



## Penser Future by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 19 februari 2024

# Codemill

## Vänder till positivt resultat och uppvisar tydlig skalbarhet

### 2023 har varit ett år av tydlig lönsamhetsförbättring

Under 2023 har Codemill uppvisat en imponerande kostnadskontroll samtidigt som de fortsatt att växa. Det har gjort att vi under året sett en konsekvent marginalförbättring som också återspeglats i kassaflödet. Det fjärde och sista kvartalet var bättre än vi förväntat oss och visar skalbarheten i Codemills affär. Det var främst beläggningen inom konsultverksamheten som var högre än vi räknat med. När konsultverksamhetens intäkter täcker personalkostnaderna och mer därtill slår högmarginalsintäkterna från mjukvarusegmentet igenom och marginalen stiger snabbt. Efterfrågan på Codemills konsulter specialkompetens möter fortsatt hög efterfrågan och bolaget prioriterar affärer där de ser god möjlighet att även sälja mjukvara, på samma sätt som de arbetat med Amazon Studios.

### Nya trender inom filmbranschen, digitalisering och AI kommer att driva tillväxten

Tydliga marknadsdrivkrafter i kombination med ökade säljinsatser mot befintliga världsledande kunder kommer att leda till tillväxt. Filmbranschen har varit långsam med att ställa om till digitalisering och att arbeta i molnet. Det beror på att de varit rädda för att bli av med sitt material i hackerattacker. Digitaliseringen inom branschen har de senaste åren accelererat till följd av covid, strejken i Hollywood och utvecklingen inom AI. Vi anser att dessa trender är starka och kommer pågå under flera år. Vi höjer därmed våra prognoser för både konsultverksamheten och mjukvaruaffären. Det är främst tillväxten inom mjukvaruaffären som vi räknar med kommer att driva vinsten och kassaflödet.

### Värderingen reflekterar inte att 40-50% av intäkterna består av mjukvaruförsäljning

I och med att Codemill under året uppvisat en tydlig förbättring av vinst och kassaflöden höjer vi vår bedömning av den finansiella ställningen till 3, från tidigare 2, och vi förväntar oss fortsatt förbättring under året. Under den senaste 12-månadersperioden har konsultverksamheten stått för 50-60% av omsättningen men idag värderas Codemill som om den stod för 100%. Dagens värdering reflekterar inte att 40-50% av intäkterna är från mjukvaruförsäljning med betydligt högre marginaler.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Bedömning			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e				
Totala intäkter	18,3%	19,5%	-	81	89	100	112	Potential	3		
EBITDA, just.	85,6%	98,8%	-	Tillväxt	31%	11%	12%	Risk	2,5		
EPS, just.	>100%	>100%	-	EBITDA, just.	13	22	27	33	Finansiell ställning	3	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-2	7	13	20	Historik & meriter		2
Q1 - rapport	03 maj 2024			EPS, just.	-0,2	0,5	0,9	1,4			
Q2 - rapport	23 augusti 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	100%	54%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	3,4	3,8	4,7	6,1	Aktiekurs		9,5 kr
Antal aktier	14m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde	130			EBIT-marginal	Neg.	7,6%	13,2%	17,8%	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
Nettoskuld	-11			ROE, just.	Neg.	12,7%	21,3%	25,9%			
EV	119			ROCE, just.	Neg.	13,1%	21,1%	25,5%			
Free float	57%			EV/Sales	0,7x	1,3x	1,2x	1,1x			
Daglig handelsvolym, snitt	10k			EV/EBITDA	4,6x	5,5x	4,4x	3,6x			
Bloomberg Ticker	CDMIL SS EQUITY			EV/EBIT	-	17,8x	9,2x	6,0x			
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	-26,4x	20,9x	10,4x	6,8x			
Hugo Lisjo				P/EK	1,5x	2,5x	2,0x	1,5x			
hugo.lisjo@carnegie.se				FCF yield	8%	8%	12%	16%			
				Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-0,9x	-1,4x	-1,8x	<b>Intressekonflikter</b>		
										Yes	No
										Likviditetsgarant	✓
										Certified adviser	✓
										Transaktioner 12m	✓

## Investment case

Det är tydligt att trenden att använda video som media är accelererande. Streamingtjänsterna vill ha exklusivt material och producerar mer innehåll själva, vilket leder till ett ökat antal produktioner och ett utökat utbud. Marknadsföringsbranschen gör fler kundanpassade filmer för att nå valda kundgrupper och stora företag använder video i såväl marknadsföring som för intern utbildning. Detta är bara några av alla trender som leder till att videoproduktionen ökar.

Videomarknaden har inte kommit lika långt som många andra branscher vad gäller flytt till moln- och webbaserade tjänster. Samtidigt blir filerna större och tyngre p.g.a. förbättrad bildkvalitet, och kan idag vara för stora för att skickas. Därför sparas filerna oftast på en intern server, vilket kan skapa problem när fler personer ska arbeta i samma fil, ibland från olika geografier. Tack vare Codemills produkter kan flera personer arbeta simultant i en webbvänlig version med mindre filstorlek än originalfilen.

Codemill har några av världens största video- och mediebolag som kunder. Penetrationen hos befintlig kundstock är idag relativt låg då fokus varit att upparbeta goda relationer att bygga vidare på. Bolaget har kontinuerligt släppt nyheter om att fler av världens största techbolag valt deras produkter och att ett flertal kunder valt att utöka sina avtal.

## Bolagsprofil

Codemill är en pionjär inom sin nischade marknad. Bolaget levererar sin egenutvecklade modulära webbaserade mjukvara för att effektivisera produktion och distribution av video och film. Modulerna innehåller mjukvara som underlättar allt från redigering och klippning till kvalitetskontroll av video, ljud, undertexter m.m. Produkterna har integrerad AI för att automatisera annars tidsödande steg i produktionen. Målgruppen är stora bolag med minst 200 anställda inom video- och mediebranschen, men kan även vara marknadsföringsbyråer eller storbolag inom andra branscher som producerar eget videomaterial. Idag kommer intäkterna till ca 50% från konsultverksamheten och 50% är återkommande intäkter från licens- och supportavtal. Konsultavtalen är klassiska IT-konsulttjänster, men blir mer och mer av en understödsverksamhet till mjukvaruportföljen.

## Värdering

Eftersom Codemill är en blandning av ett mjukvarubolag med stabila återkommande intäkter och en IT-konsult inom medie- och videomarknaden består värderingsgruppen av IT-konsulter, tech-bolag och företag med koppling till videomarknaden. Videobolagen är noterade på den amerikanska börsen, men vi anser att dessa ändå är relevanta eftersom drygt hälften av Codemills intäkter kommer från USA och den typen av kunder.

IT-konsulterna värderas till ett genomsnittligt EV/S för 2024 på 1,3x, vilket är lägst av de tre undergrupperna. Bland bolagen med videokoppling sticker Adobe ut som betydligt högre värderat med EV/S 2024 11,5x. Bland SaaS-bolagen i jämförelsegruppen är Vitec högst värderat med EV/S 7,3x för 2023. Tydligt är att det finns en viss värderingsdiskrepans inom sektorn. Med våra estimat handlas Codemill på EV/S 2024 1,3x. Tabeller och diagram med mer utförliga data finns i slutet av analysen.

## Kvartalets utveckling

### Fördjupat samarbete med Amazon Studios

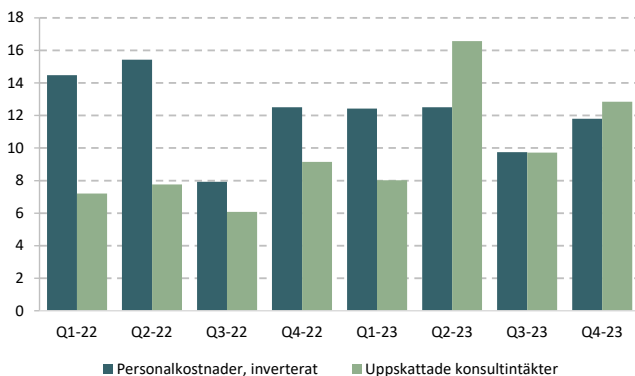
Codemill och Amazon har samarbetat under flera år. Sedan den senaste rapporten har samarbetet utökats genom både ett fördjupat konsultavtal och ett mjukvaruavtal. I mars 2023 tecknade parterna ett avtal rörande konsulttjänster till ett värde av ca 7,9 mkr. I januari 2024 meddelade parterna att de fördjupat sitt samarbete med ytterligare ett utökat konsultuppdrag värt ca 10,4 mkr och under december annonserades att Amazon Studios köpt Codemills mjukvara Accurateplayer SDK för att underlätta sina mediaarbetsflöden. Avtalets värde bedöms uppgå till ca 4 mkr.

Det täta samarbetet bekräftas av att tolv personer från Amazon Studios har varit och hälsat på Codemill i Umeå under vintern. Att en aktör som Amazon Studios valt Codemills konsulter och produkter för att förbättra sina arbetsflöden är ett tydligt tecken på att Codemill har ett starkt erbjudande. Med tanke på hur nöjda och stora Amazon Studios är bör det finnas möjligheter att öka försäljningen ytterligare, genom både konsultuppdrag och produkter.

### Tydlig belägningsförbättring inom konsultverksamheten

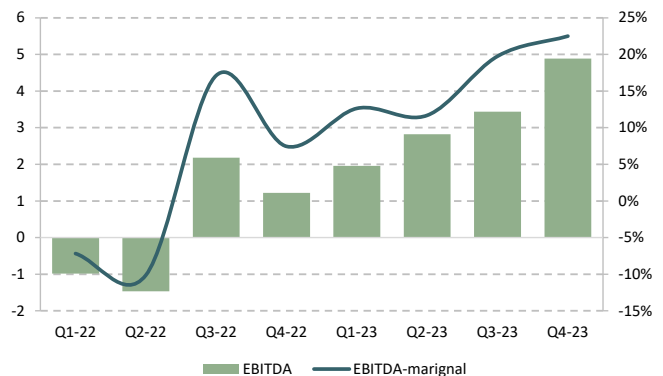
Utan att antalet anställda stigit sedan i fjol har konsultintäkterna ökat. Det innebär att belägningsgraden per konsult ökat betydligt. Då Codemill inte rapporterar intäkter per segment är siffrorna i diagrammet nedan våra uppskattningar. Även Q2,23 justerat för hårdvaruförsäljningen uppvisar en klar ökning mot året innan. När konsultverksamhetens intäkter överstiger personalkostnaderna får högmarginalintäkterna från mjukvaruförsäljning stor positiv inverkan på marginalen. Codemill aktiverar utvecklingskostnader vilket påverkar EBITDA-marginalen. Under 2023 minskade de aktiveringarna till 8,4 mkr (13,9), vilket därmed påverkat marginalen negativt jämfört med föregående år.

Konsultintäkterna överstiger nu personalkostnaderna.  
Q2'23 innehåller även försäljning av hårdvara



Källa: Codemill, Penser by Carnegie

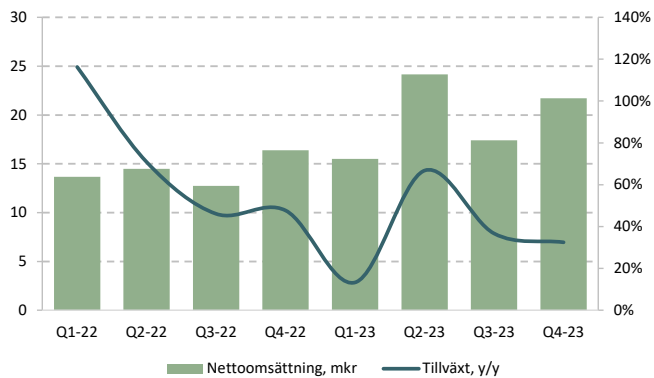
Detta leder till att mjukvaruintäkterna med högre marginal tydligt driver lönsamheten



Källa: Codemill, Penser by Carnegie

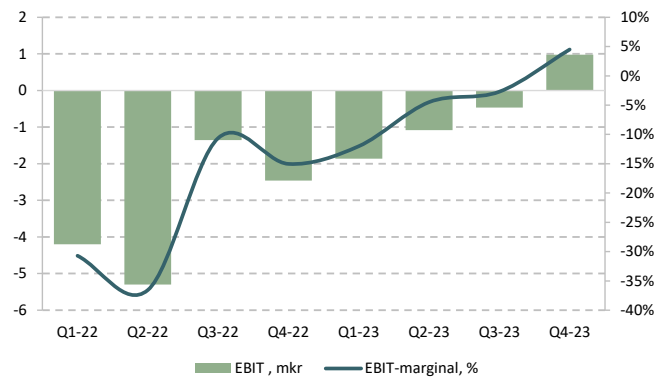
## Historisk utveckling

Omsättningen har fortsatt att stiga under 2023, trots att bolaget har haft ett tydligt kostnadsfokus



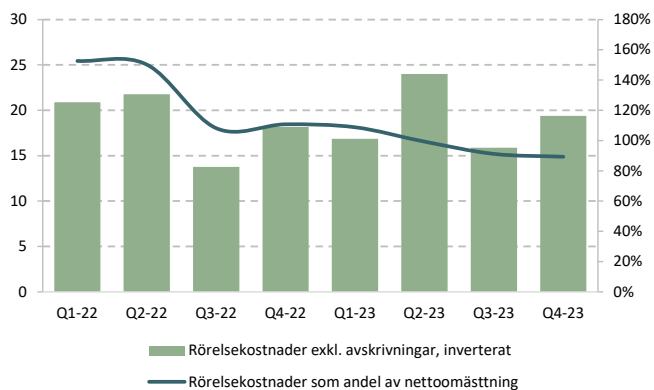
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

Det har medfört en tydlig marginalförbättring under året



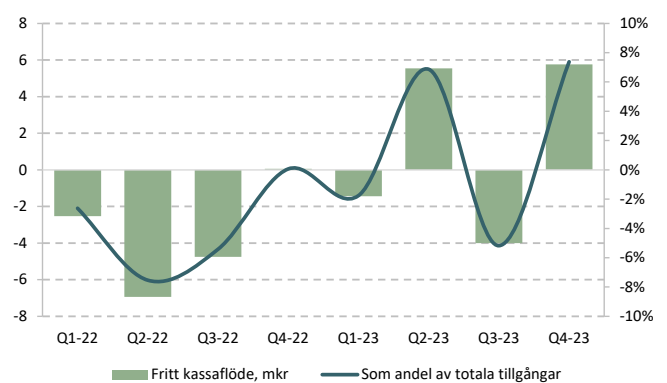
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

De ökade kostnaderna under Q2'23 beror på inköp av hårdvara till Deutsche bank-projektet



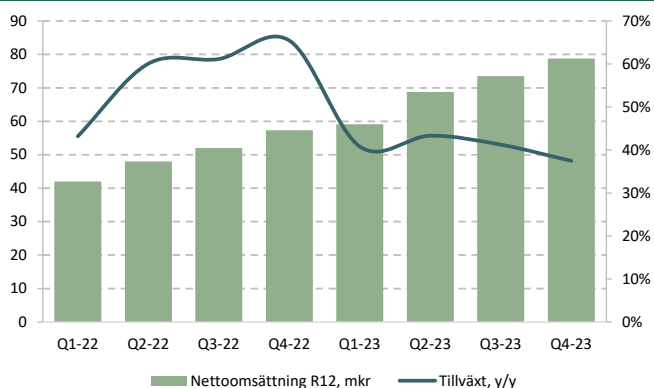
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

Lönsamhetsförbättringen återspeglas även i ett tydligt förbättrat fritt kassaflöde



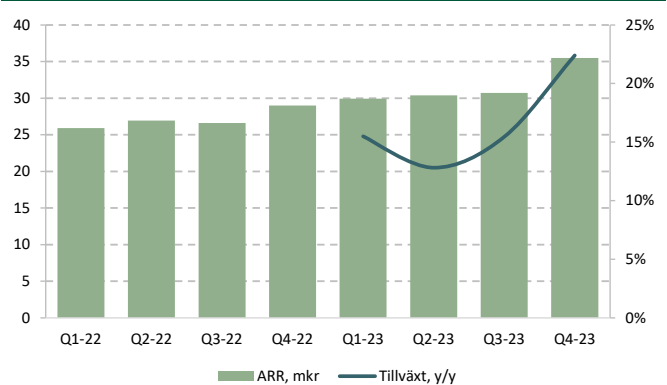
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

Nettoomsättningen R12 har stadigt ökat över tid



Källa: Codemill, Penser by Carnegie

De årliga återkommande intäkterna ökar successivt



Källa: Codemill, Penser by Carnegie

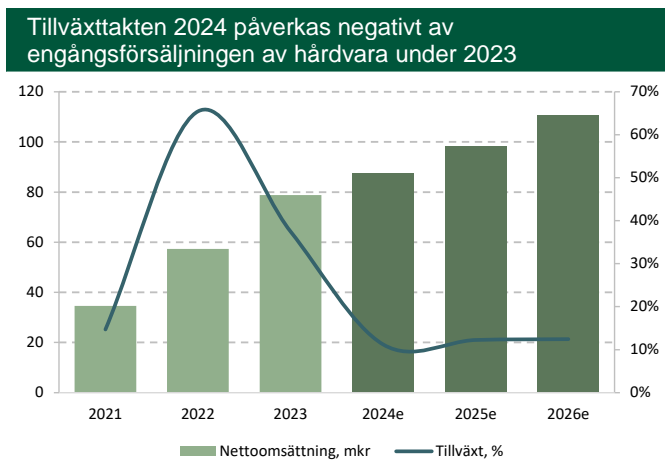
# Prognoser och prognosförändringar

## Fler studioproduktioner, digitalisering och AI driver efterfrågan på Codemills erbjudande

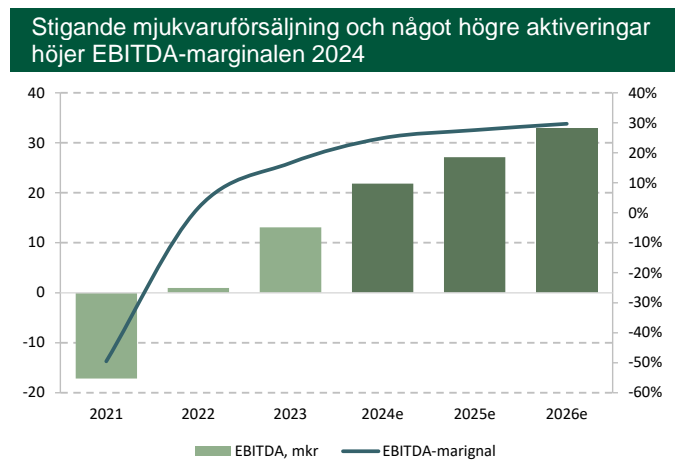
Under covid-pandemin kunde inte produktioner resa runt för att spela in. Det ledde till att fler produktioner spelas in i studiomiljö. Förändringen har lett till att återvinning av material ökat och att omgivningsbilder har skapats i digital miljö istället för att filmas på plats. Utvecklingen har lett till att efterfrågan har ökat på system för att enkelt finna rätt typ av fil i databasen samt utveckling av bra digitala arbetsflöden. Genom detta har produktionsbolagen insett att det nya arbetssättet också medför en kostnadsbesparing. Därför räknar vi med att efterfrågan på Codemills erbjudande kommer att öka kommande år.

Samtidigt har förändringen tvingat branschen att digitalisera i en snabbare takt än tidigare. Omställningen medför ett ökat behov av kompetens gällande hur omställningen till mer molnbaserade och digitala arbetsflöden ska gå till. Således räknar vi med att även konsultdelen av Codemill kommer att fortsätta möta ökad efterfrågan.

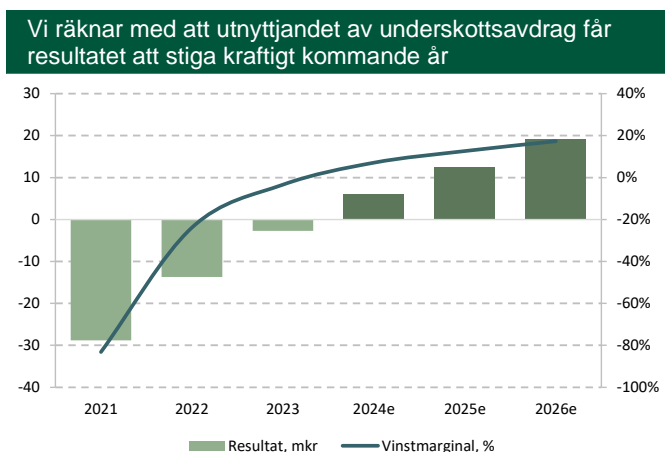
Utvecklingen och utbredningen av AI går mycket snabbt. Med generativ AI kan produktionsbolagen enkelt skapa sina omgivningsmiljöer digitalt. När dessa produceras i hög kvalitet blir filerna stora och går inte att skicka digitalt. Därför är det viktigt att de finns lagrade i en gemensam databas som alla intressenter har tillgång till. Det är ytterligare en drivkraft som ökar efterfrågan på digitala arbetsflöden och system som gör det enkelt att finna den fil man letar efter.



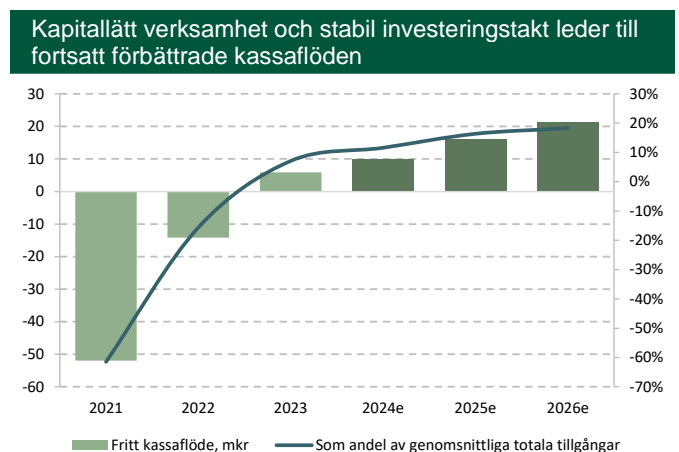
Källa: Codemill, Penser by Carnegie



Källa: Codemill, Penser by Carnegie



Källa: Codemill, Penser by Carnegie



Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Högre andel mjukvaruintäkter och ökade aktiveringar driver marginalförbättringen

Som tidigare nämnt ser vi flera trender på marknaden som driver ökad efterfrågan på Codemills erbjudande. När konsultintäkterna nu överstiger personalkostnaderna ger högmarginalintäkterna från mjukvaruförsäljningen en tydligt positiv effekt på vinsten. Vi räknar med att konsultintäkterna under 2024 i snitt kommer att uppgå till ungefär samma nivå som under Q4 2023 och att mjukvaruintäkterna växer med ungefär 20%.

Då Codemill vill förbättra användarvänligheten i sina produkter räknar vi med att bolaget kommer att använda delar av kassaflödet för att öka investeringarna under 2024, jämfört med 2023. Vi tycker att det är positivt med ökade investeringar om det ökar kundernas användande. Nöjda kunder leder till att bolaget har lättare att öka priset samt minskar risken för churn.

### I Q4'23 såg vi hur kraftigt marginalen stiger när omsättningen överstiger rörelsekostnaderna

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	79	88	98	111	74	74	82	6,1%	18,7%	19,9%
Kostnad sålda varor	-14	-10	-11	-12	-13	-9	-11	4,7%	10,0%	5,7%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>67</b>	<b>79</b>	<b>89</b>	<b>100</b>	<b>63</b>	<b>66</b>	<b>73</b>	<b>6,0%</b>	<b>19,5%</b>	<b>21,5%</b>
<b>Bruttomarginal</b>	<b>85%</b>	<b>90%</b>	<b>90%</b>	<b>91%</b>	<b>85%</b>	<b>90%</b>	<b>89%</b>	<b>0,0pp</b>	<b>0,6pp</b>	<b>1,2pp</b>
Personalkostnader	-46	-50	-54	-58	-47	-50	-54	-0,7%	0,1%	-0,2%
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	-3	-2	-3	-4	-2	-3	-3	42,5%	-5,0%	17,2%
Övriga externa kostnader	-13	-14	-15	-15	-12	-11	-12	5,0%	26,7%	23,4%
Aktiverat arbete för egen räkning	8	10	10	9	9	10	9	-4,9%	0,2%	10,2%
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>33</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>20,6%</b>	<b>85,6%</b>	<b>98,8%</b>
<b>Just. EBITDA-marginal</b>	<b>16,6%</b>	<b>24,9%</b>	<b>27,6%</b>	<b>29,7%</b>	<b>14,6%</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,6%</b>	<b>2,0pp</b>	<b>9,0pp</b>	<b>10,9pp</b>
Totala av-/nedskrivningar	-16	-15	-14	-13	-15	-14	-13	2,8%	11,9%	10,9%
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-2</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>20</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	-	-	n.m.
<b>Just. EBIT-marginal</b>	<b>-3,1%</b>	<b>7,6%</b>	<b>13,2%</b>	<b>17,8%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>2,6pp</b>	<b>10,0pp</b>	<b>12,1pp</b>
Finansiellt netto	0	0	0	0	0	0	0	-	-	-
Inkomstskatt	0	0	0	0	0	0	0	n.m.	-	-
Resultat	-3	6	12	19	-5	-2	0	-	-	n.m.

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Värdering

Under det fjärde kvartalet stod mjukvaruintäkterna för ca 41% av Codemills intäkter, och resterande stod konsultverksamheten för. Codemill värderas idag i linje med konsultbolag trots att en stor del av omsättningen kommer från mjukvaruförsäljning som har betydligt högre marginal än konsultintäkter. De svenska mjukvarubolagen handlas i dagsläget till mellan ungefär två till fem gånger Codemills värdering. Blackbird är det noterade företaget som vi identifierat som det som är mest likt Codemill. Det finns inga prognoser för bolagets utveckling, men vi kan konstatera att Blackbird på LTM-siffror värderas klart högre än Codemill.

	MCAP (MSEK)	EV (MSEK)	EV / Sales		EV / EBITDA	
			2024	2025	2024	2025
Codemill	130	119	1,3x	1,2x	5,5x	4,4x
TietoEVRY	29 314	42 878	1,2x	1,2x	7,7x	7,4x
Knowit	4 135	5 274	0,7x	0,7x	7,3x	6,3x
B3	733	1 081	0,8x	0,7x	7,1x	6,1x
Exsitec	2 197	1 940	2,7x	2,4x	13,4x	11,5x
Sweco	38 751	-	1,5x	1,4x	12,1x	11,2x
Afry	18 494	20 722	0,8x	0,8x	7,8x	7,3x
FormPipe Software	1 599	1 467	2,8x	2,6x	12,3x	9,7x
Upsales Technology	692	-	3,7x	3,1x	15,1x	12,9x
Lime Technologies	4 423	4 078	6,5x	5,8x	21,8x	19,0x
Vitec Software Group	18 828	23 882	7,3x	6,5x	18,0x	15,8x
Netflix, Inc.	2 642 073	2 304 659	7,1x	6,3x	27,5x	22,8x
Adobe Inc.	2 583 317	2 906 432	11,5x	10,3x	23,5x	21,1x
Disney	2 140 199	2 157 049	2,7x	2,6x	14,2x	12,4x
Blackbird	344	541	-	-	-	-
<b>Genomsnitt konsulter</b>			<b>1,3x</b>	<b>1,2x</b>	<b>9,2x</b>	<b>8,3x</b>
<b>Genomsnitt techbolag</b>			<b>5,1x</b>	<b>4,5x</b>	<b>16,8x</b>	<b>14,4x</b>
<b>Genomsnitt film</b>			<b>7,1x</b>	<b>6,4x</b>	<b>21,7x</b>	<b>18,8x</b>

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Resultaträkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	30	35	57	79	88	98	111
Övriga rörelseintäkter	2	3	4	2	2	2	1
Totala intäkter	32	38	62	81	89	100	112
Kostnad sålda varor	-6	-7	-7	-14	-10	-11	-12
Bruttoresultat	26	31	55	67	79	89	100
Försäljningskostnader	-38	-49	-50	-46	-50	-54	-58
Övriga rörelsekostnader	3	1	-3	-7	-7	-8	-10
EBITDA	-9	-17	1	13	22	27	33
EBITDA, justerad	-9	-17	1	13	22	27	33
Avskrivningar	-6	-10	-14	-16	-15	-14	-13
EBITA, justerad	-9	-17	1	13	22	27	33
EBIT	-15	-28	-13	-2	7	13	20
EBIT, justerad	-15	-28	-13	-2	7	13	20
Finansnetto	-1	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-15	-28	-14	-3	7	13	20
Resultat före skatt, justerad	-15	-28	-14	-3	7	13	20
Total skatt	0	-1	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-16	-29	-14	-3	6	12	19
Nettoresultat, justerad	-16	-29	-14	-3	6	12	19
Intäktstillväxt	-	18%	63%	31%	11%	12%	12%
Bruttomarginal	87,3%	89,3%	95,5%	84,8%	90,2%	90,2%	90,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,6%	13,2%	17,8%
EPS, justerad	-1,68	-2,12	-1,00	-0,20	0,45	0,91	1,41
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	54%

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-15	-28	-13	-2	7	13	20
Övriga kassaflödesposter	5	10	13	15	15	14	13
Förändringar i rörelsekapital	5	2	0	2	-2	-1	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-5	-16	0	14	19	26	31
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-13	-18	-14	-9	-10	-10	-9
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-1	1	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-13	-19	-14	-9	-10	-10	-9
Fritt kassaflöde	-18	-34	-14	6	10	16	21
Förvärv och avyttringar	2	-18	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	44	60	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	-3	1	-2	-3	0	0	0
Utdelningar	0	-4	0	0	0	0	0
Övriga poster	-2	-4	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	42	36	-2	-3	0	0	0
Kassaflöde	24	1	-16	3	10	16	21
Nettoskuld	-14	-19	-5	-11	-21	-37	-58

Källa: Codemill, Penser by Carnegie



## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	0	17	15	14	12	10	8
Övriga immateriella tillgångar	35	36	37	32	29	26	24
Övriga anläggningstillgångar	0	1	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	35	53	53	46	41	36	33
Kundfordringar	5	11	12	15	19	22	26
Övriga omsättningstillgångar	3	6	6	4	5	6	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	27	29	12	16	26	42	63
Summa omsättningstillgångar	35	45	30	35	50	69	95
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>70</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>81</b>	<b>90</b>	<b>106</b>	<b>128</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	39	62	49	46	52	65	84
Summa eget kapital	39	62	49	46	52	65	84
Långfristiga räntebärande skulder	11	7	5	3	3	3	3
Övriga långfristiga skulder	2	2	2	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	13	9	7	4	4	4	4
Kortfristiga räntebärande skulder	2	2	2	2	2	2	2
Leverantörsskulder	3	3	3	2	4	4	4
Övriga kortfristiga skulder	14	22	23	27	29	31	34
Summa kortfristiga skulder	19	28	28	32	35	37	41
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>70</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>81</b>	<b>90</b>	<b>106</b>	<b>128</b>

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	18%	63%	31%	11%	12%	12%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	67%	24%	21%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	94%	52%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	54%
Bruttomarginal	87,3%	89,3%	95,5%	84,8%	90,2%	90,2%	90,7%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	1,6%	16,6%	24,9%	27,6%	29,7%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	1,6%	16,6%	24,9%	27,6%	29,7%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,6%	13,2%	17,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,6%	13,2%	17,8%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,1%	12,6%	17,3%

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%	21%	26%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%	21%	25%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20%	44%	74%

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	15%	28%	19%	19%	21%	22%	23%
Leverantörsskulder / KSV	49%	45%	44%	15%	34%	35%	37%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	46%	50%	46%	47%	51%	51%	51%
Rörelsekapital / totala intäkter	-27%	-23%	-14%	-13%	-9%	-8%	-5%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,5x	1,1x	1,6x	1,6x	1,4x	1,3x

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-14	-19	-5	-11	-21	-37	-58
Soliditet	55%	63%	59%	57%	58%	61%	65%
Nettoskultsättningsgrad	-0,4x	-0,3x	-0,1x	-0,2x	-0,4x	-0,6x	-0,7x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,1x	-5,7x	-0,8x	-0,9x	-1,4x	-1,8x

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-1,68	-2,12	-1,00	-0,20	0,45	0,91	1,41
EPS, justerad	-1,68	-2,12	-1,00	-0,20	0,45	0,91	1,41
FCF per aktie	-1,94	-2,51	-1,04	0,43	0,73	1,18	1,57
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,98	4,57	3,56	3,36	3,82	4,73	6,13
Antal aktier vid årets slut, m	9,71	13,7	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	9,30	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20,9x	10,4x	6,8x
P/EK	2,4x	2,2x	1,4x	1,5x	2,5x	2,0x	1,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	12,1x	13,0x	8,1x	6,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	8%	8%	12%	16%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	3,1x	1,0x	0,7x	1,3x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	66,7x	4,6x	5,5x	4,4x	3,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17,8x	9,2x	6,0x
EV	Neg.	117	63	60	119	119	119
Aktiekurs	-	10,0	5,0	5,2	9,5	9,5	9,5

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

# 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

### 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 företagets 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 häri, 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 följskada, 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 tillhandahåller 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