



## Investment case

Det är tydligt att trenden för att använda video som media 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 vald kundgrupp, stora företag använder video i marknadsföring och 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 och/eller från olika geografier. Tack vare Codemills produkter kan flera personer arbeta simultant i en webbvänlig version med mindre filstorlek än originalfilen.

Codemill har lyckats få 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 nyligen släppt nyheter om att fler av världens största techbolag valt deras produkter och att ett flertal kunder valt att utöka avtalen.

## 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 storbolag inom andra branscher som producerar eget videomaterial eller marknadsföringsbyråer. 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 media- och videomarknaden består värderingsgruppen av IT-konsulter, SaaS-bolag och företag med koppling till videomarknaden. Videobolagen är noterade på amerikanska börsen men vi anser att dessa ändå är relevanta eftersom drygt hälften av intäkterna kommer från USA och den typen av kunder.

IT-konsulterna värderas till ett snitt EV/S för 2023 på 1,2x vilket är lägst av de tre undergrupperna. Bland bolagen med video-koppling sticker Adobe ut som betydligt högre värderad med EV/S 2023 8,7x medan de andra, vilka är mer jämnt värderade, landar i snitt på 3,0x. Högst värderade är SaaS-bolagen där Lime är dyrast med EV/S 7,5x för 2023. Övriga har en jämnare värdering, med ett snitt på 5,8x för 2023. Med våra estimat handlar Codemill på EV/S 2023 1,3x. Tabeller och diagram med mer utförliga data finns i slutet av analysen.

## Prognosförändringar

Kvartalet kom in som vi förväntat oss. Codemill fortsätter sin starka tillväxt som vi räknat med, vi behåller därmed våra tillväxtestimat. Vi genomför dock förändringar rörande aktiverat eget arbete, avskrivningar samt personalkostnader. Vi sänker framtida aktiverat eget arbete något, vilket minskar avskrivningarna, samt sänker personalkostnaderna framöver. Minskningen av personalkostnaderna är större än minskningen av aktiverat eget arbete vilket ger en nettopositiv effekt på resultatet och vi höjer således vår förväntade EBITDA.

Nya estimat	2021	2022e	2023e	2024e
Omsättning	38	59	62	70
Tillväxt	18%	55%	6%	13%
EBITDA	(17)	3	16	17
EBITDA-marginal	-31,0%	3,5%	20,5%	19,9%
EPS (kr)	(2,1)	(0,9)	(0,0)	(0,0)

Tidigare estimat	2021	2022e	2023e	2024e
Omsättning	38	59	62	70
Tillväxt	18%	55%	6%	13%
EBITDA	(17)	(0)	15	16
EBITDA-marginal	-31,0%	3,5%	20,5%	19,9%
EPS (kr)	(2,1)	(1,2)	(0,3)	(0,2)

Förändring i %	2021	2022e	2023e	2024e
Omsättning	0%	0%	0%	0%
EBITDA	0%	n.a.	11%	3%
EPS	0%	n.a.	n.a.	n.a.

## Jämförelse tabell och diagram

Under det tredje kvartalet stod mjukvaruintäkterna för 53% av Codemills intäkter, och resterande 47% stod konsultverksamheten för. Ser vi till hur Codemill idag värderas handlar bolaget i paritet med konsultbolagen både för innevarande och kommande år. De svenska mjukvarubolagen handlar i dagsläget till mellan tre och sex gånger Codemills värdering. Blackbird är det noterade företag som vi identifierat som det mest lika Codemill. Det finns inga prognoser för bolagets utveckling, men vi kan konstatera att på LTM är Blackbird ungefär 20 gånger högre värderat än Codemill.

Värdering	MCAP (MSEK)	EV (MSEK)	EV / Sales			EV / EBITDA		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Codemill	78	76	1,5x	1,2x	1,2x	neg.	28x	4,6x
TietoEVRY	31 692	39 666	1,3x	1,3x	1,2x	7,8x	8,5x	7,5x
Knowit	7 307	7 783	1,3x	1,2x	1,1x	10,3x	9,5x	8,4x
Avid Technology, Inc.	12 925	14 628	3,3x	3,2x	2,9x	23,8x	15,9x	14,0x
Netflix, Inc.	1 050 744	1 164 385	3,5x	3,4x	3,2x	5,5x	17,3x	15,3x
Adobe Inc.	1 879 657	1 873 386	10,5x	9,9x	8,7x	25,3x	19,9x	17,6x
FormPipe Software	1 505	1 573	3,4x	3,2x	2,9x	17,6x	19,8x	13,4x
Upsales Technology	1 101	1 058	9,5x	8,1x	6,1x	45,6x	35,3x	22,0x
Lime Technologies	3 985	4 185	9,3x	8,7x	7,5x	32,3x	27,4x	23,3x
Vitec Software Group	13 925	14 576	8,6x	7,6x	6,6x	23,5x	21,3x	17,5x
Blackbird	916	761	29,5x	-	-	-	-	-

## Resultaträkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>69</b>	<b>77</b>	<b>86</b>
Övriga rörelseintäkter	2	3	4	2	2	2	1
<b>Totala intäkter</b>	<b>32</b>	<b>38</b>	<b>59</b>	<b>62</b>	<b>70</b>	<b>79</b>	<b>88</b>
Kostnad sålda varor	-6	-7	-5	-3	-5	-6	-7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>66</b>	<b>73</b>	<b>81</b>
Totala rörelsekostnader	-35	-48	-51	-43	-49	-56	-64
<b>EBITDA</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>3</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>3</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
Totala avskrivningar	-6	-10	-14	-16	-16	-16	-15
<b>EBITA, justerad</b>	<b>(9)</b>	<b>(17)</b>	<b>3</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>EBIT</b>	<b>-15</b>	<b>-28</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-15</b>	<b>-28</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
Finansnetto	-1	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-15</b>	<b>-28</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-15</b>	<b>-28</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
Total skatt	0	-1	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-16</b>	<b>-29</b>	<b>-12</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>-29</b>	<b>-12</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>

Källa: Codemill, EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-15	-28	-12	0	0	1	2
Övriga kassaflödesposter	5	10	13	16	16	15	14
Förändringar i rörelsekapital	5	2	-2	0	-1	-1	-1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-5</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>15</b>
Avyttringar	2	0	0	0	0	0	0
Övriga poster	0	-1	1	0	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-18</b>	<b>-34</b>	<b>-16</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Utdelningar	0	-4	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	44	60	0	0	0	0	0
Förvärv	0	-18	0	0	0	0	0
Förändringar av lån	-3	1	-2	-1	0	0	0
Övriga poster	-2	-4	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>24</b>	<b>1</b>	<b>-18</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-11</b>

Källa: Codemill, EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	0	17	15	14	12	10	8
Övriga immateriella tillgångar	35	36	39	41	40	38	35
Övriga anläggningstillgångar	0	1	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>35</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>52</b>	<b>48</b>	<b>43</b>
Kundfordringar	5	11	9	11	12	14	16
Övriga omsättningstillgångar	1	3	1	1	1	2	2
Likvida medel och kortfristiga placeringar	27	29	11	10	11	14	20
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>47</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>70</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>87</b>	<b>90</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	39	62	50	49	49	49	50
<b>Summa eget kapital</b>	<b>39</b>	<b>62</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>50</b>
Långfristiga räntebärande skulder	11	7	7	6	6	6	6
Övriga långfristiga skulder	2	2	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	2	2	2	2	2	2	2
Leverantörsskulder	3	3	3	3	4	4	4
Övriga kortfristiga skulder	0	0	1	1	1	1	1
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>19</b>	<b>28</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>33</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>70</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>87</b>	<b>90</b>

Källa: Codemill, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	18%	55%	6%	13%	12%	12%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	>100%	4%	1%	0%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	57%	100%	>100%	>100%	97%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	57%	96%	25%	>100%	>100%
Bruttomarginal	87,3%	89,3%	98,3%	98,0%	95,5%	94,9%	94,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	4,8%	26,7%	24,4%	22,0%	19,7%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	4,8%	26,7%	24,4%	22,0%	19,7%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,5%	1,3%	2,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,5%	1,3%	2,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,3%	1,3%

Källa: Codemill, EPB

## Avkastning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	2%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	2%	3%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	2%	5%

Källa: Codemill, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	15%	28%	16%	18%	18%	18%	18%
Leverantörsskulder / KSV	49%	45%	51%	88%	77%	66%	55%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	53%	58%	51%	66%	61%	56%	52%
Rörelsekapital / totala intäkter	-27%	-23%	-11%	-10%	-7%	-6%	-4%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,5x	1,0x	1,1x	1,2x	1,4x	1,5x

Källa: Codemill, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-14	-19	-2	-1	-2	-6	-11
Soliditet	55%	63%	60%	58%	57%	56%	56%
Nettoskultsättningsgrad	-0,4x	-0,3x	0,0x	0,0x	0,0x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,1x	-0,7x	-0,1x	-0,1x	-0,3x	-0,6x

Källa: Codemill, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-1,68	-2,12	-0,91	-0,04	-0,03	0,02	0,09
EPS, justerad	-1,68	-2,12	-0,91	-0,04	-0,03	0,02	0,09
FCF per aktie	-1,94	-2,51	-1,18	-0,05	0,07	0,26	0,40
Eget kapital per aktie	3,98	4,57	3,65	3,61	3,58	3,60	3,68
Antal aktier vid årets slut, m	9,71	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	9,30	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6

Källa: Codemill, EPB

## Värdering

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	362,7x	64,1x
P/EK	Neg.	2,2x	1,5x	1,5x	1,5x	1,5x	1,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	80,4x	21,1x	13,7x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	5%	7%
Direktavkastning	Neg.	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.	3,1x	1,2x	1,2x	1,0x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	27,9x	4,6x	4,3x	4,1x	3,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	195,1x	69,4x	32,4x
EV	Neg.	117	73	73	73	69	64
Aktiekurs	-	10,0	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5

Källa: Codemill, EPB

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)