



## Penser Future by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 19 februari 2024

# Sileon

## Uppförhandlat befintliga avtal och minskar kostnaderna

### Uppförhandlat befintliga avtal och minskar kostnaderna för att förbättra kassaflödet

Det fjärde kvartalet uppvisar som väntat inget speciellt rent finansiellt. Bolaget kommunicerar en tydligare plan framåt både vad gäller kostnader och intäkter. Vad gäller intäkterna har de uppförhandlat befintliga kontrakt så att de kommer att bidra med mer intäkter under 2024. För att minska kostnaderna justerar de sin investeringsplan. Plattformen är redo att användas och därför kommer vidareutveckling av lösningsmoduler framgent att ske tillsammans med kunderna för att anpassa produkten efter deras önskemål. Förändringen leder till att Sileon kan minska antalet utvecklare vilket förväntas öka kassaflödet med 1,2 mkr per månad från Q2'24 och framåt. Kombinationen av ökade intäkter och kostnadsminskningen förväntas öka bruttomarginalen med 3,5 mkr per kvartal från H1'24 och framåt.

### Ökat fokus på samarbetspartners för att göra det enklare för kunderna att implementera lösningen

Säljcyklerna har varit längre än vad både vi och bolaget hade räknat med. För att underlätta för bankerna att implementera tekniken har Sileon ökat aktiviteten i samarbetena med leverantörerna av bankernas tekniska plattformar. Genom att samarbeta med dessa leverantörer kan bankerna koppla på Sileons funktioner direkt via den befintliga leverantörens plattform. Det minskar tröskeln för nya kunder att köpa Sileons BNPL-lösning. Genom denna typ av samarbete kommer Sileon att dela intäkterna med teknikleverantören. Intäkterna för Sileon blir således något lägre, men med tanke på att de räknar med att medelstora kunder genererar intäkter kring 25 mkr anser vi inte detta vara något större bekymmer.

### Finanserna under press, men det kan vända snabbt

Bolagets finansiella ställning är under press och vi sänker därmed vår bedömning till 1. Genomförda förändringar leder till att de kan klara sig utan att tillföra kapital, men de kommer att behöva ha god kostnadskontroll. Vi ser att Sileons produkt bidrar till ett tydligt värde för kunden. Med bakgrund av produktens höga bruttomarginal och de intäkter en kund kan generera så vänder utvecklingen snabbt när bolaget väl signar kunder.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Bedömning	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e		
Totala intäkter	-38,0%	-47,3%	-	75	88	147	216	Potential	4
EBITDA, just.	-90,2%	-56,9%	-	-17%	17%	67%	47%	Risk	3
EPS, just.	n.m.	-83,0%	-	-31	3	47	82	Finansiell ställning	1
				-52	-18	26	61	Historik & meriter	2
				-1,1	-0,4	0,4	1,0		
				N.m.	N.m.	N.m.	>100%		
				0,7	0,1	0,4	1,4	Aktiekurs	1,1 kr
				0,0	0,0	0,0	0,0		
				Neg.	Neg.	20,5%	31,1%		
				Neg.	Neg.	>100%	>100%		
				Neg.	Neg.	29,8%	49,7%		
				1,6x	0,9x	0,6x	0,4x		
				Neg.	27,3x	1,9x	1,1x		
				Neg.	-4,5x	3,4x	1,5x		
				-1,6x	-2,5x	3,1x	1,1x		
				2,5x	15,5x	2,6x	0,8x		
				-55%	-24%	9%	65%		
				-1,8x	24,4x	1,5x	0,4x		

#### Kommande händelser

Q1 - rapport	23 april 2024
--------------	---------------

#### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	44m
Börsvärde	50
Nettoskuld	32
EV	81
Free float	59%
Daglig handelsvolym, snitt	22k
Bloomberg Ticker	SILEON SS EQUITY

#### Analytiker

Hugo Lisjo  
hugo.lisjo@carnegie.se

#### Kursutveckling 12 mån

#### Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m		✓

## Investment case

Sileon är en techleverantör till aktörer på den snabbväxande och höglönsamma BNPL-marknaden ("Buy Now, Pay Later"). Eftersom Sileon är en mjukvaruleverantör konkurrerar de inte med övriga betaltjänstleverantörer som t.ex. Klarna. Internationellt är det de digitala betalsätten, till exempel BNPL och digitala plånböcker, som växer absolut snabbast. Dessa betalsätt kan för leverantörerna vara mycket lönsamma, men tillväxten drivs av slutkonsumenterna som vill ha smidiga och säkra betalsätt.

De som använder BNPL uppskattar betalsättets enkelhet och transparensen kring avgifter som omgärdar transaktionerna. Användningen av digitala plånböcker drivs till stor del av enkelheten samt den globala digitaliseringstrenden. Vi bedömer att dessa digitala betalsätt kommer att öka sin marknadsandel, i synnerhet på betalkortens bekostnad. Därför vill betalkortleverantörerna vara med i utvecklingen för att bibehålla sin marknadsandel. Av just den anledningen har Sileon ett avtal med VISA, vilka har varit med och finansierat utvecklingen och kommer att återförsälja Sileons mjukvara.

Kreditgivares system är ofta byggda i äldre IT-strukturer, vilket försvårar aktörernas egen utveckling av BNPL-funktionalitet, och de kan därmed inte möta slutkonsumentens efterfrågan. För kredit- och långivare är det funktionen efter själva betaltillfället som är mest intressant. Genom att addera Sileons BNPL-funktionalitet får dessa aktörer möjlighet att tjäna pengar även efter att den initiala transaktionen är slutförd. BNPL är med andra ord uppskattat av både användare och leverantör.

## Bolagsprofil

Sileon är ett techbolag som levererar BNPL-funktionalitet via SaaS-modell till kreditgivare på en internationell marknad. Sileons mjukvara möjliggör för kreditgivare att på ett snabbt och kostnadseffektivt sätt erbjuda sina kunder BNPL-tjänster. Plattformen är specialiserad för att hantera stora volymer BNPL-transaktioner samt många olika scenarion och kan snarast liknas vid ett "core banking system" för BNPL. Kunderna kopplar upp sig mot tjänsten via API och kan sedan enkelt skala sitt BNPL-erbjudande på och till de marknader de vill expandera inom.

Sileons funktionalitet är byggd för att hantera BNPL-transaktioner både före (pre purchase), vid (POS) och efter själva köptillfället (after purchase). Funktionaliteten är inte knuten till ett kort eller betalsätt, utan kunden väljer själv när BNPL-funktionen ska erbjudas konsumenten. Plattformen är byggd för att vara flexibel både vad gäller olika erbjudanden och för konsumenten att ändra betalsätt. Konsumenten kan i efterhand enkelt ändra från exempelvis en kortbetalning till en delbetalning eller liknande.

I och med att Sileon är en mjukvaruleverantör av BNPL-funktionalitet är det Sileons kunder som tjänar pengar på kreditutlåningen. Det är alltså Sileons kunder som tar intäkterna och riskerna som följer med krediterna. Majoriteten av Sileons intäkter är fasta återkommande intäkter – vi räknar kvartalsvis – som kompletteras av en mindre rörlig intäkt. Denna styrs av antalet transaktioner på plattformen.

## Metodik

Vår analysmetodik av Sileon bygger på en bedömning av den operativa potentialen, riskerna, den finansiella ställningen samt historik och meriter. Sileon verkar mot en enorm global marknad med en stark underliggande strukturell tillväxt. Vi ser att Sileon bör växa snabbare än den underliggande marknaden då de erbjuder en unik och skalbar produkt. Eftersom produkten är mjukvara ser vi god potential för höga marginaler framöver. Sammantaget ser vi en stor potential som motiverar rating 4.

Verksamheten är utsatt för olika risker. Vi ser att det runt BNPL-marknaden finns en viss regulatorisk risk som omgärdar konsumenters belåning. Eftersom Sileon är en underleverantör är risken indirekt, men kan komma att påverka Sileons intäkter. Vi ser även att det finns viss operationell risk i och med att Sileons produkt är ny i sitt slag, vilket gör det svårt att bedöma efterfrågan. Det är främst den regulatoriska risken som motiverar att vi ser risk på medelnivå, rating 3.

Vi anser att bolagets finansiella ställning för tillfället är under press. Den äldre verksamheten har medfört en relativt hög belåning samtidigt som kassaflöden från den nya verksamheten har dröjt längre än väntat. Ledningen är medveten om situationen och har vidtagit ett flertal åtgärder för att minska kostnaderna och öka intäkterna. I våra estimat kommer Sileon att klara kassan, men det är inte med mycket marginal. Därav sänker vi ratingen till 1.

Bolaget genomgår en transformation, vilket innebär att historiken i detta fall inte är central i vår analys. Det som lyfter detta kriterium är att bolaget vuxit fram en stabil och aktiv ägarbas som driver utvecklingen åt rätt håll. Den historiska utvecklingen motiverar en rating på 2.

## Kvartalet i korthet

Finansiellt var det inget som direkt stack ut under kvartalet. Det viktigaste var att man omförhandlat avtal med befintliga kunder för att öka intäkterna samt justerat sin strategi kring fortsatt utveckling för att minska kostnaderna. Förändringarna förväntas öka bruttomarginalen med 3,5 mkr per kvartal.

Intäkterna från samarbetet med OKQ8 har dragit ut på tiden längre än vi tidigare räknat med. Funktionaliteten finns på stationerna, men kunderna är inte medvetna om detta. Det beror på att OKQ8 än så länge inte gjort någon marknadsföringskampanj för att informera kunderna om att det finns fler betalningsalternativ att välja på. Varför de inte gjort det är oklart. Då dessa betalsätt skulle öka intäkterna i form av kreditgivning samt kunna ge en konkurrensfördel mot andra aktörer tycker vi att de borde ha lanserat detta så snabbt som möjligt.

### Tecknat ett treårigt SaaS-avtal med den spanska organisationen Inclusivity

Inclusivity är en ideell organisation som erbjuder demokratisk tillgång till teknik och innovationer genom mikrofinanslösningar i Afrika och Latinamerika. Organisationen har flera projekt igång där det är tänkt att de ska använda Sileons teknik. I Peru stödjer Inclusivity ett kooperativ med 300 000 affärskvinnor med finansiell teknik så att de kan bedriva verksamhet på ett effektivare sätt. Med Sileons teknik integrerat i organisationens betalsystem kan kooperativet enkelt erbjuda sina kunder olika betalalternativ, vilket leder till fler affärer.

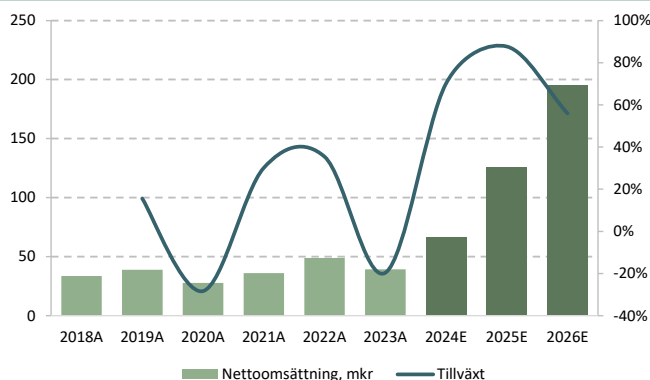
## Prognoser och prognosförändringar

### Enligt betalmodellen krävs det två medelstora kunder under året för att nå våra estimat

Vi ser en tydlig plats för Sileons produkt på marknaden. Idag förlorar banker och kortutgivare många transaktioner till BNPL-aktörer som Klarna, Afterpay, Apple m.fl. Med Sileons BNPL-funktionalitet kan banker och kortutgivare vid eller efter ett köp med exempelvis debitkort, kreditkort eller direktöverföring som Swish erbjuda sina kunder delbetalningsalternativ eller kredit. Med dessa funktioner minskar konsumentens behov och vilja att använda befintliga BNPL-aktörer och banker och kortutgivare vinner tillbaka transaktioner och kan tjäna mer pengar på sin utlåning.

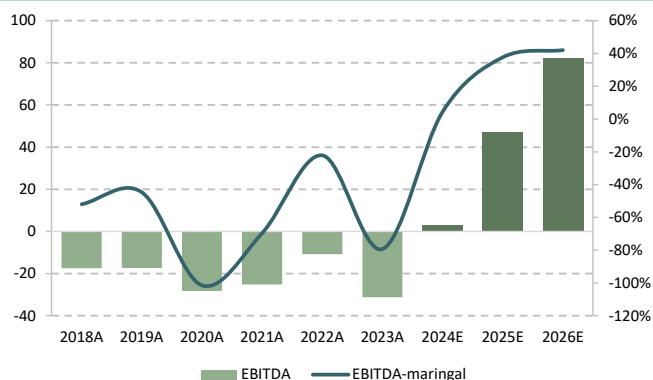
Enligt bolagets intäktsmodell kommer större kunder att generera stora intäkter. Därför är det viktigt att bolaget tecknar avtal med kunder så snart som möjligt. Då banker ofta är konservativa räknar vi med att när det första kundavtalet med en sådan kund är tecknat kommer andra att följa snabbare, efter som en aktör då har validerat Sileons nya teknik som annars är obeprövad av denna typ av aktörer.

Tillväxten för 2024 motsvarar ca två medelstora kunder







Källa: Sileon, Penser by Carnegie

Tack vare de höga bruttomarginalerna förväntar vi oss att omsättningstillväxten får stor påverkan på lönsamheten



Källa: Sileon, Penser by Carnegie

Betalningsmodellen visar att det inte krävs många kunder för att generera stora intäkter

BNPL SaaS Customer Types	Target example customers	Approx. # of Cards & BNPL engagements / Year	Yearly Sileon Revenue (Euro)	Cost for Sileon functionality in % of BNPL Revenue	Pricing Model
Large		1,5M & 10M	4M	-2,5%	85% fixed recurring fee + 15% variable engagement fee per BNPL. Avg rev/BNPL engagement -0,5 Euro
Mid		500K & 4M	2,5M	-4%	70% fixed recurring fee + 30% variable engagement fee per BNPL. Avg rev/BNPL engagement -0,8 Euro
Small		50K & 400K	1M	-10%	50% fixed recurring fee + 50% variable engagement fee per BNPL. Avg rev/BNPL engagement -2 Euro
Fintech		5K & 50K	0,15M	-25%	30% fixed recurring fee + 70% variable engagement fee per BNPL. Avg rev/BNPL engagement -5 Euro

Källa: Sileon

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>39</b>	<b>28</b>	<b>36</b>	<b>49</b>	<b>39</b>	<b>67</b>	<b>125</b>	<b>196</b>
Övriga rörelseintäkter	13	16	16	41	36	21	21	20
<b>Totala intäkter</b>	<b>52</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>90</b>	<b>75</b>	<b>88</b>	<b>147</b>	<b>216</b>
Kostnad sålda varor	-16	-13	-13	-18	-16	-16	-23	-28
<b>Bruttoresultat</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>39</b>	<b>72</b>	<b>60</b>	<b>72</b>	<b>123</b>	<b>188</b>
Försäljningskostnader	0	0	0	0	0	0	0	-15
Administrationskostnader	-27	-26	-34	-40	-57	-47	-53	-67
Övriga rörelsekostnader	-27	-32	-30	-43	-34	-22	-23	-24
<b>EBITDA</b>	<b>-17</b>	<b>-28</b>	<b>-25</b>	<b>-11</b>	<b>-31</b>	<b>3</b>	<b>47</b>	<b>82</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-17</b>	<b>-28</b>	<b>-25</b>	<b>-11</b>	<b>-31</b>	<b>3</b>	<b>47</b>	<b>82</b>
Avskrivningar	-14	-16	-21	-19	-21	-21	-22	-22
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-17</b>	<b>-28</b>	<b>-25</b>	<b>-11</b>	<b>-31</b>	<b>3</b>	<b>47</b>	<b>82</b>
<b>EBIT</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>	<b>-47</b>	<b>-29</b>	<b>-52</b>	<b>-18</b>	<b>26</b>	<b>61</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>	<b>-47</b>	<b>-29</b>	<b>-52</b>	<b>-18</b>	<b>26</b>	<b>61</b>
Finansnetto	-7	-6	-3	-3	-2	-5	-6	-6
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-32</b>	<b>-54</b>	<b>-23</b>	<b>20</b>	<b>55</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-32</b>	<b>-54</b>	<b>-23</b>	<b>20</b>	<b>55</b>
Total skatt	0	0	0	0	0	0	-1	-4
<b>Nettoresultat</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-32</b>	<b>-54</b>	<b>-23</b>	<b>18</b>	<b>51</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-32</b>	<b>-54</b>	<b>-23</b>	<b>18</b>	<b>51</b>
Intäktstillväxt	-	-16%	19%	75%	-17%	17%	67%	47%
Bruttomarginal	61,7%	53,8%	73,2%	>100%	82,9%	77,6%	82,8%	86,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20,5%	31,1%
EPS, justerad	-6,96	-4,62	-3,05	-1,23	-1,07	-0,45	0,36	1,02
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-31	-44	-47	-29	-52	-18	26	61
Övriga kassaflödesposter	9	10	19	16	19	16	14	12
Förändringar i rörelsekapital	8	3	-4	3	13	10	-13	-15
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-15</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>8</b>	<b>27</b>	<b>58</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-1	0	-2	-2	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-12	-15	-12	-22	-27	-20	-19	-19
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-13</b>	<b>-23</b>	<b>-27</b>	<b>-22</b>	<b>-21</b>	<b>-21</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-27</b>	<b>-46</b>	<b>-44</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>	<b>-14</b>	<b>5</b>	<b>37</b>
Nyemission / återköp	38	61	59	70	34	0	0	0
Förändring av skulder	-15	-5	6	-9	0	2	2	2
Övriga poster	-6	-6	-5	-9	-9	-2	-2	-2
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>17</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>52</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-10</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>-23</b>	<b>-14</b>	<b>5</b>	<b>37</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>54</b>	<b>30</b>	<b>57</b>	<b>73</b>	<b>69</b>	<b>34</b>

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	52	54	48	54	64	65	64	64
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	2	4	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	7	4	10	4	0	4	4	4
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>68</b>
Kundfordringar	0	0	2	3	3	6	12	19
Övriga omsättningstillgångar	83	63	102	94	98	99	110	122
Likvida medel och kortfristiga placeringar	0	4	20	38	15	1	6	43
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>84</b>	<b>67</b>	<b>124</b>	<b>135</b>	<b>116</b>	<b>107</b>	<b>128</b>	<b>183</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>142</b>	<b>126</b>	<b>182</b>	<b>196</b>	<b>184</b>	<b>176</b>	<b>197</b>	<b>252</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	6	14	21	52	26	3	22	73
<b>Summa eget kapital</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>52</b>	<b>26</b>	<b>3</b>	<b>22</b>	<b>73</b>
Långfristiga räntebärande skulder	7	26	42	33	37	39	41	43
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>7</b>	<b>26</b>	<b>42</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>43</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	37	21	32	35	35	34	34	34
Leverantörsskulder	5	6	4	7	0	5	4	4
Övriga kortfristiga skulder	87	59	83	69	86	94	96	97
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>129</b>	<b>86</b>	<b>119</b>	<b>111</b>	<b>121</b>	<b>133</b>	<b>134</b>	<b>135</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>142</b>	<b>126</b>	<b>182</b>	<b>196</b>	<b>184</b>	<b>176</b>	<b>197</b>	<b>252</b>

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	-16%	19%	75%	-17%	17%	67%	47%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	74%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	61,7%	53,8%	73,2%	>100%	82,9%	77,6%	82,8%	86,7%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,5%	37,7%	42,1%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,5%	37,7%	42,1%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20,5%	31,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20,5%	31,1%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,7%	26,3%

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	>100%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30%	50%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	31%	62%

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	0%	0%	4%	4%	4%	7%	8%	9%
Leverantörsskulder / KSV	30%	46%	34%	38%	-	28%	18%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-17%	-5%	33%	23%	19%	8%	15%	18%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	0,7x	0,5x	0,8x	0,8x	1,1x	1,5x	1,4x

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	44	43	54	30	57	73	69	34
Soliditet	4%	11%	11%	26%	14%	2%	11%	29%
Nettoskultsättningsgrad	7,2x	3,1x	2,6x	0,6x	2,2x	22,7x	3,2x	0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-2,5x	-1,5x	-2,2x	-2,7x	-1,8x	24,4x	1,5x	0,4x

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-6,96	-4,62	-3,05	-1,23	-1,07	-0,45	0,36	1,02
EPS, justerad	-6,96	-4,62	-3,05	-1,23	-1,07	-0,45	0,36	1,02
FCF per aktie	-4,82	-4,33	-2,74	-1,31	-0,95	-0,28	0,11	0,73
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,81	1,06	1,22	1,53	0,70	0,07	0,43	1,44
Antal aktier vid årets slut, m	7,52	13,0	16,9	33,8	37,6	44,1	50,7	50,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	5,50	10,7	16,1	25,8	50,7	50,7	50,7	50,7

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,1x	1,1x
P/EK	40,4x	12,8x	5,6x	2,5x	2,5x	15,5x	2,6x	0,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,6x	1,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%	65%
Direktavkastning	0,0%	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%	0,0%
EV/Sales	5,6x	5,1x	3,3x	1,7x	1,6x	0,9x	0,6x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,3x	1,9x	1,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-4,5x	3,4x	1,5x
EV	291	219	170	157	122	81	89	89
Aktiekurs	32,8	13,6	6,8	3,8	1,7	1,1	1,1	1,1

Källa: Sileon, 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, 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. 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 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 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