</b>
Nyemission / återköp	0	3	0	1	0	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	-6	0	-4	-6
Övriga poster	0	-2	-5	0	0	11	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>1</b>	<b>-24</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>14</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-24</b>	<b>-25</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>-7</b>	<b>-21</b>

Källa: Waystream, Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	4	3	2	1	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	12	17	16	20	23	28	31	34	37
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	8	5	3	2	1	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>38</b>
Varulager	6	4	9	7	21	60	23	29	35
Kundfordringar	7	16	15	17	36	13	34	43	51
Övriga omsättningstillgångar	2	1	2	4	18	24	24	24	24
Likvida medel och kortfristiga placeringar	2	6	8	26	27	3	12	20	34
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>17</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>55</b>	<b>102</b>	<b>100</b>	<b>93</b>	<b>117</b>	<b>143</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>41</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>78</b>	<b>127</b>	<b>129</b>	<b>125</b>	<b>152</b>	<b>181</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	16	26	39	54	75	67	68	82	99
<b>Summa eget kapital</b>	<b>16</b>	<b>26</b>	<b>39</b>	<b>54</b>	<b>75</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>82</b>	<b>99</b>
Långfristiga räntebärande skulder	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	1	2	15	13	14	16
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>16</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	8	7	2	2	2	13	13	13	13
Leverantörsskulder	6	11	7	8	28	18	15	21	26
Övriga kortfristiga skulder	10	10	7	14	20	16	17	22	27
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>50</b>	<b>47</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>66</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>41</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>78</b>	<b>127</b>	<b>129</b>	<b>125</b>	<b>152</b>	<b>181</b>

Källa: Waystream, Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	0%	21%	11%	50%	-25%	32%	24%	17%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	51%	16%	32%	-96%	>100%	>100%	17%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	58%	21%	39%	N.m.	N.m.	>100%	23%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	62%	22%	34%	N.m.	N.m.	>100%	23%
Bruttomarginal	56,4%	68,4%	63,9%	71,6%	63,0%	62,8%	55,3%	57,8%	56,9%
EBITDA-marginal	Neg.	21,6%	24,8%	27,3%	23,6%	1,4%	6,3%	17,8%	17,8%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	21,6%	24,8%	27,3%	23,6%	1,4%	6,3%	17,8%	17,8%
EBIT-marginal	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	Neg.	1,2%	13,7%	14,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	Neg.	1,2%	13,7%	14,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	11,0%	14,1%	16,2%	14,8%	Neg.	0,9%	13,7%	14,3%

Källa: Waystream, Carnegie

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	34%	37%	32%	32%	Neg.	2%	32%	32%
ROCE, justerad	Neg.	34%	42%	39%	39%	Neg.	2%	27%	28%
ROIC, justerad	Neg.	39%	52%	60%	65%	Neg.	2%	33%	38%

Källa: Waystream, Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	8%	6%	10%	7%	14%	54%	16%	16%	16%
Kundfordringar / totala intäkter	10%	22%	16%	17%	24%	11%	23%	24%	24%
Leverantörsskulder / KSV	16%	36%	20%	22%	45%	38%	21%	25%	27%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	31%	46%	23%	31%	43%	43%	33%	37%	37%
Rörelsekapital / totala intäkter	0%	2%	13%	8%	18%	56%	34%	29%	26%
Kapitalomsättningshastighet	3,0x	2,2x	2,2x	1,8x	1,9x	1,4x	1,8x	1,9x	1,9x

Källa: Waystream, Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	7	1	-6	-24	-25	10	1	-7	-21
Soliditet	40%	49%	71%	69%	59%	52%	54%	54%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,0x	-0,2x	-0,4x	-0,3x	0,2x	0,0x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-10,0x	0,1x	-0,3x	-1,0x	-0,8x	7,2x	0,1x	-0,2x	-0,6x

Källa: Waystream, Carnegie

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-3,64	0,93	1,50	1,83	2,45	-0,57	0,14	2,83	3,47
EPS, justerad	-0,56	0,93	1,50	1,83	2,45	-0,57	0,14	2,83	3,47
FCF per aktie	-0,22	0,38	0,96	2,18	0,12	-3,46	1,09	1,47	2,36
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,75	0,00	0,50	0,75	1,00
Eget kapital per aktie	2,40	3,36	4,80	6,74	8,99	7,93	8,07	9,80	11,8
Antal aktier vid årets slut, m	6,81	7,80	8,07	8,07	8,39	8,39	8,39	8,39	8,39
Antal aktier efter utspädning, snitt	6,81	7,80	8,07	8,07	8,39	8,39	8,39	8,39	8,39

Källa: Waystream, Carnegie

## Värdering

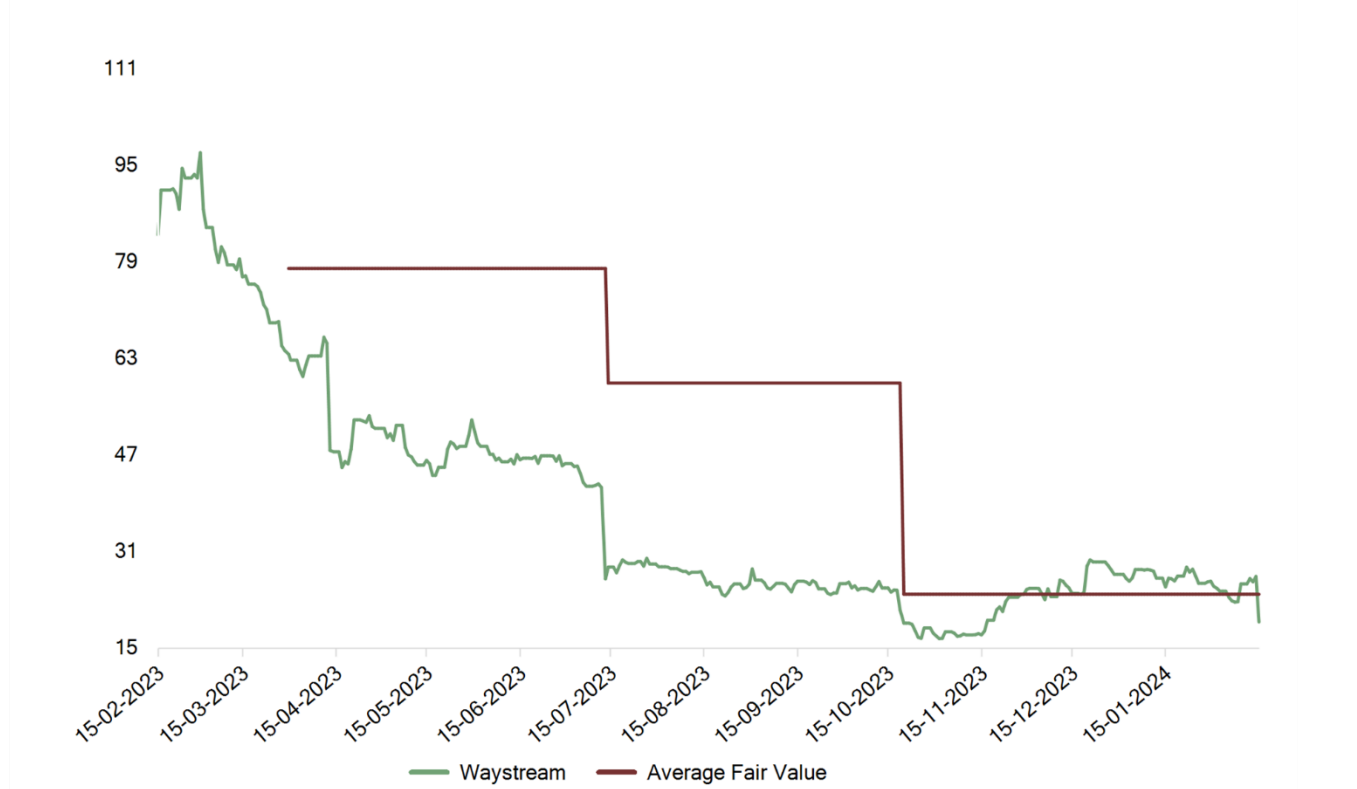
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	4,6x	12,0x	13,2x	27,3x	Neg.	139,5x	6,9x	5,6x
P/EK	1,3x	1,3x	3,8x	3,6x	7,5x	3,4x	2,4x	2,0x	1,6x
P/FCF	Neg.	11,0x	18,9x	11,0x	574,8x	Neg.	17,8x	13,2x	8,2x
FCF-yield	Neg.	9%	5%	9%	0%	Neg.	6%	8%	12%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	0,0%	2,6%	3,9%	5,2%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,6%	0,0%	>100%	26,5%	28,8%
EV/Sales	0,4x	0,4x	1,6x	1,7x	3,5x	2,1x	1,1x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	2,2x	6,5x	6,8x	15,7x	165,9x	19,3x	5,4x	4,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	3,1x	9,0x	9,0x	19,7x	Neg.	102,1x	7,0x	5,7x
EV	28	31	140	170	515	230	167	167	167
Aktiekurs	3,1	4,2	18,1	24,1	67,0	19,4	19,4	19,4	19,4

Källa: Waystream, Carnegie



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Waystream (WAYS SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# 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 analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie 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 företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## 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 intygas 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, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns 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. Investerare 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 analytikerns 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. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren 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