



## Penser Future by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 25 augusti 2024

# Codemill

## Ytterligare ett starkt kvartal

### 55% tillväxt justerat för engångsintäkter i jämförelsekvartalet

Trots mycket utmanande jämförelsetal visade Codemill en tillväxt på 3,7%. Justerar vi för engångsintäkten från hårdvaruförsäljningen till Deutsche Bank under jämförelsekvartalet, var den underliggande tillväxten 55%. Produktförsäljningen ökade med 38%, och digital services (DS) steg med 70% när vi justerar för engångsintäkten. Därmed utgjorde mjukvaruintäkterna cirka 42% av omsättningen. I linje med bolagets strategiska inriktning ökar användandet av underkonsulter när efterfrågan på DS-tjänster är hög. EBIT-marginalen förbättrades markant och steg till 10,8%, jämfört med -4,5% föregående år. Denna marginalutveckling speglar väl bolagets starka prestation de senaste kvartalen.

### Räknar med att mjukvaruaffären ska driva tillväxten

Eftersom jämförelsekvartalet innehöll engångsintäkter på 8 mkr hade vi inte förväntat oss någon tillväxt. DS-verksamheten är viktig både som inkomstkälla och för att driva tillväxt av mjukvaruintäkterna. Bolaget har varit tydligt med att fokus ligger på att öka mjukvaruintäkterna, då dessa är mer stabila och har högre marginaler. Vi förväntar oss därför att konsulttjänsterna kommer att vara oförändrade framöver och ser snarare detta kvartal som en topp för året. Trots högre omsättning under Q2 jämfört med Q1 var EBIT något lägre, 2,7 mkr mot 3,8 mkr. Anledningen till detta är att det under Q2 hölls en stor mässa samt att Codemill rekryterade medarbetare. Vi räknar därför med en något högre tillväxt och ökade personalkostnader framöver.

### Nettokassa och stark balansräkning öppnar för möjligheter

Vi är imponerade av den utveckling Codemill har visat de senaste kvartalen. Bolaget har gått från att vara olönsamt med negativa kassaflöden till att generera betydande vinster och positiva kassaflöden. Q3 är vanligtvis ett kvartal med lägre intäkter från DS-segmentet, medan Q4 är säsongsmässigt starkt. Under 2025 förväntar vi oss att tillväxten främst kommer att drivas av produktförsäljning. Det är också värt att notera att bolaget nu har en nettokassa på 25 mkr och en stark balansräkning. Detta ger utrymme för förvärv eller utdelningar; vi är mer positiva till förvärv för fortsatt tillväxt.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Bedömning		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e			
Totala intäkter	2,9%	0,7%	0,8%	81	96	104	117	Potential	3	
EBITDA, just.	5,5%	2,3%	1,5%	Tillväxt	31%	19%	8%	12%	Risk	2,5
EPS, just.	14,9%	7,5%	4,1%	EBITDA, just.	13	28	31	37	Finansiell ställning	3
				EBIT, just.	-2	13	17	24	Historik & meriter	2
				EPS, just.	-0,2	0,9	1,2	1,7		
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	33%	43%		
				EK/aktie	3,4	4,3	5,5	7,2	Aktiekurs	17,6 kr
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
				EBIT-marginal	Neg.	13,6%	16,4%	20,6%		
				ROE, just.	Neg.	23,5%	24,5%	27,0%		
				ROCE, just.	Neg.	23,2%	24,3%	26,8%		
				EV/Sales	0,8x	2,3x	2,1x	1,9x		
				EV/EBITDA	4,6x	7,7x	7,0x	5,9x		
				EV/EBIT	Neg.	16,7x	12,9x	9,1x		
				P/E, just.	Neg.	19,6x	14,7x	10,3x		
				P/EK	1,5x	4,1x	3,2x	2,5x		
				FCF yield	8%	7%	8%	11%		
				Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-1,0x	-1,5x	-2,0x		
<b>Kommande händelser</b>				<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
Q3 - rapport	15 november 2024			Antal aktier	14m					
Q4 - rapport	15 februari 2025			Börsvärde	240					
				Nettoskuld	-25					
				EV	215					
				Free float	57%					
				Daglig handelsvolym, snitt	43k					
				Bloomberg Ticker	CDMIL SS EQUITY					
<b>Analytiker</b>								<b>Intressekonflikter</b>		
Hugo Lisjo										
hugo.lisjo@carnegie.se										

## Investment case

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

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

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

### Bolagsprofil

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

### Värdering

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

IT-konsulterna värderas till ett genomsnittligt EV/S för 2024 på 1,3x, vilket är lägst av de tre undergrupperna. Bland bolagen med videokoppling sticker Adobe ut som betydligt högre värderat med EV/S 2024 10,2x. Bland SaaS-bolagen i jämförelsegruppen är Checkin.com klart högst värderat med EV/S 7,9x för 2024. Tydligt är att det finns en viss värderingsdiskrepans inom sektorn. Med våra estimat handlas Codemill på EV/S 2024 1,4x. Tabeller och diagram med mer utförliga data finns i slutet av analysen.

## Kvartalet i korthet

### Strategi uppdatering

Under kvartalet har Codemill uppdaterat sin strategi. Vi ser inte detta som en genomgripande förändring, utan snarare som ett förtydligande av företagets framtida fokus. Strategin kan sammanfattas i fem huvudområden: kunder, partner, tillväxt, kostnader och produktutveckling.

En viktig del av detta förtydligande är att företaget har valt att rikta sitt säljarbete mot större studios, såsom Amazon, Paramount och Apple. Även om Apple inte är en officiell kund, tror vi att det är Apple som avses i avtalet med ett FAANG-bolag baserat i Kalifornien. Genom att förtydliga sin kundgrupp blir det lättare för både Codemills säljare och utvecklare att rikta sina insatser. Detta utesluter inte att Codemill tar uppdrag likt det från Deutsche Bank, men det är inte sådana avtal som bolaget säljer mot.

Codemill planerar också att arbeta direkt med denna kundgrupp på de geografiska marknader där de har säljpersonal, främst Europa och USA. På andra attraktiva marknader, såsom Asien, kommer de att fortsätta samarbeta med partner för att kostnadseffektivt nå en bredare marknad. Ett annat område där de ser potential är partnerskap med plattformar, där Codemills produkter kan integreras, vilket gör dem lättillgängliga via partners plattformar. Ett exempel på ett sådant partnerskap är det med SDVI.

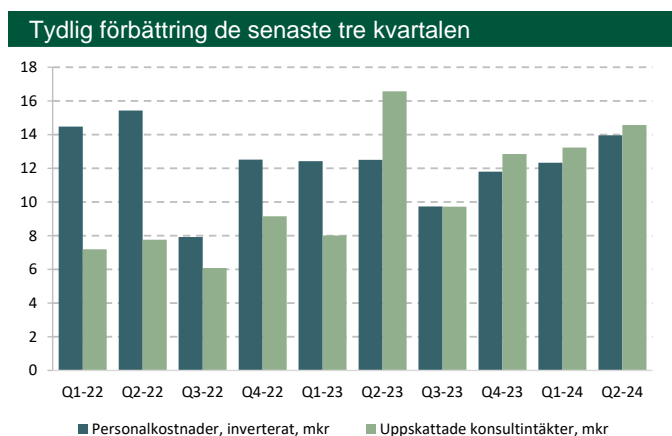
Fokus för tillväxt kommer att ligga på lönsam organisk tillväxt och att vidareutveckla mjukvaruaffären. Mjukvaruintäkterna är stabilare, med årsvisa avtal, bättre skalbarhet och högre marginaler. Eftersom Codemills produkter ofta integreras i kundernas arbetsflöden är churnen låg, och avtalen förnyas nästan alltid. Trots att huvudfokus ligger på organisk tillväxt, utesluter bolaget inte förvärv. För att ett förvärv ska vara aktuellt måste det dock tillföra en ny produkt som är riktad mot tidigare nämnda kundgrupp. Digital services-verksamheten (DS) är fortsatt viktig, särskilt i försäljningen mot större kunder, men företaget kommer inte att prioritera att öka intäkterna inom detta område.

För att uppnå lönsam tillväxt är det avgörande att bibehålla en strikt kostnadskontroll. Detta är viktigt för att fortsätta generera starka kassaflöden, som kan användas för ytterligare expansion, eventuella förvärv eller utdelningar. Användningen av underkonsulter spelar en central roll i denna strategi, eftersom det möjliggör hög beläggningsgrad bland de anställda och tillåter företaget att snabbt skala upp eller ner vid behov. På så sätt minskar Codemill risken för låg beläggning och kan bibehålla en jämn och hög lönsamhet.

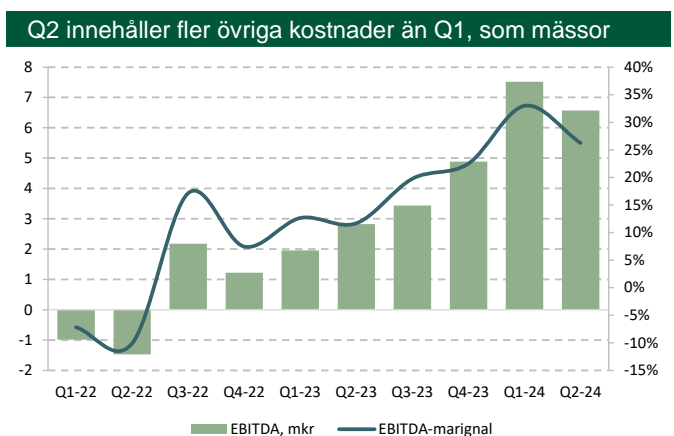
Utvecklingen av mjukvaruprodukterna kommer i första hand att ske i samarbete med kunderna och baseras på deras behov och önskemål. Detta ger två fördelar: dels ökar kundnöjdheten eftersom produkterna bättre motsvarar deras användning, dels undviker Codemill att investera i utveckling av funktioner som inte efterfrågas eller används i samma utsträckning.

### Fortsatt tydligt förbättrad lönsamhet

När intäkterna från digital services (konsultintäkterna) under de senaste kvartalen har överstigit personalkostnaderna, har högmarginalsintäkterna från mjukvaruaffären gett en tydlig hävstångseffekt på gruppens totala marginal. Vi förväntar oss att denna dynamik kommer att bestå och att gruppens marginaler kommer att fortsätta förbättras i takt med att mjukvaruintäkterna ökar.



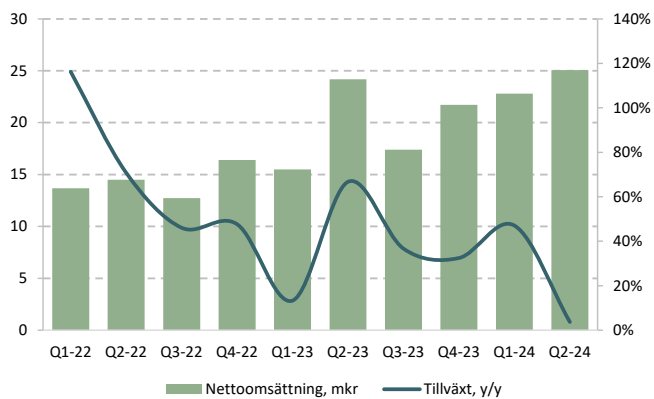
Källa: Codemill, Penser by Carnegie



Källa: Codemill, Penser by Carnegie

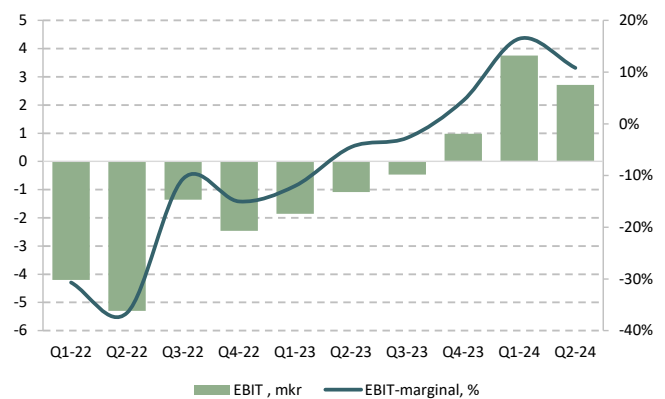
## Historisk utveckling

### Låg tillväxt pga engångsintäkter i jämförelsekvartalet



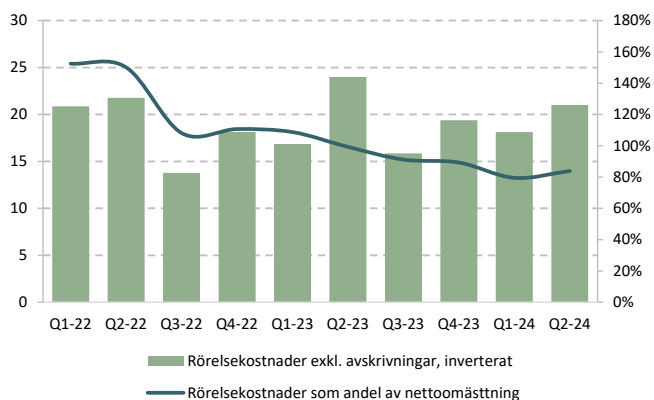
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

### Mässkostnader och nyrekryteringar påverkar kvartalet



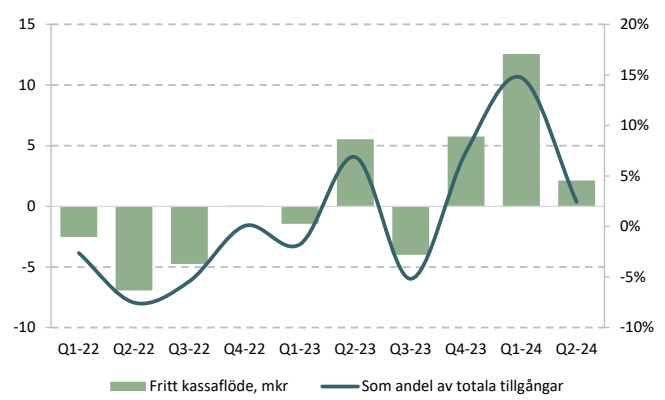
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

### Kostnadsökningen vs Q1 är främst hänförligt en mäs



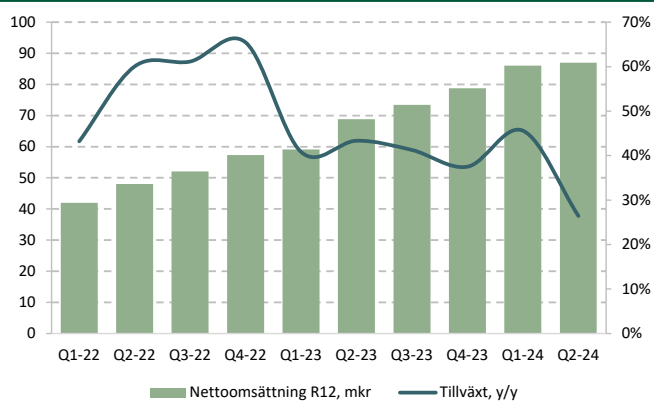
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

### Q1 är ett säsongmässigt starkt kvartal



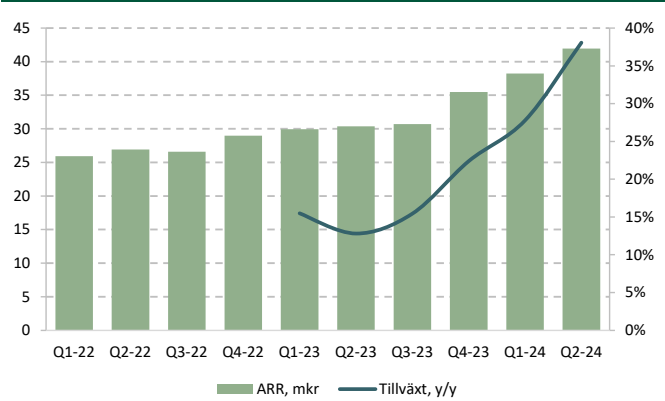
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

### Stabil tillväxt de senaste två åren



Källa: Codemill, Penser by Carnegie

### Högre mjukvaruintäkter är en viktig drivare av marginalen



Källa: Codemill, Penser by Carnegie

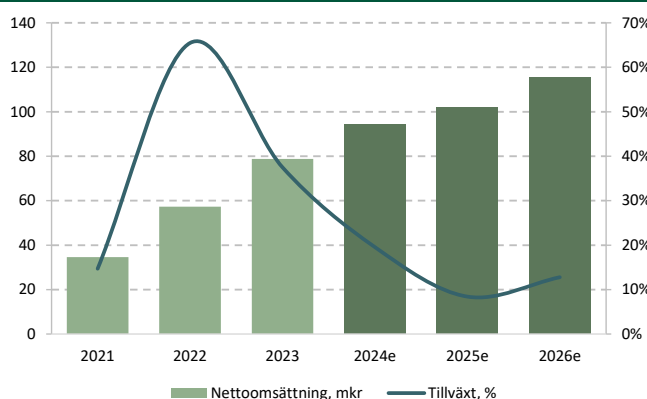
## Prognosförändringar och prognoser

Högre tillväxt i mjukvaruaffären och nyrekryteringar är anledningen till våra förändringar

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	79	94	102	115	92	101	114	2,9%	0,7%	0,8%
Kostnad sålda varor	-14	-10	-10	-10	-10	-11	-12	-2,1%	-11,5%	-13,8%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>67</b>	<b>87</b>	<b>94</b>	<b>107</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>104</b>	<b>3,6%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,4%</b>
<b>Bruttomarginal</b>	<b>85%</b>	<b>92%</b>	<b>92%</b>	<b>92%</b>	<b>91%</b>	<b>90%</b>	<b>91%</b>	<b>0,6pp</b>	<b>1,3pp</b>	<b>1,5pp</b>
Personalkostnader	-46	-51	-55	-60	-50	-53	-58	2,2%	2,4%	3,3%
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	-3	-2	-3	-4	-2	-3	-4	7,2%	0,7%	0,8%
Övriga externa kostnader	-13	-14	-15	-15	-14	-15	-15	0,1%	0,1%	0,1%
Aktiverat arbete för egen räkning	8	8	10	9	9	10	9	-3,1%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>5,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,5%</b>
<b>Just. EBITDA-marginal</b>	<b>16,6%</b>	<b>29,6%</b>	<b>29,9%</b>	<b>31,8%</b>	<b>28,8%</b>	<b>29,4%</b>	<b>31,6%</b>	<b>0,7pp</b>	<b>0,5pp</b>	<b>0,2pp</b>
Totala av-/nedskrivningar	-16	-15	-14	-13	-15	-14	-13	0,5%	-0,4%	-0,3%
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-2</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>12,1%</b>	<b>4,7%</b>	<b>2,4%</b>
<b>Just. EBIT-marginal</b>	<b>-3,1%</b>	<b>13,6%</b>	<b>16,4%</b>	<b>20,6%</b>	<b>12,5%</b>	<b>15,8%</b>	<b>20,3%</b>	<b>1,1pp</b>	<b>0,6pp</b>	<b>0,3pp</b>
Finansiellt netto	0	0	0	0	0	0	0	-	-	-
Inkomstskatt	0	0	0	0	0	0	0	-	-	-
Resultat	-3	12	16	23	11	15	22	14,9%	7,5%	4,1%

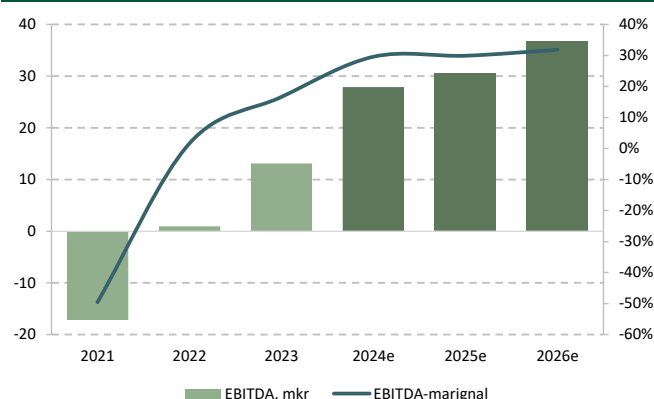
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

### Vi räknar med att tillväxten främst drivs av mjukvaruaffären



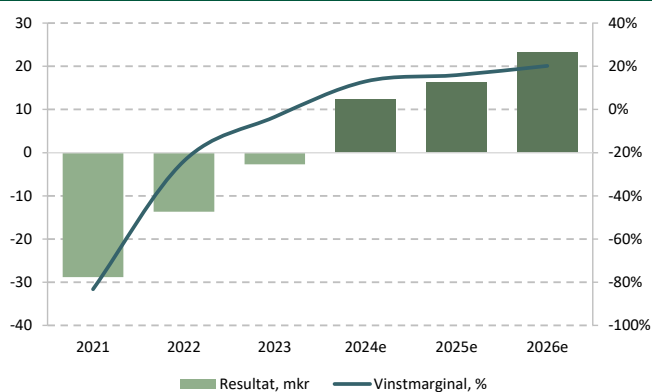
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

### Förväntar oss att nyrekryteringar ökar personalkostnaderna



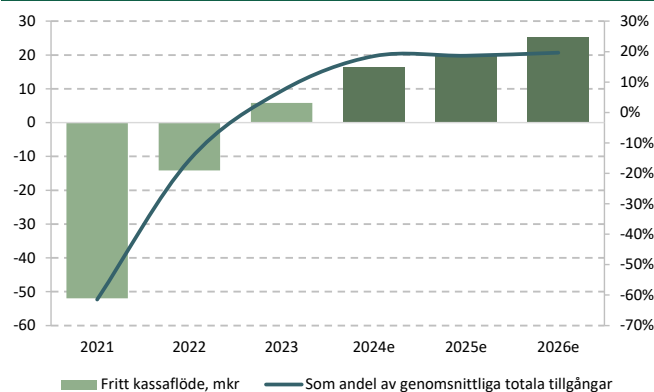
Källa: Codemill, Penser by Carnegie

### Underskottsavdrag minskar skattekostnaderna



Källa: Codemill, Penser by Carnegie

### Kapitallätt verksamhet och relativt låga investeringar



Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Värdering

Under det andra kvartalet stod mjukvaruintäkterna för ca 42% av Codemills intäkter, resterande utgjordes av konsultverksamhet. Codemills värdering har tydligt höjts den senaste tiden och ligger idag mellan konsultbolagen och mjukvarubolagen. Då konsultverksamheten är en viktig del för att sälja mjukvara kan man diskutera om hela verksamheten ska värderas som ett mjukvarubolag eller om man ska värdera de olika verksamheterna var för sig, som marknaden ser ut att göra idag.

De svenska mjukvarubolagen handlas i dagsläget till mellan ungefär två och åtta gånger Codemills värdering. Blackbird är det noterade företaget som vi identifierat som det som är mest likt Codemill. Det finns inga prognoser för bolagets utveckling, men vi kan konstatera att Blackbird på LTM-siffror värderas klart högre än Codemill. Jämförelsebolagen är betydligt större än Codemill, vilket bland annat medför högre likviditet i aktien som minskar risken i investeringen.

	MCAP (MSEK)	EV (MSEK)	EV / Sales		EV / EBITDA	
			2024	2025	2024	2025
Codemill	240	215	2,3x	2,1x	7,7x	7,0x
TietoEVERY	25 239	38 953	1,1x	1,1x	6,9x	6,5x
Knowit	4 212	5 274	0,8x	0,7x	8,0x	6,8x
B3	771	1 081	0,8x	0,6x	11,1x	5,7x
Exsitec	2 446	2 109	3,1x	2,8x	14,7x	12,8x
Sweco	59 363	-	2,1x	2,0x	16,8x	15,5x
Afry	21 087	22 513	1,0x	0,9x	9,4x	8,4x
FormPipe Software	1 458	1 467	2,7x	2,4x	12,4x	9,2x
Checkin.com	703	-	6,6x	4,6x	22,7x	11,5x
Lime Technologies	4 596	4 118	7,0x	6,1x	23,0x	19,8x
Acast	3 033	1 071	1,1x	1,0x	94,4x	18,2x
Netflix, Inc.	3 027 605	2 304 659	8,2x	7,3x	29,7x	24,6x
Adobe Inc.	2 530 898	2 906 432	11,8x	10,5x	23,7x	21,4x
Disney	1 669 845	2 157 049	2,3x	2,2x	12,1x	11,1x
Blackbird	247	-	-	-	-	-
<b>Genomsnitt konsulter</b>			<b>1,5x</b>	<b>1,4x</b>	<b>11,1x</b>	<b>9,3x</b>
<b>Genomsnitt techbolag</b>			<b>4,3x</b>	<b>3,5x</b>	<b>38,1x</b>	<b>14,7x</b>
<b>Genomsnitt film</b>			<b>7,4x</b>	<b>6,7x</b>	<b>21,8x</b>	<b>19,0x</b>

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Resultaträkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>57</b>	<b>79</b>	<b>94</b>	<b>102</b>	<b>115</b>
Övriga rörelseintäkter	2	3	4	2	2	2	1
<b>Totala intäkter</b>	<b>32</b>	<b>38</b>	<b>62</b>	<b>81</b>	<b>96</b>	<b>104</b>	<b>117</b>
Kostnad sålda varor	-6	-7	-7	-14	-10	-10	-10
<b>Bruttoresultat</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>55</b>	<b>67</b>	<b>87</b>	<b>94</b>	<b>107</b>
Försäljningskostnader	-38	-49	-50	-46	-51	-55	-60
Övriga rörelsekostnader	3	1	-3	-7	-8	-9	-10
<b>EBITDA</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>1</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>37</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>1</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>37</b>
Avskrivningar	-6	-10	-14	-16	-15	-14	-13
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>1</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>37</b>
<b>EBIT</b>	<b>-15</b>	<b>-28</b>	<b>-13</b>	<b>-2</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>24</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-15</b>	<b>-28</b>	<b>-13</b>	<b>-2</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>24</b>
Finansnetto	-1	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-15</b>	<b>-28</b>	<b>-14</b>	<b>-3</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>24</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-15</b>	<b>-28</b>	<b>-14</b>	<b>-3</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>24</b>
Total skatt	0	-1	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-16</b>	<b>-29</b>	<b>-14</b>	<b>-3</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>23</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>-29</b>	<b>-14</b>	<b>-3</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>23</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	18%	63%	31%	19%	8%	12%
Bruttomarginal	87,3%	89,3%	95,5%	84,8%	91,9%	91,8%	92,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,6%	16,4%	20,6%
EPS, justerad	-1,68	-2,12	-1,00	-0,20	0,90	1,19	1,71
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	33%	43%

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-15	-28	-13	-2	13	17	24
Övriga kassaflödesposter	5	10	13	15	15	13	12
Förändringar i rörelsekapital	5	2	0	2	-3	-1	-2
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-5</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>34</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-13	-18	-14	-9	-8	-10	-9
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-1	1	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-13</b>	<b>-19</b>	<b>-14</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-18</b>	<b>-34</b>	<b>-14</b>	<b>6</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>25</b>
Förvärv och avyttringar	2	-18	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	44	60	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	-3	1	-2	-3	-1	0	0
Utdelningar	0	-4	0	0	0	0	0
Övriga poster	-2	-4	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>42</b>	<b>36</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>24</b>	<b>1</b>	<b>-16</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>25</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-5</b>	<b>-11</b>	<b>-27</b>	<b>-46</b>	<b>-72</b>

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	0	17	15	14	12	10	8
Övriga immateriella tillgångar	35	36	37	32	28	25	24
Övriga anläggningstillgångar	0	1	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>35</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>36</b>	<b>32</b>
Kundfordringar	5	11	12	15	19	22	27
Övriga omsättningstillgångar	3	6	6	4	6	6	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	27	29	12	16	31	50	75
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>56</b>	<b>79</b>	<b>109</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>70</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>81</b>	<b>95</b>	<b>115</b>	<b>141</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	39	62	49	46	58	75	98
<b>Summa eget kapital</b>	<b>39</b>	<b>62</b>	<b>49</b>	<b>46</b>	<b>58</b>	<b>75</b>	<b>98</b>
Långfristiga räntebärande skulder	11	7	5	3	2	2	2
Övriga långfristiga skulder	2	2	2	1	1	1	1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	2	2	2	2	2	2	2
Leverantörsskulder	3	3	3	2	4	4	4
Övriga kortfristiga skulder	14	22	23	27	29	31	34
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>19</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>41</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>70</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>81</b>	<b>95</b>	<b>115</b>	<b>141</b>

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	18%	63%	31%	19%	8%	12%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	N.m.	113%	10%	20%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30%	42%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	33%	43%
Bruttomarginal	87,3%	89,3%	95,5%	84,8%	91,9%	91,8%	92,5%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	1,6%	16,6%	29,6%	29,9%	31,8%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	1,6%	16,6%	29,6%	29,9%	31,8%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,6%	16,4%	20,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,6%	16,4%	20,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,0%	15,9%	20,2%

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	-	-	-	-	24%	25%	27%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23%	24%	27%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	38%	56%	87%

Källa: Codemill, Penser by Carnegie



## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	15%	28%	19%	19%	20%	22%	23%
Leverantörsskulder / KSV	49%	45%	44%	15%	36%	41%	44%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	46%	50%	46%	47%	50%	51%	51%
Rörelsekapital / totala intäkter	-27%	-23%	-14%	-13%	-8%	-7%	-4%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,5x	1,1x	1,6x	1,6x	1,3x	1,1x

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-14	-19	-5	-11	-27	-46	-72
Soliditet	55%	63%	59%	57%	61%	65%	69%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,4x	-0,3x	-0,1x	-0,2x	-0,5x	-0,6x	-0,7x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	-5,7x	-0,8x	-1,0x	-1,5x	-2,0x

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-1,68	-2,12	-1,00	-0,20	0,90	1,19	1,71
EPS, justerad	-1,68	-2,12	-1,00	-0,20	0,90	1,19	1,71
FCF per aktie	-1,94	-2,51	-1,04	0,43	1,20	1,44	1,85
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,98	4,57	3,56	3,36	4,27	5,46	7,17
Antal aktier vid årets slut, m	9,71	13,7	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	9,30	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	19,6x	14,7x	10,3x
P/EK	4,4x	2,2x	1,4x	1,5x	4,1x	3,2x	2,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	12,1x	14,6x	12,2x	9,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	8%	7%	8%	11%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	3,4x	1,1x	0,8x	2,3x	2,1x	1,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	66,7x	4,6x	7,7x	7,0x	5,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16,7x	12,9x	9,1x
EV	Neg.	117	63	60	215	215	215
Aktiekurs	17,6	10,0	5,0	5,2	17,6	17,6	17,6

Källa: Codemill, Penser by Carnegie

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

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

## Penser by Carnegie

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

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

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

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till häri, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

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

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

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAS regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahåller endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

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

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

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

### **Analysdisclaimer**

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

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

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

### **Företagsspecifika upplysningar**

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

Copyright © 2024 Carnegie

---

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