



## Penser Access by Carnegie

Handelsbolag &amp; Distribution | Sverige | 26 augusti 2024

# Stockwik

## Stabil lönsamhet trots ett tuffare marknadsklimat

### Q2 – svagt stigande lönsamhet trots höga personalkostnader

Nettoomsättningen steg med 1,3% y/y till 214 mkr, vilket indikerar ett tuffare marknadsklimat inom affärsområdet Industri. EBITA ökade med 8,2% y/y till 6,1 mkr (5,6) samtidigt som R12m låg på 6,9% (6,5%). Detta är oförändrat q/q och signalerar en stabil lönsamhet trots stigande personalkostnader, speciellt inom affärsområdet Hälsa. Det operativa kassaflödet var 1,1 mkr (1,6), och siffran på R12m låg på 45 mkr (29), vilket är en ökning med 55% y/y. Nettoskulden steg oväntat med 19 mkr q/q till 406 mkr (387), pådrivet av ökat rörelsekapital och leasingkulder. ND/EBITDA landade på 4,5x jämfört med 4,3x i Q1. Stockwik höjde kostnadsbesparingarna med 3 mkr till 13 mkr på årsbasis och med full effekt i slutet av året.

### Hög skuldsättning i kombination med hög ränta åter upp kassaflödet

En sänkt skuldsättning är nyckel drivaren för att skapa värde till Stockwicks aktieägare, enligt vår uppskattning. Vi räknar med att Stockwicks ledning fortsätter att prioritera förbättrad lönsamhet, ökat kassaflöde och lägre skuldsättning. Vår bedömning är att den finansiella risken avtar gradvis från en hög nivå med stöd av stärkta kassaflöden, primärt 2025-26e. Det tar mer tid att minska skuldsättningen än vad vi initialt förväntade oss. Nettoskulden ligger kvar på en hög nivå samtidigt som vår prognos för nettokassaflödet sjunker till 5 mkr (14) i snitt per år 2024-26e. Nettoskulden sjunker till 377 mkr 2026e, motsvarande ND/EBITDA på 3,3x (2,8). Vi flaggar för att Stockwicks obligationslån om 350 mkr löper ut om 19 månader.

### Vi sänker vårt motiverade värde till 29-37 kr per aktie (37-48)

Vi sänker våra EBITDA-prognoser med 7-13% för 2024-26e till följd av ett tuffare marknadsklimat, låg visibilitet på kostnadsbesparingar och stigande personalkostnader. Nettokassaflödet väntas stiga signifikant under 2025-26e drivet av lägre tilläggsköpeskillningar, finanskostnader och betald skatt, vilket sänker nettoskulden och den finansiella risken. Vi anser fortfarande att Stockwik har en attraktiv "risk-reward" i ljuset av en stabil lönsamhet, fallande räntor och en låg relativvärdering. Vi värderar Stockwik till en EV/EBITA 10,0x 25e, vilket diskonterat med vårt avkastningskrav på 17% ger ett värde på 34 kr per aktie och indikerar en rabatt om 47% mot en referensgrupp av mogna, stabila, svenska förvärvsbolag.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	29,0 - 37,0 kr	
Totala intäkter	-1,3%	-1,3%	-1,3%	833	851	891	934	Aktiekurs	16,7 kr	
EBITDA, just.	-13,3%	-7,8%	-7,3%	Tillväxt	7%	2%	5%	5%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-183,6%	-29,2%	-20,2%	EBITDA, just.	89	92	106	114	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	37	43	59	69		
Q3 - rapport	08 november 2024			EPS, just.	-5,9	-1,3	2,0	3,3		
Q4 - rapport	14 februari 2025			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	63%		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	35,4	34,3	36,4	39,6		
Antal aktier	6,3m			EBIT-marginal	4,6%	5,1%	6,7%	7,5%		
Börsvärde	106			ROE, just.	Neg.	Neg.	5,7%	8,6%		
Nettoskuld	406			ROCE, just.	5,6%	6,6%	9,0%	10,3%		
EV	511			EV/Sales	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x		
Free float	74%			EV/EBITDA	5,5x	5,5x	4,8x	4,5x		
Daglig handelsvolym, snitt	9k			EV/EBIT	13,2x	11,9x	8,7x	7,4x		
Bloomberg Ticker	STWK SS EQUITY			P/E, just.	Neg.	Neg.	8,4x	5,1x	<b>Intressekonflikter</b>	
<b>Analytiker</b>				P/EK	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x		
Mathias Carlson				FCF yield	4%	Neg.	11%	20%	Yes	No
mathias.carlson@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	4,3x	4,4x	3,8x	3,3x	Likviditetsgarant	✓
								Certified adviser		✓
								Transaktioner 12m		✓

## 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 gradvis finansiell risk

Stockwiks höga skuldsättning, ND/EBITDA 4,5x i Q2 2024 och en räntekostnad om cirka 12% gör att ledningsgruppens fokus är förbättrad lönsamhet, ökade operativa kassaflöden och reducerad skuldsättning. Det innebär att vi inte förväntar oss några förvärv under 2024 eller nästa år. Vår uppskattning är att en sjunkande skuldsättning är en nyckeldrivare 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 endast 5 mkr i nettokassaflöde i snitt per år 2024-26e, vilket sänker nettoskulden till 377 mkr 2026e, motsvarande ND/EBITDA på 3,3x 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

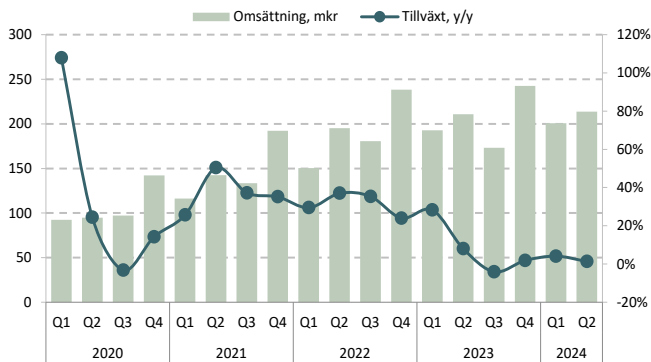
Stockwik grundades i december 2013 och investerar i högkvalitativa, ägarledda bolag med visionen att ge sina aktieägare en välbalanserad exponering mot svenskt, högkvalitativt entreprenörskap. Investeringarna fokuseras på svenska små och medelstora bolag med historiskt stabila intäkter och god lönsamhet. 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 29-37 kr per aktie. 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 33 kr per aktie. Vi värderar Stockwik till en EV/EBITA 10,0x 25e, vilket diskonterat med vårt avkastningskrav ger ett värde på 34 kr per aktie och indikerar en rabatt om 47% mot en referensgrupp av mogna, stabila, svenska förvärvsbolag.

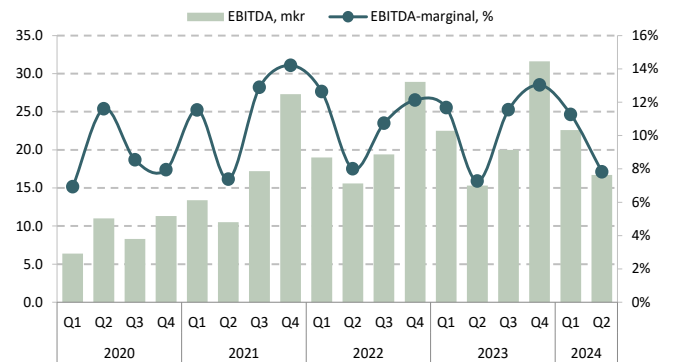
# Kvartalet i bilder

Figur 1: Nettoomsättning per kvartal



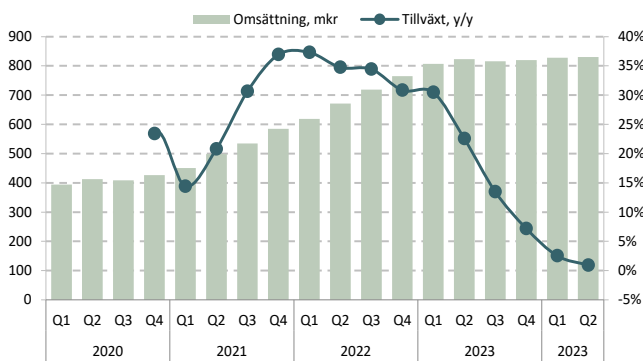
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 2: EBITDA per kvartal



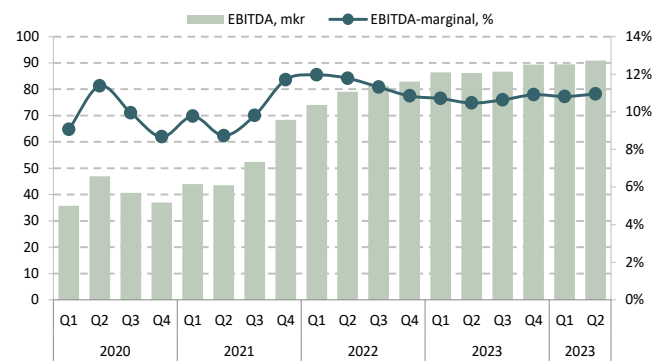
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 3: Nettoomsättning per kvartal, R12m



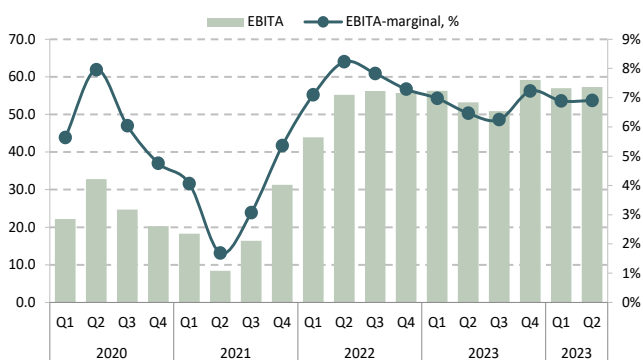
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

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



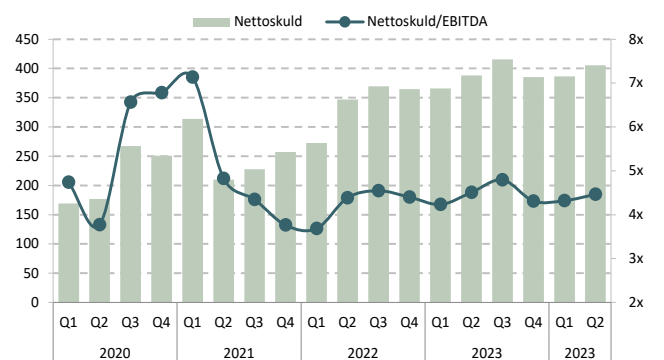
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

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

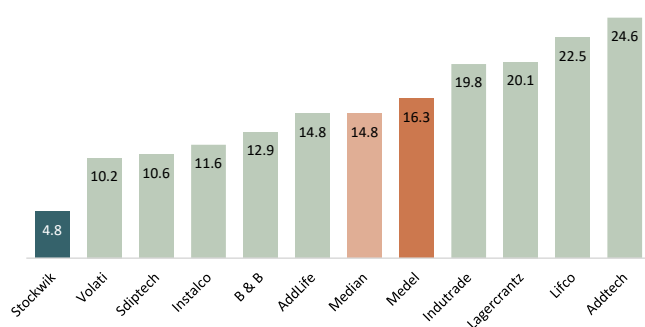
# Värdering

Figur 7: Relativvärdering

Bolag	EV/EBITDA (x)			EBITDA-marginal (%)			EV/EBITA (x)			EBITA-marginal (%)			Nettoskuld/EBITDA (x)			Nettoskulsättningsgrad (x)		
	24e	25e	26e	24e	25e	26e	24e	25e	26e	24e	25e	26e	24e	25e	26e	24e	25e	26e
AddLife	15.8	14.8	13.8	14.8	14.9	15.1	20.7	19.0	17.5	11.3	11.6	12.0	2.9	2.2	1.6	0.9	0.7	0.5
Addtech	26.0	24.6	23.1	16.5	16.5	16.6	28.6	26.9	25.3	15.0	15.0	15.2	1.2	0.7	0.4	0.6	0.3	0.1
Bergman & Beving	13.5	12.9	12.3	14.4	14.6	14.9	19.6	18.4	17.4	9.9	10.2	10.5	2.7	2.3	1.9	0.9	0.7	0.6
Indutrade	21.5	19.8	18.7	17.4	17.9	18.1	25.8	23.7	22.3	14.6	15.0	15.2	1.2	0.7	0.2	0.4	0.2	0.1
Instalco	12.6	11.6	10.4	9.9	10.3	10.9	17.4	15.4	14.1	7.2	7.7	8.1	2.4	1.8	1.1	1.0	0.7	0.4
Lagercrantz	21.1	20.1	19.2	20.7	20.6	20.8	24.8	23.3	22.2	17.6	17.8	17.9	1.2	0.8	0.3	0.6	0.3	0.1
Lifco	23.8	22.5	21.7	25.3	25.2	25.1	26.5	25.1	24.1	22.7	22.6	22.7	1.3	0.8	0.3	0.5	0.3	0.1
Sdipotech	11.5	10.6	9.9	23.0	23.3	23.3	14.0	12.6	11.8	18.9	19.5	19.5	2.7	2.2	1.8	0.8	0.6	0.5
Volati	11.7	10.2	9.6	12.6	13.4	13.7	16.3	13.7	12.7	9.1	10.0	10.4	2.6	2.1	1.8	1.4	1.1	0.9
<b>Medel</b>	<b>17.5</b>	<b>16.3</b>	<b>15.4</b>	<b>17.2</b>	<b>17.4</b>	<b>17.6</b>	<b>21.5</b>	<b>19.8</b>	<b>18.6</b>	<b>14.0</b>	<b>14.4</b>	<b>14.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>
<b>Median</b>	<b>15.8</b>	<b>14.8</b>	<b>13.8</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.6</b>	<b>20.7</b>	<b>19.0</b>	<b>17.5</b>	<b>14.6</b>	<b>15.0</b>	<b>15.2</b>	<b>2.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>
Stockwik	5.6	4.8	4.2	11.1	12.1	12.4	10.0	7.8	6.6	6.1	7.4	7.9	4.4	3.8	3.3	1.9	1.7	1.5

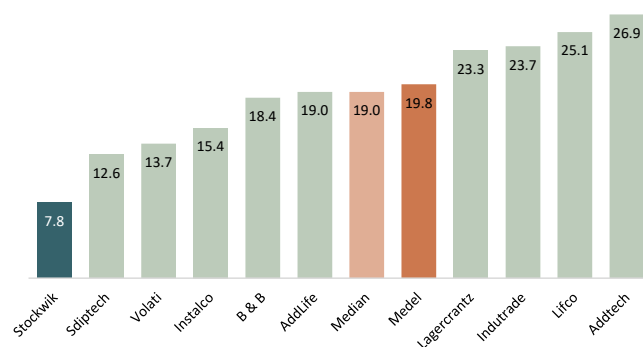
Källa: Factset, Penser by Carnegie

Figur 8: EV/EBITDA (x), 2025e



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Figur 9: EV/EBITA (x), 2025e



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Figur 10: DCF-värdering och antaganden

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	496	Risikfri ränta	2.5%	Långsiktig tillväxt	3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	76	Riskpremie	5.5%	Långsiktig EBIT-marginal	7.0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>571</b>	Småbolagspremie	6.0%	Terminalvärdets andel av EV	13%
Nettoskuld, senast rapporterad	406	Extra risk-premie	3.0%	Avskrivningar, % av omsättning	1.0%
Skattemässiga underskottsavdrag	-41	<b>WACC</b>	<b>17.0%</b>	Capex, % av omsättning	1.0%
<b>Eget kapital</b>	<b>206</b>			Rörelsekapital, % av omsättning	10.9%
Antal utstående aktier, full utspädning	6.3			Skattesats	20.6%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>33</b>				

Källa: Penser by Carnegie

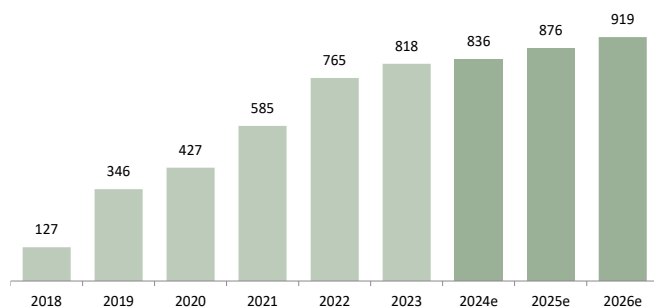
Figur 11: DCF - Känslighetsanalys

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%	42	43	44	45	47	15.0%	39	42	44	46	49
16.0%	36	37	38	39	40	16.0%	34	36	38	40	42
<b>17.0%</b>	31	32	<b>33</b>	34	34	<b>17.0%</b>	29	31	<b>33</b>	35	36
18.0%	27	27	28	29	29	18.0%	25	26	28	30	31
20.0%	19	20	20	21	21	20.0%	18	19	20	22	23

Källa: Penser by Carnegie

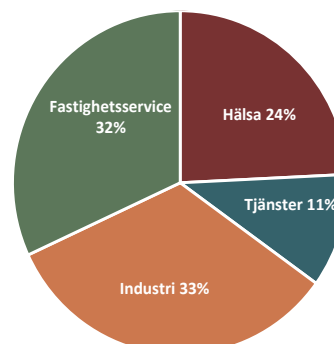
## Investment case i bilder

Figur 12: Nettoomsättning 2018-26e, mkr



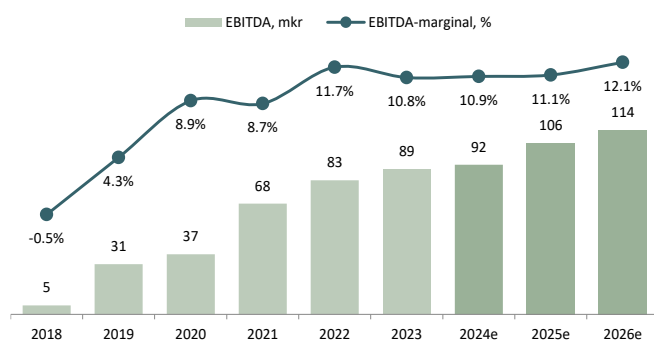
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 13: Omsättning per affärsområde, R12m



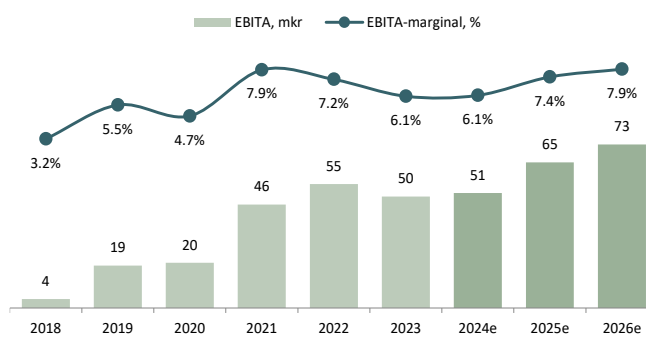
Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 14: EBITDA, 2018-26e



Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Figur 15: EBITA, 2018-26e



Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

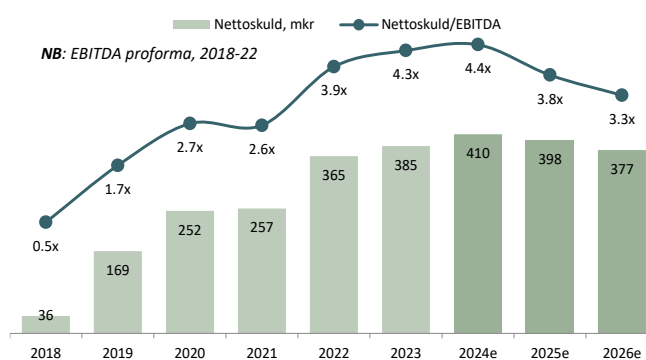
Figur 16: Kassaflödesanalys, 2019-26e

NB: 2018-22, pro forma

Mkr	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
EBITDA	97	94	98	93	89	92	106	114
Finansnetto	-12	-26	-35	-36	-49	-53	-43	-43
Betald skatt	-15	-11	-14	-13	-5	-10	-7	-5
Leasingamortering	-8	-12	-15	-21	-33	-36	-36	-36
Övrigt	1	-1	-1	-3	0	8	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>62</b>	<b>45</b>	<b>32</b>	<b>21</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>30</b>
Δ Rörelsekapital	-11	19	-14	-3	6	-2	-4	-5
<b>Operativt kassaflöde</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>9</b>	<b>-1</b>	<b>16</b>	<b>25</b>
Capex	-14	-5	-2	4	-4	-17	-4	-4
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>37</b>	<b>58</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>5</b>	<b>-18</b>	<b>12</b>	<b>21</b>
Kassakonvertering	38%	62%	17%	23%	5%	-19%	11%	19%

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
<b>Nettoomsättning</b>	127	346	427	585	765	818	836	876	919
Övriga rörelseintäkter	1	2	5	8	14	15	15	15	15
<b>Totala intäkter</b>	127	348	432	593	779	833	851	891	934
Kostnad sålda varor	-64	-192	-229	-268	-346	-314	-329	-336	-349
<b>Bruttoresultat</b>	63	154	198	316	418	504	507	541	570
Övriga rörelsekostnader	-58	-125	-167	-256	-349	-430	-430	-450	-471
<b>EBITDA</b>	5	31	37	68	83	89	92	106	114
<b>EBITDA, justerad</b>	5	31	37	68	83	89	92	106	114
Avskrivningar	-5	-19	-26	-38	-44	-52	-50	-47	-45
<b>EBITA, justerad</b>	4	19	20	46	55	50	51	65	73
<b>EBIT</b>	1	12	11	31	39	37	43	59	69
<b>EBIT, justerad</b>	1	12	11	31	39	37	43	59	69
Finansnetto	-3	-14	-25	-30	-39	-61	-53	-43	-43
<b>Resultat före skatt</b>	-3	-2	-14	1	1	-24	-10	16	26
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-3	-2	-14	1	1	-24	-10	16	26
Total skatt	20	29	14	-10	3	-13	2	-3	-5
<b>Nettoresultat</b>	17	28	0	-9	4	-37	-8	13	21
<b>Nettoresultat, justerad</b>	17	28	0	-9	4	-37	-8	13	21
Omsättningsstillväxt	Neg.	173%	24%	37%	31%	7%	2%	5%	5%
Bruttomarginal	49,7%	44,5%	46,5%	54,1%	54,7%	61,6%	60,6%	61,7%	62,0%
EBIT-marginal, justerad	0,5%	3,5%	2,7%	5,2%	5,1%	4,6%	5,1%	6,7%	7,5%
EPS, justerad	3,85	6,51	0,09	-1,56	0,61	-5,88	-1,27	2,00	3,26
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	69%	-99%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	63%

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	1	12	11	31	39	37	43	59	69
Övriga kassaflödesposter	1	-6	-3	-8	-8	-3	-14	-3	-3
Förändringar i rörelsekapital	-1	4	10	-14	-6	6	-2	-4	-5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	0	10	18	6	26	41	27	52	61
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
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-1	-1	-2	-1	-3	-4	-4	-4	-4
<b>Fritt kassaflöde</b>	-1	1	5	-11	1	4	-13	12	21
Förvärv och avyttringar	-18	-76	-62	-94	-99	-9	-13	0	0
Nyemission / återköp	0	0	14	143	3	0	1	0	0
Förändring av skulder	22	91	111	67	60	-109	7	0	0
Övriga poster	0	-8	-13	-21	-21	-33	-36	-36	-36
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	4	7	50	95	-57	-151	-41	-36	-36
<b>Kassaflöde</b>	2	16	67	100	-34	-114	-18	12	21
<b>Nettoskuld</b>	36	169	252	257	365	385	410	398	377

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	38	129	203	283	352	351	351	351	351
Övriga immateriella tillgångar	8	28	69	87	104	91	83	77	73
Materiella anläggningstillgångar	4	9	10	21	24	15	21	14	7
Övriga anläggningstillgångar	37	82	96	101	114	125	131	137	143
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>86</b>	<b>248</b>	<b>378</b>	<b>492</b>	<b>594</b>	<b>582</b>	<b>586</b>	<b>579</b>	<b>574</b>
Varulager	0	17	22	33	57	48	49	52	54
Kundfordringar	16	56	70	94	104	105	107	112	118
Övriga omsättningstillgångar	7	7	14	20	25	31	31	31	31
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	19	87	187	153	39	21	32	54
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>27</b>	<b>100</b>	<b>192</b>	<b>334</b>	<b>339</b>	<b>222</b>	<b>208</b>	<b>227</b>	<b>256</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>113</b>	<b>347</b>	<b>570</b>	<b>825</b>	<b>932</b>	<b>804</b>	<b>794</b>	<b>806</b>	<b>830</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	48	93	119	254	261	224	217	229	250
<b>Summa eget kapital</b>	<b>48</b>	<b>93</b>	<b>119</b>	<b>254</b>	<b>261</b>	<b>224</b>	<b>217</b>	<b>229</b>	<b>250</b>
Långfristiga räntebärande skulder	26	160	313	385	12	341	348	348	348
Långfristiga leasingkulder	0	8	11	21	26	37	37	37	37
Övriga långfristiga skulder	4	1	2	0	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>30</b>	<b>170</b>	<b>326</b>	<b>406</b>	<b>38</b>	<b>378</b>	<b>385</b>	<b>385</b>	<b>385</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	13	12	4	24	457	18	18	18	18
Leverantörsskulder	8	30	50	53	67	64	65	68	71
Kortfristiga leasingkulder	0	8	11	14	23	28	28	28	28
Övriga kortfristiga skulder	14	35	61	74	87	93	81	77	78
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>35</b>	<b>85</b>	<b>126</b>	<b>166</b>	<b>634</b>	<b>203</b>	<b>192</b>	<b>191</b>	<b>195</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>113</b>	<b>347</b>	<b>570</b>	<b>825</b>	<b>932</b>	<b>804</b>	<b>794</b>	<b>806</b>	<b>830</b>

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	173%	24%	37%	31%	7%	2%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	472%	20%	84%	21%	8%	3%	15%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	N.m.	-7%	168%	28%	-4%	14%	38%	17%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	69%	-99%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	63%
Bruttomarginal	49,7%	44,5%	46,5%	54,1%	54,7%	61,6%	60,6%	61,7%	62,0%
EBITDA-marginal	4,3%	8,9%	8,7%	11,7%	10,8%	10,9%	11,1%	12,1%	12,4%
EBITDA-marginal, justerad	4,3%	8,9%	8,7%	11,7%	10,8%	10,9%	11,1%	12,1%	12,4%
EBIT-marginal	0,5%	3,5%	2,7%	5,2%	5,1%	4,6%	5,1%	6,7%	7,5%
EBIT-marginal, justerad	0,5%	3,5%	2,7%	5,2%	5,1%	4,6%	5,1%	6,7%	7,5%
Vinst-marginal, justerad	13,6%	7,9%	0,1%	Neg.	0,5%	Neg.	Neg.	1,4%	2,2%

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

## Avkastning

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

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%	20%	20%	20%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	29%	27%	32%	32%	91%	27%	25%	24%	24%
Rörelsekapital / totala intäkter	1%	5%	-1%	3%	4%	3%	5%	5%	6%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,2x	0,9x	0,8x	1,0x	1,3x	1,3x	1,3x	1,4x

Källa: Stockwik, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	36	169	252	257	365	385	410	398	377
Soliditet	42%	27%	21%	31%	28%	28%	27%	28%	30%
Nettoskulsättningsgrad	0,8x	1,8x	2,1x	1,0x	1,4x	1,7x	1,9x	1,7x	1,5x
Nettoskuld / EBITDA	6,6x	5,5x	6,8x	3,8x	4,4x	4,3x	4,4x	3,8x	3,3x

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	-1,27	2,00	3,26
EPS, justerad	3,85	6,51	0,09	-1,56	0,61	-5,88	-1,27	2,00	3,26
FCF per aktie	-0,29	0,14	1,00	-1,85	0,16	0,65	-1,98	1,82	3,37
Eget kapital per aktie	13,5	22,6	25,9	44,4	42,3	35,4	34,3	36,4	39,6
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

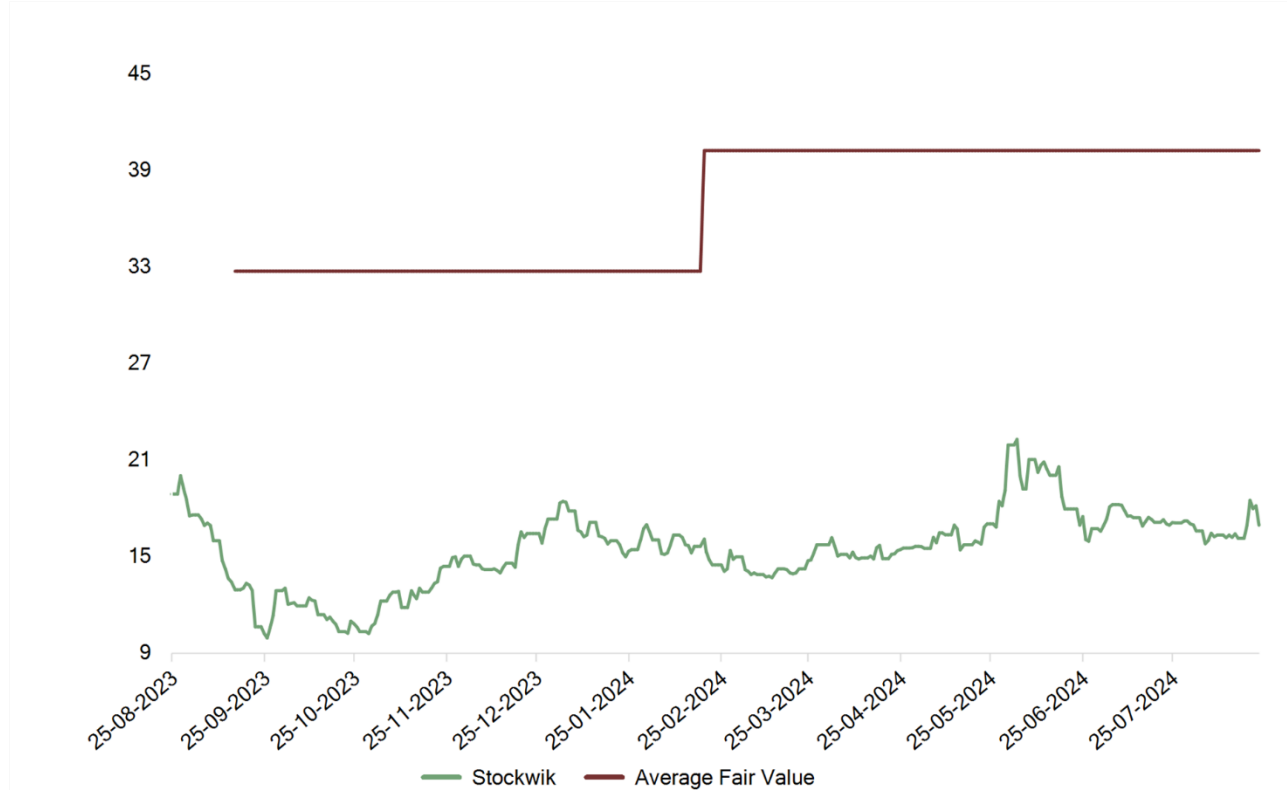
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	5,7x	4,9x	100x	Neg.	33,3x	Neg.	Neg.	8,4x	5,1x
P/EK	1,6x	1,4x	3,5x	2,1x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x
P/FCF	Neg.	100x	89,1x	Neg.	100x	26,3x	Neg.	9,2x	5,0x
FCF-yield	Neg.	0%	1%	Neg.	1%	4%	Neg.	11%	20%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,9x	0,9x	1,6x	1,4x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	21,2x	9,9x	18,8x	12,0x	6,0x	5,5x	5,5x	4,8x	4,5x
EV/EBIT, justerad	100x	25,1x	61,3x	26,9x	12,6x	13,2x	11,9x	8,7x	7,4x
EV	115	306	699	823	494	493	511	511	511
Aktiekurs	22,1	31,8	89,4	91,9	20,5	17,1	16,7	16,7	16,7

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 företagens 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