



Penser Access by Carnegie

Handelsbolag & Distribution | Sverige | 16 maj 2024

Stockwik

Fortsatt fokus på lönsamhet och kassaflöde

Q1 visar stabil organisk tillväxt och solid förbättring i underliggande lönsamhet och kassaflöde

Nettoomsättningen steg med 4,1% y/y till 201 mkr (193), drivet av enbart organisk tillväxt. Justerad EBITDA ökade 32% y/y till 25 mkr (19), vilket gav en justerad EBITDA-marginal på 12,5% (9,8%). Operativt kassaflöde genererade 13 mkr (8,3) och samma siffra för R12m var 40,6 mkr (17,4). Nettoskulden var 387 mkr (385 mkr Q4'23) och justerad nettoskuld/EBITDA sjönk till 3,9x (4,0x Q4'23), vilket ger en trygg marginal till obligationsvillkoret på 4,38x. Redovisad EBITA sjönk till 12 mkr (14), vilket förklaras av temporärt högre personalkostnader p.g.a. ledningssuccessioner i flera bolag. Stockwiks fokus på att förbättra lönsamhet och kapitaleffektivitet har gett god effekt och bolaget är försiktigt optimistiska i framtidsutsikterna.

Finansiell risk avtar successivt drivet av stabila operativa kassaflöden

Bolagets höga skuldsättning och finansieringskostnad om ca 12% gör att bolagets nuvarande fokus är på den existerande verksamheten. Det innebär att vi förväntar oss att inga förvärv görs under det innevarande året. Vår uppskattning är att en sjunkande skuldsättning är en nyckeldrivare för att skapa värde till Stockwiks ägare i det korta perspektivet. Vi förväntar oss 14 mkr i nettokassaflöde i snitt per år 2024-26e, vilket sänker nettoskulden till 343 mkr 2026e, motsvarande ND/EBITDA på 2,8x i slutet av 2026. Den nyutträdde VD:n Urban Lindskog flaggar i Q1-rapporten för en översyn av koncernens kostnadseffektivitet och förvärvsfokus, vilket vi ser som en positiv trigger för investment caset framöver.

Attraktiv "risk-reward" i ljuset av en relativt låg värdering och stabil lönsamhet i bolagsportföljen

Vi gör endast marginella förändringar i våra tillväxt- och lönsamhetsestimater för prognosperioden 2024-26e, men noterar att vinst per aktie är mycket känslig givet en låg nivå och hög finansiell hävstång. Vårt värderingsintervall bygger på två metoder; DCF- och relativvärdering. Stockwiks historiskt stabila och lönsamma bolagsportfölj lämpar sig väl för en DCF-värdering i vilken vi antar en uthållig EBIT-marginal på 7%, långsiktig tillväxt på 3%, och ett avkastningskrav på 17%. Sammantaget ger DCF-modellen ett värde på 39 kr per aktie. Vi värderar Stockwik till en EV/EBITDA 24e på 7,0x, vilket indikerar en rabatt på 44% mot en referensgrupp av mogna, stabila svenska förvärvsbolag. Diskonterat med vårt avkastningskrav ger vår multipelvärdering ett värde på 48 kr per aktie. Vårt motiverade värdeintervall är 37-48 kr (37-43).

| Estimatändring | | | Prognos (mkr) | | | | Värde och risk | | | |
|-----------------------------|------------------|--------|---------------|---------------------|-------|-------|-----------------------|-----------------|----------------|--|
| | 24e | 25e | 26e | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | Motiverat värde | 37,0 - 48,0 kr | |
| Totala intäkter | -1,2% | -1,2% | -1,2% | 833 | 862 | 903 | 946 | Aktiekurs | 15,2 kr | |
| EBITDA, just. | -4,0% | -1,7% | -2,4% | Tillväxt | 7% | 3% | 5% | Riskenivå | Hög | |
| EPS, just. | -35,0% | -12,1% | -5,5% | EBITDA, just. | 89 | 107 | 115 | 123 | | |
| | | | | EBIT, just. | 37 | 57 | 67 | 77 | | |
| | | | | EPS, just. | -5,9 | 1,5 | 2,8 | 4,1 | | |
| | | | | EPS-tillväxt, just. | N.m. | N.m. | 86% | 44% | | |
| | | | | EK/aktie | 35,4 | 37,0 | 39,8 | 43,9 | | |
| | | | | EBIT-marginal | 4,6% | 6,7% | 7,5% | 8,3% | | |
| | | | | ROE, just. | Neg. | 4,2% | 7,4% | 9,8% | | |
| | | | | ROCE, just. | 5,6% | 8,7% | 10,1% | 11,2% | | |
| | | | | EV/Sales | 0,6x | 0,6x | 0,5x | 0,5x | | |
| | | | | EV/EBITDA | 5,5x | 4,5x | 4,2x | 3,9x | | |
| | | | | EV/EBIT | 13,2x | 8,5x | 7,2x | 6,3x | | |
| | | | | P/E, just. | Neg. | 10,0x | 5,4x | 3,7x | | |
| | | | | P/EK | 0,5x | 0,4x | 0,4x | 0,3x | | |
| | | | | FCF yield | 4% | 9% | 19% | 29% | | |
| | | | | Nettoskuld/EBITDA | 4,3x | 3,7x | 3,2x | 2,8x | | |
| Kommande händelser | | | | | | | Kursutveckling 12 mån | | | |
| Q2 - rapport | 23 augusti 2024 | | | | | | | | | |
| Q3 - rapport | 08 november 2024 | | | | | | | | | |
| Bolagsfakta (mkr) | | | | | | | Intressekonflikter | | | |
| Antal aktier | 6,3m | | | | | | Yes No | | | |
| Börsvärde | 96 | | | | | | Likviditetsgarant ✓ | | | |
| Nettoskuld | 387 | | | | | | Certified adviser ✓ | | | |
| EV | 482 | | | | | | Transaktioner 12m ✓ | | | |
| Free float | 74% | | | | | | | | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | 13k | | | | | | | | | |
| Bloomberg Ticker | STWK SS EQUITY | | | | | | | | | |
| Analytiker | | | | | | | | | | |
| Mathias Carlson | | | | | | | | | | |
| mathias.carlson@carnegie.se | | | | | | | | | | |

Investment case

Väldiversifierad investeringsportfölj med låg operationell risk

Stockwik har genom 24 omsorgsfullt utvalda förvärv skapat en portfölj av välskötta, stabila och lönsamma svenska småbolag. Omsättnings- och EBITDA-tillväxten har varit 45% respektive 75% i snitt per år 2018-23. EBITDA-marginalen har samtidigt expanderat från 4,3% till 10,9%. Stockwik har strikta investeringskriterier och förvärvar endast bolag med lång historik av stabil tillväxt och lönsamhet. Aggregerad tillväxt, pro forma, för portföljbolagen var 10% i snitt per år 2006-23 och historiken visar konsekvent tvåsiffriga EBITDA-marginaler. Långsiktigt förväntar vi oss att Stockwik levererar en stabil organisk tillväxt och använder genererade kassaflöden till nya förvärv.

Stabila kassaflöden minskar successivt finansiell risk

Stockwiks skuldsättning – justerad ND/EBITDA var 3,9x i slutet av Q1 2024 – och en räntekostnad om knappt 12% gör att ledningsgruppens nuvarande fokus är på den existerande bolagsportföljen. Det innebär att vi endast förväntar oss små eller inga förvärv under det kommande året. Vår uppskattning är att en sjunkande skuldsättning är en nyckel drivare för att skapa värde till Stockwiks ägare i det korta perspektivet. Nettokassaflödet, pro forma, var 28 mkr i snitt per år 2019-23. Vi förväntar oss 14 mkr i nettokassaflöde i snitt per år 2024-26e, vilket sänker nettoskulden till 343 mkr 2026e, motsvarande ND/EBITDA på 2,8x i slutet av 2026.

Investeringsstrategi med potential att skapa en stabil långsiktig värdetillväxt

Vi anser att Stockwiks ledning innehar en gedigen erfarenhet, en solid bolagsportfölj och en sund investeringsstrategi med potential att skapa en stabil långsiktig värdetillväxt. Stockwik opererar i skärningspunkten mellan strategiskt och finansiellt investering, vilket innebär att fokus inte bara är på avkastning, utan också på att skapa långsiktigt värde genom att utveckla bolagen som förvärvats.

Vi vill framhäva att Stockwiks bolagsförvärv är noga övertänkta och bygger på fyra gemensamma faktorer; 1) konjunkturabilitet, 2) stark och positiv bolagskultur, 3) högt värdeskapande hos medarbetarna, och 4) en bra avkastning på investerat och sysselsatt kapital.

Investeringsstrategin bygger på att underlätta generationsskiften i ägarledda bolag och erbjuda ett starkt centralt stöd och solid plattform, men med få operativa förändringar. I Sverige finns en stor grupp ägarledda bolag som söker alternativ för ett generationsskifte. 43% av alla företagsledare är äldre än 55 år. Det finns 28 000 bolag som omsätter 20-100 mkr, vilket är Stockwiks målgrupp. Den största utmaningen vid ett generationsskifte är att överföra den befintliga kompetensen till den nya ägaren, vilket gör att förstahandsvalet för säljaren oftast är en professionell motpart som Stockwik.

Bolagsprofil

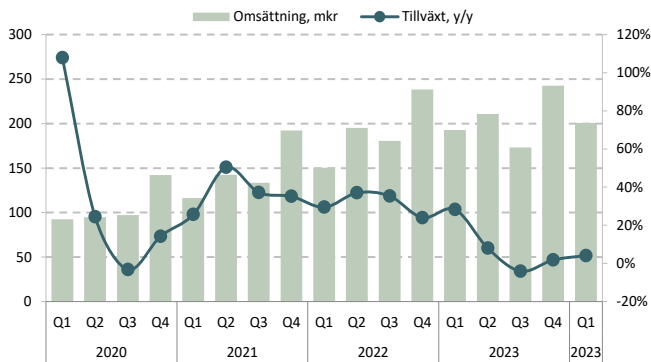
Stockwik grundades i december 2013 och investerar i högkvalitativa, ägarledda bolag med visionen att ge sina aktieägare en välbalanserad exponering mot svenskt, högkvalitativt entreprenörskap. Investeringarna fokuseras på svenska små och medelstora bolag med historiskt stabila intäkter och god lönsamhet. Strategin är värdebaserad med fokus på investeringar med en låg riskprofil, både i termer av operationell verksamhet och cyklisk exponering. Målet är att skapa en solid plattform för ägare av små, välskötta bolag där de kan fortsätta att utveckla och expandera sina bolag. Av största vikt är en tydlig lösning för succession och bevarande av bolagens unika DNA. Investeringsportföljen består idag av 24 dotterbolag som är indelade i fyra affärsområden; 1) Hälsa, 2) Tjänster, 3) Industri, och 4) Fastighetservice. Stockwik är noterat på Nasdaq OMX Small Cap.

Värdering

Vårt motiverade värde är 37-48 kr per aktie (37-43). Värdeintervallet bygger på två värderingsmetoder; DCF- och relativvärdering. Stockwiks historiskt stabila och lönsamma bolagsportfölj lämpar sig väl för en DCF-värdering tillsammans med vårt antagande om en långsiktig tillväxt på 3%, en uthållig EBIT-marginal på 7% och ett avkastningskrav på 17%. Sammantaget ger detta ett värde på 39 kr per aktie. Vi värderar Stockwik till en EV/EBITDA 7,0x 24e, vilket diskonterat med vårt avkastningskrav ger ett värde på 48 kr per aktie och 44% rabatt mot en referensgrupp av mogna, stabila, svenska förvärvsbolag.

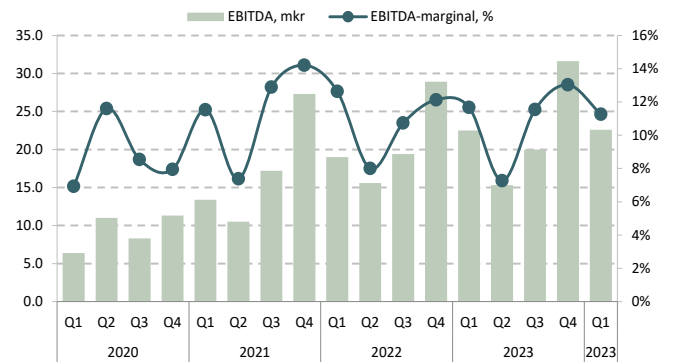
Kvartalet i bilder

Figur 1: Nettoomsättning per kvartal



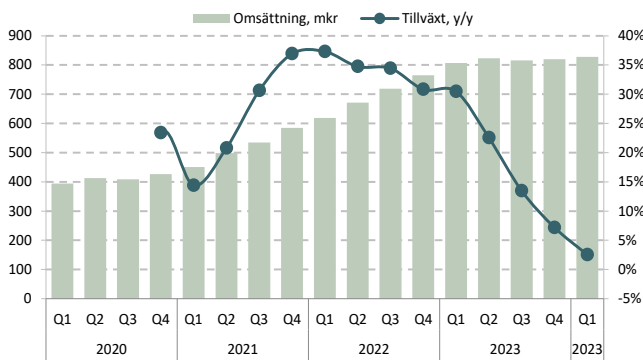
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 2: EBITDA per kvartal



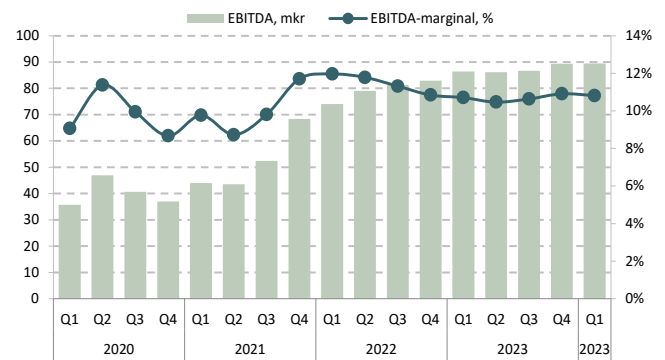
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 3: Nettoomsättning per kvartal, R12m



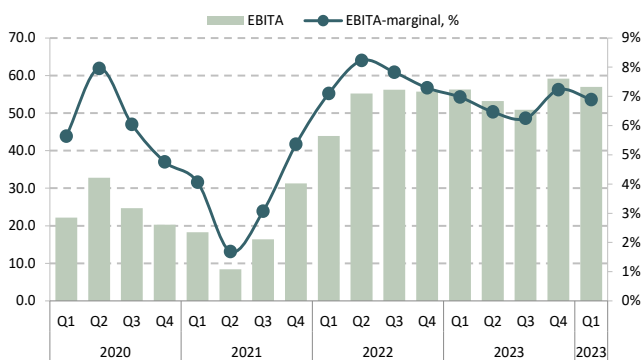
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 4: EBITDA och EBITDA-marginal per kvartal, R12m



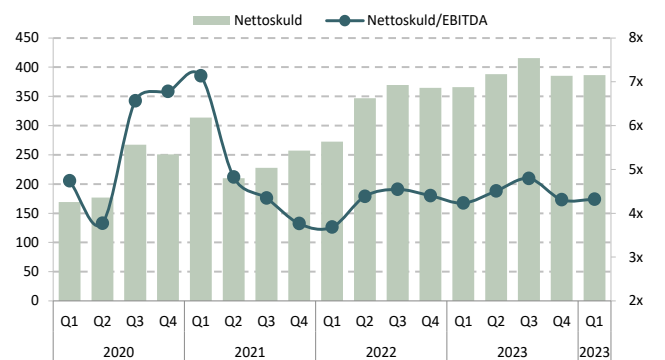
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 5: EBITA och EBITA-marginal per kvartal, R12m



Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 6: Nettoskuld och Nettoskuld/EBITDA, R12m



Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

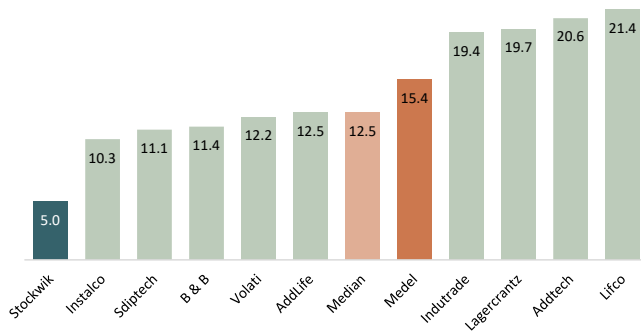
Värdering

Figur 7: Relativvärdering

| Bolag | EV/EBITDA (x) | | | EBITDA-marginal (%) | | | EV/EBITA (x) | | | EBITA-marginal (%) | | | Nettoskuld/EBITDA (x) | | | Nettoskuldsättningsgrad (x) | | |
|------------------|---------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------------|-------------|-------------|-----------------------|------------|------------|-----------------------------|------------|------------|
| | 24e | 25e | 26e | 24e | 25e | 26e | 24e | 25e | 26e | 24e | 25e | 26e | 24e | 25e | 26e | 24e | 25e | 26e |
| AddLife | 12.5 | 11.5 | 10.7 | 14.6 | 15.1 | 15.4 | 16.8 | 14.9 | 13.6 | 11.0 | 11.7 | 12.1 | 2.9 | 2.2 | 1.6 | 0.9 | 0.7 | 0.5 |
| Addtech | 20.6 | 19.2 | 17.9 | 16.0 | 16.1 | 16.1 | 23.5 | 21.9 | 20.6 | 14.0 | 14.1 | 14.0 | 0.8 | 0.5 | -0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.0 |
| Bergman & Beving | 11.4 | 10.9 | 10.3 | 14.8 | 15.0 | 15.3 | 16.4 | 15.5 | 14.6 | 10.3 | 10.5 | 10.9 | 2.5 | 2.1 | 1.9 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |
| Indutrade | 19.4 | 18.2 | 17.0 | 17.3 | 17.5 | 18.0 | 23.9 | 21.9 | 20.4 | 14.0 | 14.5 | 14.9 | 1.2 | 0.6 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.1 |
| Instalco | 10.3 | 9.5 | 8.9 | 10.2 | 10.5 | 10.6 | 14.0 | 12.4 | 11.5 | 7.5 | 8.0 | 8.2 | 2.3 | 1.6 | 1.0 | 0.9 | 0.6 | 0.3 |
| Lagercrantz | 19.7 | 18.8 | 17.8 | 20.8 | 20.9 | 21.2 | 23.4 | 22.3 | 21.5 | 17.5 | 17.6 | 17.6 | 1.2 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.2 |
| Lifco | 21.4 | 19.8 | 18.9 | 24.7 | 25.0 | 25.3 | 23.8 | 22.3 | 21.4 | 22.2 | 22.2 | 22.3 | 1.3 | 0.8 | 0.2 | 0.5 | 0.3 | 0.1 |
| Sdipotech | 11.1 | 10.2 | 9.4 | 22.9 | 22.9 | 22.8 | 13.2 | 12.0 | 11.1 | 19.2 | 19.4 | 19.4 | 2.7 | 2.2 | 1.6 | 0.8 | 0.6 | 0.4 |
| Volati | 12.2 | 10.7 | 10.0 | 11.7 | 12.5 | 12.8 | 15.6 | 13.3 | 12.3 | 9.1 | 10.0 | 10.4 | 2.6 | 2.1 | 1.8 | 1.3 | 1.0 | 0.8 |
| Medel | 15.4 | 14.3 | 13.4 | 17.0 | 17.3 | 17.5 | 19.0 | 17.4 | 16.3 | 13.9 | 14.2 | 14.4 | 1.9 | 1.4 | 0.9 | 0.7 | 0.5 | 0.3 |
| Median | 12.5 | 11.5 | 10.7 | 16.0 | 16.1 | 16.1 | 16.8 | 15.5 | 14.6 | 14.0 | 14.1 | 14.0 | 2.3 | 1.6 | 1.0 | 0.7 | 0.6 | 0.3 |
| Stockwik | 5.0 | 4.6 | 4.3 | 12.6 | 13.0 | 13.2 | 8.0 | 7.1 | 6.4 | 7.7 | 8.3 | 8.8 | 3.7 | 3.2 | 2.8 | 1.7 | 1.5 | 1.2 |

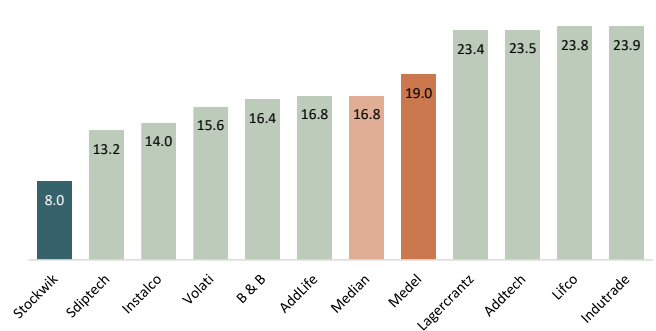
Källa: Factset, Penser by Carnegie

Figur 8: EV/EBITDA (x), 2024e



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Figur 9: EV/EBITA (x), 2024e



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Figur 10: DCF-värdering och antaganden

| Värdering | WACC-antaganden | Antaganden terminalvärde |
|---|-------------------|---------------------------------|
| Nuvärdet av fria kassaflöden | Risikfri ränta | Långsiktig tillväxt |
| 511 | 2.5% | 3.0% |
| Nuvärdet av terminalvärde | Risikpremie | Långsiktig EBIT-marginal |
| 73 | 5.5% | 7.0% |
| Företagsvärde (EV) | Småbolagspremie | Terminalvärdets andel av EV |
| 585 | 6.0% | 13% |
| Nettoskuld, senast rapporterad | Extra risk-premie | Avskrivningar, % av omsättning |
| 387 | 3.0% | 1.0% |
| Skattemässiga underskottsavdrag | WACC | Capex, % av omsättning |
| -50 | 17.0% | 1.0% |
| Eget kapital | | Rörelsekapital, % av omsättning |
| 248 | | 10.9% |
| Antal utstående aktier, full utspädning | | Skattesats |
| 6.3 | | 20.6% |
| Eget kapital per aktie | | |
| 39 | | |

Källa: Penser by Carnegie

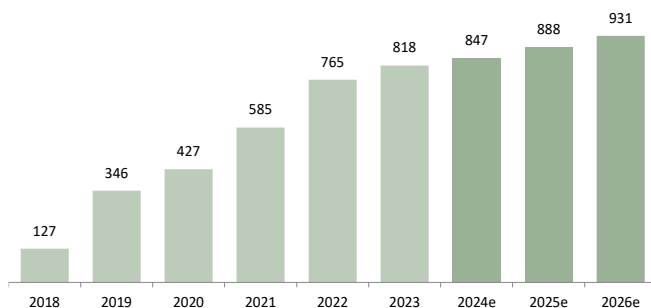
Figur 11: DCF - Känslighetsanalys

| WACC | Långsiktig tillväxt | | | | | WACC | Långsiktig EBIT-marginal | | | | |
|--------------|---------------------|------|-----------|------|------|--------------|--------------------------|------|-----------|------|------|
| | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 3.5% | 4.0% | | 6.0% | 6.5% | 7.0% | 7.5% | 8.0% |
| 15.0% | 49 | 50 | 51 | 52 | 54 | 15.0% | 46 | 49 | 51 | 53 | 56 |
| 16.0% | 43 | 44 | 45 | 46 | 47 | 16.0% | 41 | 43 | 45 | 47 | 49 |
| 17.0% | 38 | 39 | 39 | 40 | 41 | 17.0% | 36 | 38 | 39 | 41 | 43 |
| 18.0% | 33 | 34 | 34 | 35 | 36 | 18.0% | 31 | 33 | 34 | 36 | 38 |
| 20.0% | 25 | 26 | 26 | 27 | 27 | 20.0% | 24 | 25 | 26 | 28 | 29 |

Källa: Penser by Carnegie

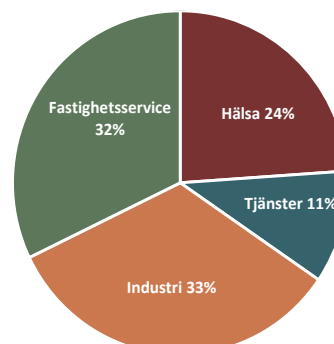
Investment case i bilder

Figur 12: Nettoomsättning 2018-26e, mkr



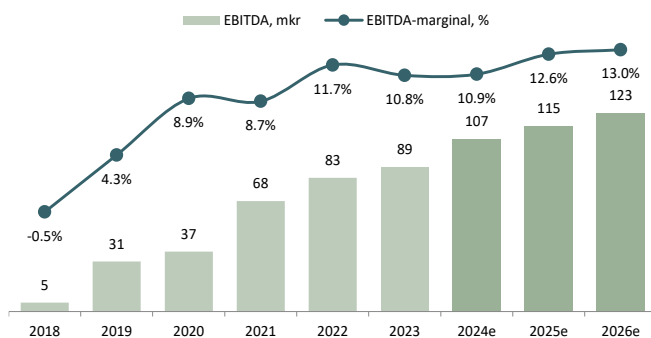
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 13: Omsättning per affärsområde, R12m



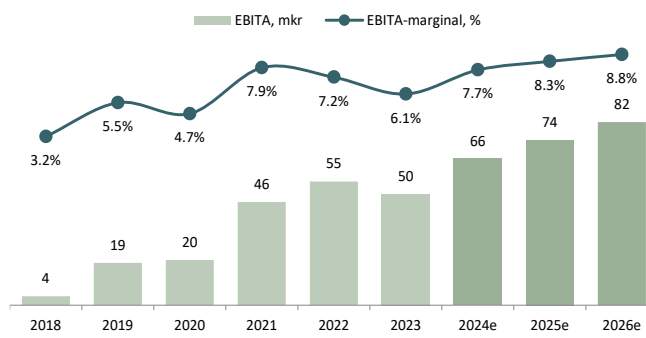
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 14: EBITDA, 2018-26e



Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 15: EBITA, 2018-26e



Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

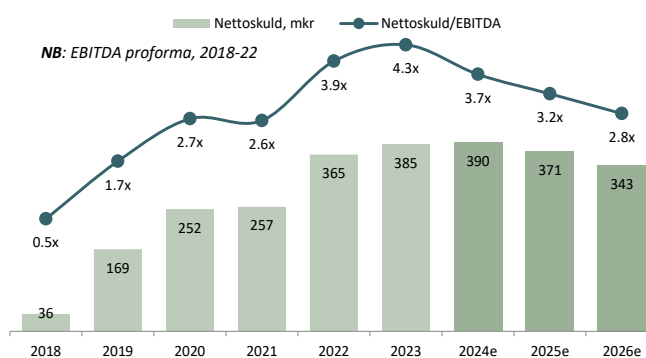
Figur 16: Kassaflödesanalys, 2019-26e

NB: 2018-22, pro forma

| Mkr | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24e | 25e | 26e |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| EBITDA | 97 | 94 | 98 | 93 | 89 | 107 | 115 | 123 |
| Finansnetto | -12 | -26 | -35 | -36 | -49 | -45 | -45 | -45 |
| Betald skatt | -15 | -11 | -14 | -13 | -5 | -10 | -8 | -6 |
| Leasingamortering | -8 | -12 | -15 | -21 | -33 | -36 | -36 | -36 |
| Övrigt | 1 | -1 | -1 | -3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | 62 | 45 | 32 | 21 | 3 | 16 | 27 | 36 |
| Δ Rörelsekapital | -11 | 19 | -14 | -3 | 6 | -3 | -4 | -5 |
| Operativt kassaflöde | 52 | 63 | 19 | 17 | 9 | 13 | 23 | 32 |
| Capex | -14 | -5 | -2 | 4 | -4 | -17 | -4 | -4 |
| Periodens kassaflöde | 37 | 58 | 17 | 21 | 5 | -4 | 19 | 28 |
| Kassakonvertering | 38% | 62% | 17% | 23% | 5% | -4% | 16% | 23% |

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 17: Nettoskuld/EBITDA, 2018-26e



Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

| Resultaträkning | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Nettoomsättning | 127 | 346 | 427 | 585 | 765 | 818 | 847 | 888 | 931 |
| Övriga rörelseintäkter | 1 | 2 | 5 | 8 | 14 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| Totala intäkter | 127 | 348 | 432 | 593 | 779 | 833 | 862 | 903 | 946 |
| Kostnad sålda varor | -64 | -192 | -229 | -268 | -346 | -314 | -320 | -333 | -346 |
| Bruttoresultat | 63 | 154 | 198 | 316 | 418 | 504 | 527 | 555 | 585 |
| Övriga rörelsekostnader | -58 | -125 | -167 | -256 | -349 | -430 | -435 | -455 | -477 |
| EBITDA | 5 | 31 | 37 | 68 | 83 | 89 | 107 | 115 | 123 |
| EBITDA, justerad | 5 | 31 | 37 | 68 | 83 | 89 | 107 | 115 | 123 |
| Avskrivningar | -5 | -19 | -26 | -38 | -44 | -52 | -50 | -48 | -46 |
| EBITA, justerad | 4 | 19 | 20 | 46 | 55 | 50 | 66 | 74 | 82 |
| EBIT | 1 | 12 | 11 | 31 | 39 | 37 | 57 | 67 | 77 |
| EBIT, justerad | 1 | 12 | 11 | 31 | 39 | 37 | 57 | 67 | 77 |
| Finansnetto | -3 | -14 | -25 | -30 | -39 | -61 | -45 | -45 | -45 |
| Resultat före skatt | -3 | -2 | -14 | 1 | 1 | -24 | 12 | 22 | 32 |
| Resultat före skatt, justerad | -3 | -2 | -14 | 1 | 1 | -24 | 12 | 22 | 32 |
| Total skatt | 20 | 29 | 14 | -10 | 3 | -13 | -2 | -5 | -7 |
| Nettoresultat | 17 | 28 | 0 | -9 | 4 | -37 | 10 | 18 | 26 |
| Nettoresultat, justerad | 17 | 28 | 0 | -9 | 4 | -37 | 10 | 18 | 26 |
| Omsättningsstillväxt | Neg. | 173% | 24% | 37% | 31% | 7% | 3% | 5% | 5% |
| Bruttomarginal | 49,7% | 44,5% | 46,5% | 54,1% | 54,7% | 61,6% | 62,2% | 62,5% | 62,8% |
| EBIT-marginal, justerad | 0,5% | 3,5% | 2,7% | 5,2% | 5,1% | 4,6% | 6,7% | 7,5% | 8,3% |
| EPS, justerad | 3,85 | 6,51 | 0,09 | -1,56 | 0,61 | -5,88 | 1,52 | 2,83 | 4,09 |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | 69% | -99% | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | 86% | 44% |

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

| Kassaflödesanalys | | | | | | | | | |
|---|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| EBIT | 1 | 12 | 11 | 31 | 39 | 37 | 57 | 67 | 77 |
| Övriga kassaflödesposter | 1 | -6 | -3 | -8 | -8 | -3 | -5 | -4 | -5 |
| Förändringar i rörelsekapital | -1 | 4 | 10 | -14 | -6 | 6 | -3 | -4 | -5 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 0 | 10 | 19 | -11 | 14 | 41 | 49 | 59 | 68 |
| Investeringar i anläggningstillgångar | -1 | -2 | -2 | -1 | -3 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -1 | -1 | -2 | -1 | -3 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| Fritt kassaflöde | -1 | 1 | 6 | -28 | -11 | 4 | 9 | 19 | 28 |
| Förvärv och avyttringar | -18 | -76 | -62 | -94 | -99 | -9 | -13 | 0 | 0 |
| Nyemission / återköp | 0 | 0 | 14 | 143 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Förändring av skulder | 22 | 91 | 111 | 67 | 60 | -109 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga poster | 0 | -8 | -13 | -21 | -21 | -33 | -36 | -36 | -36 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | 4 | 7 | 50 | 95 | -57 | -151 | -49 | -36 | -36 |
| Kassaflöde | 2 | 8 | 56 | 67 | -68 | -146 | -40 | -17 | -8 |
| Nettoskuld | 36 | 169 | 252 | 257 | 365 | 385 | 390 | 371 | 343 |

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Balansräkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | | |
| Goodwill | 38 | 129 | 203 | 283 | 352 | 351 | 351 | 351 | 351 |
| Övriga immateriella tillgångar | 8 | 28 | 69 | 87 | 104 | 91 | 82 | 75 | 70 |
| Materiella anläggningstillgångar | 4 | 9 | 10 | 21 | 24 | 15 | 21 | 14 | 7 |
| Övriga anläggningstillgångar | 37 | 82 | 96 | 101 | 114 | 125 | 131 | 137 | 143 |
| Summa anläggningstillgångar | 86 | 248 | 378 | 492 | 594 | 582 | 585 | 577 | 571 |
| Varulager | 0 | 17 | 22 | 33 | 57 | 48 | 50 | 52 | 55 |
| Kundfordringar | 16 | 56 | 70 | 94 | 104 | 105 | 108 | 114 | 119 |
| Övriga omsättningstillgångar | 7 | 7 | 14 | 20 | 25 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 3 | 19 | 87 | 187 | 153 | 39 | 34 | 53 | 81 |
| Summa omsättningstillgångar | 27 | 100 | 192 | 334 | 339 | 222 | 223 | 249 | 285 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 113 | 347 | 570 | 825 | 932 | 804 | 809 | 827 | 857 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | | |
| Eget kapital | 48 | 93 | 119 | 254 | 261 | 224 | 233 | 251 | 277 |
| Summa eget kapital | 48 | 93 | 119 | 254 | 261 | 224 | 233 | 251 | 277 |
| Långfristiga räntebärande skulder | 26 | 160 | 313 | 385 | 12 | 341 | 341 | 341 | 341 |
| Långfristiga leasingkulder | 0 | 8 | 11 | 21 | 26 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| Övriga långfristiga skulder | 4 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa långfristiga skulder | 30 | 170 | 326 | 406 | 38 | 378 | 378 | 378 | 378 |
| Kortfristiga räntebärande skulder | 13 | 12 | 4 | 24 | 457 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| Leverantörsskulder | 8 | 30 | 50 | 53 | 67 | 64 | 66 | 69 | 72 |
| Kortfristiga leasingkulder | 0 | 8 | 11 | 14 | 23 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| Övriga kortfristiga skulder | 14 | 35 | 61 | 74 | 87 | 93 | 86 | 83 | 83 |
| Summa kortfristiga skulder | 35 | 85 | 126 | 166 | 634 | 203 | 197 | 198 | 202 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 113 | 347 | 570 | 825 | 932 | 804 | 809 | 827 | 857 |

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Intäkstillväxt | Neg. | 173% | 24% | 37% | 31% | 7% | 3% | 5% | 5% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg. | 472% | 20% | 84% | 21% | 8% | 19% | 8% | 7% |
| EBIT-tillväxt, justerad | Neg. | N.m. | -7% | 168% | 28% | -4% | 51% | 18% | 15% |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | 69% | -99% | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | 86% | 44% |
| Bruttomarginal | 49,7% | 44,5% | 46,5% | 54,1% | 54,7% | 61,6% | 62,2% | 62,5% | 62,8% |
| EBITDA-marginal | 4,3% | 8,9% | 8,7% | 11,7% | 10,8% | 10,9% | 12,6% | 13,0% | 13,2% |
| EBITDA-marginal, justerad | 4,3% | 8,9% | 8,7% | 11,7% | 10,8% | 10,9% | 12,6% | 13,0% | 13,2% |
| EBIT-marginal | 0,5% | 3,5% | 2,7% | 5,2% | 5,1% | 4,6% | 6,7% | 7,5% | 8,3% |
| EBIT-marginal, justerad | 0,5% | 3,5% | 2,7% | 5,2% | 5,1% | 4,6% | 6,7% | 7,5% | 8,3% |
| Vinst-marginal, justerad | 13,6% | 7,9% | 0,1% | Neg. | 0,5% | Neg. | 1,1% | 2,0% | 2,8% |

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Avkastning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | Neg. | 39% | 0% | Neg. | 1% | Neg. | 4% | 7% | 10% |
| ROCE, justerad | Neg. | 7% | 3% | 6% | 7% | 6% | 9% | 10% | 11% |
| ROIC, justerad | Neg. | 7% | 4% | 7% | 7% | 6% | 9% | 11% | 12% |

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Varulager / totala intäkter | 0% | 5% | 5% | 5% | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Kundfordringar / totala intäkter | 12% | 16% | 16% | 16% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% |
| Leverantörsskulder / KSV | 12% | 16% | 22% | 20% | 19% | 20% | 21% | 21% | 21% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 29% | 27% | 32% | 32% | 91% | 27% | 26% | 25% | 25% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | 1% | 5% | -1% | 3% | 4% | 3% | 4% | 5% | 5% |
| Kapitalomsättningshastighet | 1,5x | 1,2x | 0,9x | 0,8x | 1,0x | 1,3x | 1,3x | 1,3x | 1,3x |

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | 36 | 169 | 252 | 257 | 365 | 385 | 390 | 371 | 343 |
| Soliditet | 42% | 27% | 21% | 31% | 28% | 28% | 29% | 30% | 32% |
| Nettoskulsättningsgrad | 0,8x | 1,8x | 2,1x | 1,0x | 1,4x | 1,7x | 1,7x | 1,5x | 1,2x |
| Nettoskuld / EBITDA | 6,6x | 5,5x | 6,8x | 3,8x | 4,4x | 4,3x | 3,7x | 3,2x | 2,8x |

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Aktiedata

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 3,85 | 6,51 | 0,09 | -1,56 | 0,61 | -5,88 | 1,52 | 2,83 | 4,09 |
| EPS, justerad | 3,85 | 6,51 | 0,09 | -1,56 | 0,61 | -5,88 | 1,52 | 2,83 | 4,09 |
| FCF per aktie | -0,29 | 0,14 | 1,27 | -4,81 | -1,80 | 0,65 | 1,42 | 2,93 | 4,40 |
| Eget kapital per aktie | 13,5 | 22,6 | 25,9 | 44,4 | 42,3 | 35,4 | 37,0 | 39,8 | 43,9 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 3,58 | 4,30 | 5,00 | 6,16 | 6,31 | 6,31 | 6,31 | 6,31 | 6,31 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 4,47 | 4,22 | 4,58 | 5,72 | 6,18 | 6,31 | 6,31 | 6,31 | 6,31 |

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

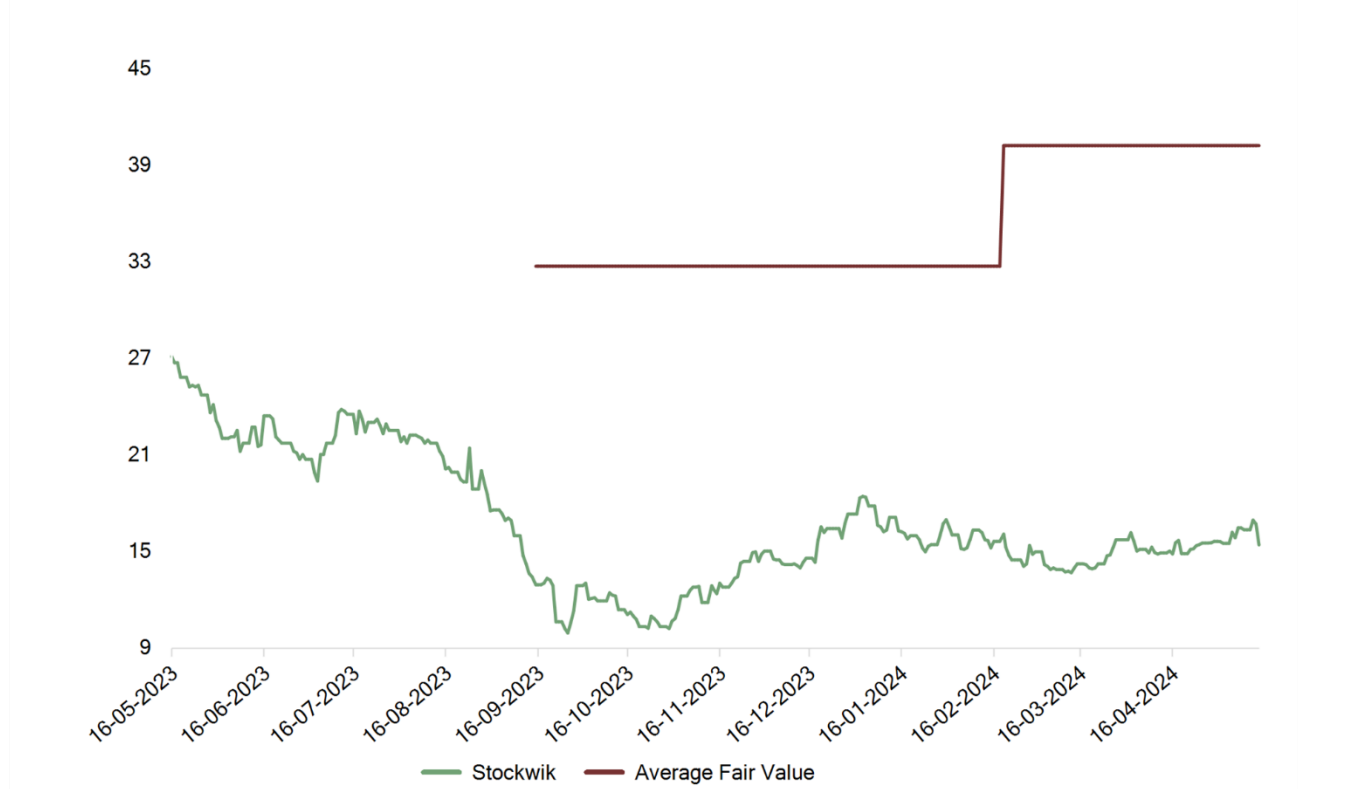
Värdering

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | 5,7x | 4,9x | 100x | Neg. | 33,3x | Neg. | 10,0x | 5,4x | 3,7x |
| P/EK | 1,6x | 1,4x | 3,5x | 2,1x | 0,5x | 0,5x | 0,4x | 0,4x | 0,3x |
| P/FCF | Neg. | 100x | 70,7x | Neg. | Neg. | 26,3x | 10,7x | 5,2x | 3,4x |
| FCF-yield | Neg. | 0% | 1% | Neg. | Neg. | 4% | 9% | 19% | 29% |
| Direktavkastning | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EV/Sales | 0,9x | 0,9x | 1,6x | 1,4x | 0,6x | 0,6x | 0,6x | 0,5x | 0,5x |
| EV/EBITDA, justerad | 21,2x | 9,9x | 18,8x | 12,0x | 6,0x | 5,5x | 4,5x | 4,2x | 3,9x |
| EV/EBIT, justerad | 100x | 25,1x | 61,3x | 26,9x | 12,6x | 13,2x | 8,5x | 7,2x | 6,3x |
| EV | 115 | 306 | 699 | 823 | 494 | 493 | 482 | 482 | 482 |
| Aktiekurs | 22,1 | 31,8 | 89,4 | 91,9 | 20,5 | 17,1 | 15,2 | 15,2 | 15,2 |

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Stockwik (STWK SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

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

Penser by Carnegie

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

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av 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 här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

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

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

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, 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 tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

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

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

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

Analysdisclaimer

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

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

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

Företagsspecifika upplysningar

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

Copyright © 2024 Carnegie

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