



Penser Future by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 24 april 2024

Sileon

Slutgiltig transformation och konvertering av säljpipeline

Klar förbättring av intäkterna som förväntas fortsätta in i Q2

Vi tar främst med oss tre saker från Sileons Q1-rapport. Den första är en klar förbättring av intäkterna, den andra är att bolaget är inne i en transformationsfas som kan stärka kassan och det tredje är att säljpipeline börjar konverteras. De transaktionsbaserade intäkterna steg med 19% y/y till följd av prisökningar i segmentet Processing. Prisökningarna kommunicerades i Q4'23-rapporten och kommer att omfatta segmentet Payments under Q2. Som bolaget kommunicerat såg vi inga tydliga förändringar vad gäller personalkostnaderna – de ska slå igenom först i Q2. Nästa kvartal ska således visa på både högre intäkter och lägre kostnader samt förbättrat resultat och kassaflöde.

Slutgiltig transformation av bolaget som förbättrar balansräkningen

Transformationen mot att bli ett techbolag inom finanssektorn återspeglas i hela strategiförändringen och namnbytet till Sileon. Arbetet är nu på väg att fullbordas genom försäljningen av den gamla verksamheten, Payments och Processing. Bolaget för dialoger med flera aktörer och hoppas slutföra försäljningen under Q2. Transaktionen skulle innebära att Sileon inte längre har något kapitalbehov. Om transaktionen inte går i lås ser vi sannolikheten som hög att de behöver ytterligare en kapitalinjektion innan intäkterna från BNPL-SaaS-verksamheten räcker. Vi ser ett potentiellt värde i försäljningen mellan 65-90 mkr. Utförligare information om hur vi tänkt återfinns senare i analysen.

Konverteringen av försäljningspipelinen har börjat

Konverteringen av den starka säljpipeline som ledningen har pratat om verkar ha tagit fart. Under och efter kvartalet har Sileon adderat SoluGrowth och den mexikanska banken Bankaool. Bankaool är den första banken som köper Sileons Card-linked BNPL mjukvara. Bankaool har ett mål att nå 2 miljoner kunder under 2024, vilket kan jämföras med SEB som totalt har ca 4 miljon privatpersoner som kunder. Samarbetet har uppmärksammats i mexikansk media då Bankaool är kända för sitt helt digitala erbjudande. Sammanfattningsvis är Sileon i ett delikat läge där det operationella fortsätter att peka åt rätt håll, men den finansiella ställningen är ansträngd.

Estimatändring	24e 25e 26e		
	Totala intäkter	-4,7%	-13,0%
EBITDA, just.	-38,0%	-33,8%	-22,6%
EPS, just.	-0,7%	-81,1%	-34,8%

Kommande händelser	
Q2 - rapport	09 augusti 2024

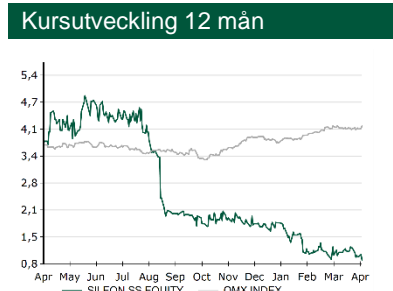
Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	44m
Börsvärde	41
Nettoskuld	36
EV	78
Free float	59%
Daglig handelsvolym, snitt	12k
Bloomberg Ticker	SILEON SS EQUITY

Analytiker	
Hugo Lisjo	hugo.lisjo@carnegie.se

Prognos (mkr)	2023 2024e 2025e 2026e			
	Totala intäkter	75	84	128
Tillväxt	-17%	12%	52%	52%
EBITDA, just.	-31	2	31	64
EBIT, just.	-52	-18	10	43
EPS, just.	-1,1	-0,5	0,1	0,7
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	0,7	0,1	0,1	0,8
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	9,5%	24,5%
ROE, just.	Neg.	Neg.	70,5%	143,0%
ROCE, just.	Neg.	Neg.	13,2%	42,9%
EV/Sales	3,1x	1,2x	0,8x	0,5x
EV/EBITDA	Neg.	41,9x	2,7x	1,3x
EV/EBIT	Neg.	Neg.	8,2x	1,9x
P/E, just.	Neg.	Neg.	13,5x	1,4x
P/EK	2,5x	12,8x	7,1x	1,2x
FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	43%
Nettoskuld/EBITDA	N.m.	37,7x	2,4x	0,9x

Bedömning	
Potential	4
Risk	3
Finansiell ställning	1
Historik & meriter	2

Aktiekurs 0,9 kr



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 långgivare 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 (after purchase) själva köptillfället. 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 kring 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

Intäkterna, exklusive stödet från Visa, steg med 19% y/y

Som Sileon tidigare kommunicerat uppvisade segmentet Processing klart förbättrade intäkter, främst drivet av prisökningar. Vi förväntar oss en liknande utveckling för Payments under Q2, om än inte riktigt lika kraftig. Under Q2 ska även personalkostnadsbesparingarna slå igenom. Personalförändringen ska stärka kassaflödet med ca 1,2 mkr per månad och kommer att vara en viktig del i kostnadsbesparingarna.

Utveckling av en viktig modul i slutfasen och konverteringen av säljpipeline har börjat

Nästa modul kommer Sileon att lansera i Q3. Denna modul möjliggör för användarna att styra vilken typ av transaktioner som kunderna ska kunna konvertera till BNPL. Det kan dels handla om att detta ska bero på storlek på transaktionen, butik eller om man vill blockera en viss industri. Det kan exempelvis handla om att Sileons användare inte vill att deras kunder ska kunna använda deras BNPL-tjänster för att handla sprit och tobak eller liknande. Detta tror vi är en viktig funktion för de större bankerna och mer eller mindre ett krav för de skandinaviska aktörerna som är kända för att vara långsamma och försiktiga.

Sedan senaste rapporten har Sileon konverterat två nya kunder från pipeline till faktiska avtal. De första fakturorna för den fasta avgiften i avtalet kommer att skickas under Q2. Sileon har varit framåtutade när de talat om sin säljpipeline och att de för många intressanta dialoger. Vi börjar se att den säljpipeline de pratat om realiseras i faktiska avtal och ledningen nämner att de förväntar sig fler avtal under Q2. Då bolaget trycker på att de är en internationell fintechaktör tolkar vi det som att kommande kunder också kommer att komma från länder utanför Skandinavien. Vi förväntar oss att de kommer från södra Europa eller Latinamerika, där VD har en lång bakgrund sedan tidigare uppdrag på Microsoft. Avtalet med Bankaool anser vi vara mycket positivt och vi förväntar oss att det underlättar säljdialoger även med andra parter.

Transformation till ett rent techbolag som stärker balansräkningen

Sedan den nya strategin utformades och bolaget bytte namn till Sileon har transformationen mot att bli ett rent techbolag inom finanssektorn pågått. För att slutföra denna transformation och samtidigt förbättra den finansiella ställningen, för bolaget nu dialoger för att avyttra sin historiska verksamhet Payments och Processing. Försäljningsprocesserna i den nya verksamheten har visat sig vara längre än vad vi och bolaget räknat med, vilket lett till att balansräkningen försvagats när intäkterna dröjt. En försäljning av den traditionella verksamheten skulle enligt våra beräkningar stärka balansräkningen betydligt.

Innan vi går in på potentiella beräkningar och värden av den traditionella verksamheten vill vi understryka att det är hög osäkerhetsgrad i beräkningarna, samt i hur utfallet kommer att bli. Som vi ser det finns det två typer av värden i den traditionella verksamheten. Dels finns kassaflödena från befintliga kunder som SJ och OKQ8 Bank, dels finns värdet i tekniken. För att få ut så stort värde som möjligt av affären vill Sileon hitta en aktör som har kreditillstånd och som vill ha en beprövad check out-lösning samt befintliga intäkter. Då kan Sileon få betalt för både kassaflödet som kunderna genererar och för tekniken.

Det är svårt att bedöma värdet på tekniken. Vi utgår i följande beräkning från det bokförda värdet i balansräkningen. Vi är medvetna om att detta värde har skrivits av under många år och kanske inte speglar ett fullt korrekt marknadsvärde. Vi motiverar detta med försiktighetsprincipen och räknar hellre lägre än för högt. I tabellen nedan återfinns värdet för tekniken beroende på vilken multipel man väljer att värdera den till. Vår utgångspunkt är att värdet är det bokförda.

Det bokförda värdet av tekniken, mkr

	Teknikens bokförda värde				
	5	8	11	14	17
1,50	7	12	16	21	25
1,25	6	10	14	17	21
1,00	5	8	11	14	17
0,75	4	6	8	10	13
0,50	2	4	5	7	8

Källa: Penser by Carnegie, Sileon

Vad gäller intäkterna från kunderna utgår vi från våra estimat för bruttoresultatet, intäkterna minus kostnaderna, för åren 2024-2026 och diskonterar med 40% för att nuvärdesberäkna intäkterna. Vi väljer att titta på bruttoresultatet då det är vad köparen kommer att kunna använda sig av. I våra prognoser räknar vi med att denna verksamhet kommer att omsätta ungefär 60 mkr 2024 och att omsättningen faller med 5 respektive 40% 2025 och 2026. Vidare räknar vi med en konstant bruttomarginal på 70%, vilket är i linje med historien. Således får vi följande beräkningar för respektive år.

2024 års bruttointäkter diskonterade med 40%, mkr

		Bruttointäkter 2024				
		37	42	46	51	56
Diskonteringsränta	50%	25	28	31	34	37
	45%	26	29	32	35	39
	40%	27	30	33	36	40
	35%	28	31	34	38	41
	30%	29	32	36	39	43

Källa: Penser by Carnegie, Sileon

2025 års bruttointäkter diskonterade med 40%, mkr

		Bruttointäkter 2025				
		36	40	44	48	53
Diskonteringsränta	50%	16	18	20	21	24
	45%	17	19	21	23	25
	40%	18	20	22	25	27
	35%	20	22	24	27	29
	30%	21	23	26	29	31

Källa: Penser by Carnegie, Sileon

2026 års bruttointäkter diskonterade med 40%, mkr

		Bruttointäkter 2026				
		25	28	31	34	37
Diskonteringsränta	50%	7	8	9	10	11
	45%	8	9	10	11	12
	40%	9	10	11	12	14
	35%	10	11	12	14	15
	30%	11	13	14	15	17

Källa: Penser by Carnegie, Sileon

Det totala värdet på kommande tre års bruttointäkter, mkr

		Totalt värde från kundernas kassaflöden				
Diskonteringsränta	50%	48	53	59	65	72
	45%	51	57	63	69	76
	40%	54	60	67	73	81
	35%	57	64	71	78	86
	30%	61	68	76	83	91

Källa: Penser by Carnegie, Sileon

Det finns mycket osäkerhet kring omständigheterna i denna potentiella transaktion. Exempelvis vet vi inte om den potentiella köparen ser värde i båda delarna eller bara den ena. Därför har vi försökt att vara relativt försiktiga i våra antaganden och räknat med att intäkterna minskar, behållit en historisk bruttomarginal, samt diskonterat med 40% för att ta höjd för ytterligare osäkerhet. Trots detta får vi ett totalt värde för både intäkterna från kunderna och tekniken på 78 mkr, vilket är högre än dagens marknadsvärde.

Totala värdet vid en eventuell försäljning

Totalt värde från en eventuell försäljning					
56	65	76	86	97	
57	67	77	87	97	
59	68	78	87	98	
61	70	79	88	98	
64	72	81	90	100	

Källa: Penser by Carnegie, Sileon

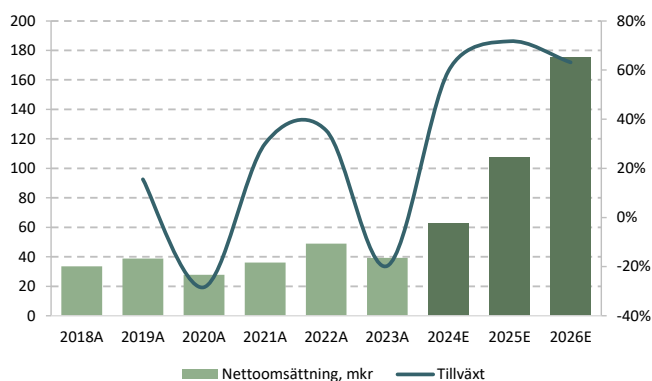
Vad som blir kvar i form av organisation och balansräkning efter en sådan transaktion är fortfarande oklart. Det positiva med en sådan affär är att den stärker balansräkningen och renodlar verksamheten. Det negativa är att Sileon då gör sig av med de kassaflöden som i dagsläget finns. Om transaktionen inte blir av är risken stor att Sileon behöver stärka balansräkningen genom en emission.

Prognoser och prognosförändringar

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

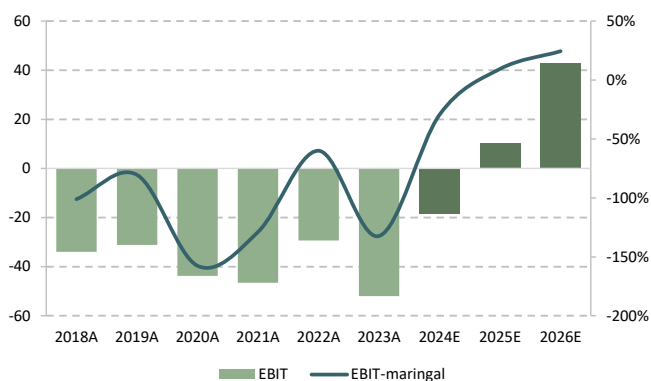
I och med den eventuella försäljningen ökar osäkerheten i estimaten ytterligare. I våra estimat utgår vi från att allt fortsätter som verksamheten ser ut för tillfället. I våra nya prognoser har vi sänkt tillväxttakten då säljcyklerna varit längre än vi räknat med och Sileon inte adderat så många kunder som vi tidigare prognostiserat. Förändringarna kan se dramatiska ut, men beror som sagt på att konverteringen tagit längre tid än väntat.

Vi har sänkt tillväxttakten något då försäljningscyklerna är längre än vi tidigare räknat med



Källa: Penser by Carnegie, Sileon

Sileon är ett techbolag med höga bruttomarginaler och en skalbar verksamhet, vilket får stor effekt på marginalerna



Källa: Penser by Carnegie, Sileon

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	CA, SEB, DNB, Sonae, AKBANK, Capital One	1,5M & 10M	4M	-2,5%	85% fixed recurring fee + 15% variable engagement fee per BNPL. Avg rev/BNPL engagement -0,5 Euro
Mid	IRANO BANK, Post, OKQ8, cbzbank, swisscard, CSOB, SLOVENSKA B	500K & 4M	2,5M	-4%	70% fixed recurring fee + 30% variable engagement fee per BNPL. Avg rev/BNPL engagement -0,8 Euro
Small	FA, Landsbankinn, sipay, алиф, MyMonty	50K & 400K	1M	-10%	50% fixed recurring fee + 50% variable engagement fee per BNPL. Avg rev/BNPL engagement -2 Euro
Fintech	ZORRZ, Revolut	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
Nettoomsättning	39	28	36	49	39	63	108	176
Övriga rörelseintäkter	13	16	16	41	36	21	20	19
Totala intäkter	52	43	52	90	75	84	128	194
Kostnad sålda varor	-16	-13	-13	-18	-16	-18	-22	-26
Bruttoresultat	36	30	39	72	60	66	106	168
Försäljningskostnader	0	0	0	0	0	0	0	-15
Administrationskostnader	-27	-26	-34	-40	-57	-43	-53	-67
Övriga rörelsekostnader	-27	-32	-30	-43	-34	-21	-22	-23
EBITDA	-17	-28	-25	-11	-31	2	31	64
EBITDA, justerad	-17	-28	-25	-11	-31	2	31	64
Avskrivningar	-14	-16	-21	-19	-21	-20	-21	-21
EBITA, justerad	-17	-28	-25	-11	-31	2	31	64
EBIT	-31	-44	-47	-29	-52	-18	10	43
EBIT, justerad	-31	-44	-47	-29	-52	-18	10	43
Finansnetto	-7	-6	-3	-3	-2	-5	-5	-6
Resultat före skatt	-38	-50	-49	-32	-54	-23	5	37
Resultat före skatt, justerad	-38	-50	-49	-32	-54	-23	5	37
Total skatt	0	0	0	0	0	0	-1	-4
Nettoresultat	-38	-50	-49	-32	-54	-23	3	34
Nettoresultat, justerad	-38	-50	-49	-32	-54	-23	3	34
Omsättningstillväxt	Neg.	-16%	19%	75%	-17%	12%	52%	52%
Bruttomarginal	61,7%	53,8%	73,2%	N.m.	82,9%	73,1%	81,5%	86,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%	24,5%
EPS, justerad	-6,96	-4,62	-3,05	-1,23	-1,07	-0,45	0,07	0,66
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-31	-44	-47	-29	-52	-18	10	43
Övriga kassaflödesposter	9	10	19	16	19	16	14	11
Förändringar i rörelsekapital	8	3	-4	3	13	12	-8	-15
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-15	-31	-31	-11	-21	9	16	39
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-1	0	0	-1	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-12	-15	-12	-22	-27	-20	-18	-17
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-12	-16	-13	-23	-27	-20	-20	-19
Fritt kassaflöde	-27	-46	-44	-34	-48	-11	-3	20
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
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	17	50	60	52	25	0	0	0
Kassaflöde	-10	4	16	19	-23	-11	-3	20
Nettoskuld	44	43	54	30	57	70	75	57

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	52	54	48	54	64	65	63	61
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	2	4	0	1	1
Övriga anläggningstillgångar	7	4	10	4	0	3	3	3
Summa anläggningstillgångar	59	59	58	61	68	68	67	65
Kundfordringar	0	0	2	3	3	6	10	17
Övriga omsättningstillgångar	83	63	102	94	98	97	103	115
Likvida medel och kortfristiga placeringar	0	4	20	38	15	5	1	22
Summa omsättningstillgångar	84	67	124	135	116	107	114	154
SUMMA TILLGÅNGAR	142	126	182	196	184	175	181	218
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	6	14	21	52	26	3	7	40
Summa eget kapital	6	14	21	52	26	3	7	40
Långfristiga räntebärande skulder	7	26	42	33	37	39	41	43
Summa långfristiga skulder	7	26	42	33	37	39	41	43
Kortfristiga räntebärande skulder	37	21	32	35	35	35	34	35
Leverantörsskulder	5	6	4	7	0	4	4	4
Övriga kortfristiga skulder	87	59	83	69	86	94	95	96
Summa kortfristiga skulder	129	86	119	111	121	133	133	135
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	142	126	182	196	184	175	181	218

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	-16%	19%	75%	-17%	12%	52%	52%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	N.m.	103%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	321%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	61,7%	53,8%	73,2%	N.m.	82,9%	73,1%	81,5%	86,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,9%	29,1%	36,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,9%	29,1%	36,3%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%	24,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%	24,5%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,2%	19,1%

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	-	-	-	-	-	-	71%	>100%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%	43%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%	48%

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%	-	24%	17%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-17%	-5%	33%	23%	19%	6%	11%	17%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	0,7x	0,5x	0,8x	0,8x	1,1x	1,5x	1,6x

Källa: Sileon, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	44	43	54	30	57	70	75	57
Soliditet	4%	11%	11%	26%	14%	2%	4%	18%
Nettoskultsättningsgrad	7,2x	3,1x	2,6x	0,6x	2,2x	21,7x	11,1x	1,4x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	37,7x	2,4x	0,9x

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	0,07	0,66
EPS, justerad	-6,96	-4,62	-3,05	-1,23	-1,07	-0,45	0,07	0,66
FCF per aktie	-4,82	-4,33	-2,74	-1,31	-0,95	-0,22	-0,07	0,40
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	0,13	0,79
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.	13,5x	1,4x
P/EK	40,4x	12,8x	5,6x	2,5x	2,5x	12,8x	7,1x	1,2x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	43%
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	7,5x	7,9x	4,7x	3,2x	3,1x	1,2x	0,8x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	41,9x	2,7x	1,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,2x	1,9x
EV	291	219	170	157	122	78	84	84
Aktiekurs	32,8	13,6	6,8	3,8	1,7	0,93	0,93	0,93

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, 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 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