



ERIK PENSER BANK

Penser Future | IT-tjänster | Sverige | 15 maj 2023

Codemill

Tillväxten drivs av mjukvaruintäkterna

Mjukvaruintäkterna driver tillväxten

Nettoomsättningen under Q1'23 ökade med 13% jämfört med samma kvartal föregående år och uppgick till 15,5 mkr (13,7). Tillväxten drivs främst av återkommande intäkter från licens- och supportavtal. Årstakten för de återkommande intäkterna uppgick till 29,9 mkr, vilket är cirka 16% högre än föregående år. Codemill rapporterar positivt EBITDA för tredje kvartalet i rad, vilket beror på ökad tillväxt samt att kostnadsbesparingsprogrammet fortsatt gått bra, OPEX har minskat med mer än 8% mätt på R12-basis. De minskade kostnaderna och ökade intäkterna har också varit positiva för kassaflödet från den löpande verksamheten, som återigen är positivt.

Höjer tillväxttakten och minskar kostnaderna för innevarande år

Trots att vissa projekt har fördröjts växer Codemill med 13% y/y. Intäkterna från nya avtal, i kombination med de förskjutna projekten, innebär att vi höjer vår nettoomsättning med 1,4% för innevarande år och behåller vår tidigare tillväxtprofil för kommande år. Kostnaderna för underkonsulter var betydligt lägre än förväntat, vilket leder till att vi sänker vår kostnadsprognos för 2023. Förändringarna får en positiv effekt på både omsättningen under prognosperioden och kostnaderna för innevarande år, vilket påverkar resultatet positivt.

Vunnit två nya stora avtal

Under det första kvartalet har Codemill vunnit två stora avtal. Ett av avtalen är ytterligare ett avtal med Amazon Studios och det andra stora avtalet är med Deutsche Bank UK.

| Estimatändring | | | | Prognos (mkr) | | | | Bedömning | |
|-----------------|------|-------|-------|---------------------|-------|-------|-------|-----------|----------------------|
| | 23e | 24e | 25e | | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | |
| Totala intäkter | 1,1% | 1,0% | 1,0% | Totala intäkter | 62 | 68 | 76 | 84 | Potential |
| EBITDA, just. | 8,3% | 11,0% | 9,1% | Tillväxt | 63% | 11% | 10% | 11% | Risk |
| EPS, just. | 8,5% | 29,9% | 95,1% | EBITDA, just. | 1 | 10 | 12 | 14 | Finansiell ställning |
| | | | | EBIT, just. | -13 | -5 | -2 | 1 | Historik & meriter |
| | | | | EPS, just. | -1,0 | -0,4 | -0,2 | 0,0 | |
| | | | | EPS-tillväxt, just. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | |
| | | | | EK/aktie | 3,6 | 3,1 | 2,9 | 2,9 | |
| | | | | Utdelning per aktie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| | | | | EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | 0,8% | |
| | | | | ROE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | |
| | | | | ROCE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | 1,4% | |
| | | | | EV/Sales | 1,0x | 1,2x | 1,1x | 1,0x | |
| | | | | EV/EBITDA | 66,7x | 8,2x | 6,8x | 5,8x | |
| | | | | EV/EBIT | - | - | - | 121,4x | |
| | | | | P/EK | 1,4x | 2,0x | 2,1x | 2,1x | |
| | | | | FCF yield | - | 0% | 4% | 8% | |
| | | | | Nettoskuld/EBITDA | -5,7x | -0,5x | -0,7x | -1,1x | |

| Kommande händelser | | | |
|--------------------|------------------|--|--|
| Q2 - rapport | 25 augusti 2023 | | |
| Q3 - rapport | 17 november 2023 | | |

| Bolagsfakta (mkr) | |
|----------------------------|-----------------|
| Antal aktier | 14m |
| Börsvärde | 83 |
| Nettoskuld | -4 |
| EV | 79 |
| Free float | 45% |
| Daglig handelsvolym, snitt | 20k |
| Bloomberg Ticker | CDMIL SS EQUITY |

| Analytiker | |
|----------------------|--|
| Hugo Lisjö | |
| Hugo.lisjo@penser.se | |

| Aktiekurs | |
|-----------|--------|
| | 6,1 kr |

| Grafik | |
|---|--|
| | |
| <p>CDMIL SS EQUITY</p> <p>OMX INDEX</p> | |

| Intressekonflikter | |
|--------------------|-----|
| | Yes |
| Likviditetsgarant | No |
| Certified adviser | ✓ |
| Transaktioner 12m | ✓ |

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 uppbygga 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 videokoppling sticker Adobe ut som betydligt högre värderad med EV/S 2023 8,9x medan de andra, vilka är mer jämnt värderade, landar i snitt på 4,2x. Bland SaaS-bolagen är Lime dyrast med EV/S 6,2x för 2023. Övriga har en jämnare värdering och snittet för gruppen är 5,6x 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.

Två nya storavtal

Under det första kvartalet har Codemill vunnit avtal med Deutsche Bank UK och fördjupat samarbetet genom ett nytt avtal med Amazon Studios. Avtalet med Deutsche Bank UK löper under 5 år och innefattar att Codemill ska utveckla Deutsches nya videosystem för egen produktion av rörlig media. Codemill är ansvariga för att leverera hela lösningen med allt från själva hårdvaran och installation, till mjukvaran för post production-hantering och Media Asset Management (MAM). Avtalet uppgår till totalt ca 15 mkr där ungefär 50% av intäkterna beräknas under 2023 och resterande 50% fördelas jämnt under återstående avtalstid. Anledningen till högre intäkter under 2023 beror på att det är då hårdvaran kommer att levereras.

Deutsche Bank UK har valt att ta produktionen in-house för att ha full kontroll över allt material och själva slutprodukten. Vi ser att resonemanget om att ta produktionen in-house inte bara gäller för Deutsche Bank eller banksektorn, utan för alla medelstora och stora företag oavsett bransch. Det blir allt viktigare att producera högkvalitativt rörligt material för att fortsätta vara relevant hos kunderna. Generellt sett ökar storleken på videofiler i takt med att kamerorna blir högre upplösta, vilket gör det svårt, om inte omöjligt, att skicka filerna mellan medarbetare. Därför krävs det att alla är på plats och arbetar on-premises eller använder specialanpassad mjukvara, likt Codemills produkter, för att kunna arbeta i molnet. Båda dessa trender driver efterfrågan på Codemills kunskap och produkter.

Codemill och Amazon Studios har samarbetat på olika sätt under flera år. I mars fördjupades samarbetet när Codemill fick i uppdrag att designa och utveckla Amazon Studios nästa generations plattform för media Supply Chain. Det intressanta med detta större avtal, på ca 8 miljoner kronor, är att det är en fortsättning på det tidigare UX- och UI-avtalet. Intäkterna från avtalet förväntas komma under slutet av 2023 och 2024.

Vi ser mycket positivt på avtalet och det fördjupade samarbetet med Amazon Studios, som är en av branschens ledande aktörer. Det visar att modellen med ett initialt UX-samarbete kan leda till fördjupade samarbeten och stärker vår tro på fördjupade samarbeten med andra UX-beställare, såsom Sky Media eller Pluto TV.

Prognosförändringar

Vi höjer tillväxtprognosen för innevarande år på grund av den starka tillväxten trots vissa projektfördröjningar och intäkterna från de tidigare nämnda avtalen. Vi behåller tillväxtprognosen för kommande år då vi ser en ökning av behovet och intresset för Codemills produkter och tjänster. Tillsammans med fortsatt god kostnadskontroll förväntar vi oss att ökningen av omsättning får en tydligt positiv effekt på EBITDA-marginalen.

Höjer omsättningstillväxten för innevarande år och behåller tillväxtprofilen under kommande år

| SEKm | Nya prognoser | | | Gamla prognoser | | | Förändring (%) | | |
|-----------------------------------|---------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|----------------|---------------|---------------|
| | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| Nettoomsättning | 66,5 | 73,8 | 82,0 | 65,6 | 73,0 | 81,2 | 1,4% | 1,0% | 1,0% |
| Kostnad sålda varor | -7,7 | -9,4 | -10,6 | -8,3 | -9,4 | -10,5 | -7,3% | 0,1% | 1,0% |
| Personalkostnader | -48,6 | -50,4 | -53,7 | -48,6 | -50,9 | -54,1 | 0,0% | -0,8% | -0,7% |
| Övriga rörelseintäkter/-kostnader | -2,4 | -3,9 | -5,7 | -1,8 | -3,9 | -5,7 | 33,3% | 0,2% | -0,8% |
| EBITDA, justerad | 9,7 | 11,8 | 13,6 | 9,0 | 10,6 | 12,5 | 8,3% | 11,0% | 9,1% |
| Just. EBITDA-marginal | 14,7% | 15,9% | 16,6% | 13,7% | 14,5% | 15,4% | 0,9 pp | 1,4 pp | 1,2 pp |

Källa: Codemill, EPB

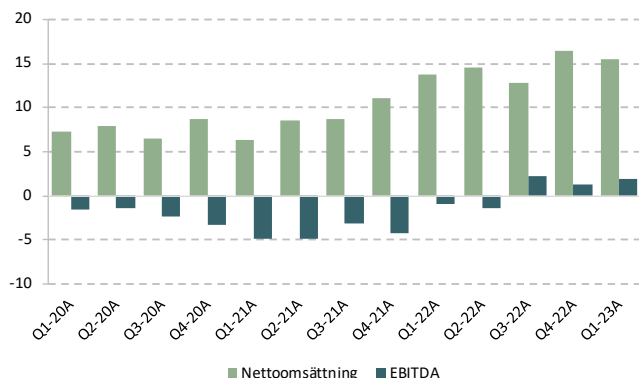
Jämförelsetabell

Under det fjärde kvartalet stod återkommande mjukvaruintäkter för ungefär 48% av Codemills intäkter, resterande 52% stod konsultverksamheten för. Ser vi till hur Codemill idag värderas handlar bolaget strax under konsultbolagen för kommande år. Svenska mjukvarubolag handlas till multiplar som är ungefär 3-7x högre än Codemills. Bolagets närmsta peer, Blackbird noterat i UK, har inga prognoser för kommande år, men är i dagsläget ungefär 5x högre värderat än Codemill.

| Värdering | MCAP (MSEK) | EV (MSEK) | EV / Sales | | | EV / EBITDA | | |
|-----------------------|----------------|--------------|------------|-------|------|-------------|-------|-------|
| | | | LTM | 2022 | 2023 | LTM | 2022 | 2023 |
| Codemill | 83 | 79 | 1,1x | 0,9x | 0,9x | (5,0x) | (94x) | 4,8x |
| TietoEVERY | 35 775 | 43 231 | 1,3x | 1,3x | 1,3x | 8,0x | 8,2x | 7,9x |
| Knowit | 5 537 | 6 599 | 0,9x | 1,0x | 0,9x | 8,5x | 8,7x | 8,1x |
| Avid Technology, Inc. | 9 248 | 11 147 | 2,6x | 2,6x | 2,4x | 18,9x | 13,2x | 11,1x |
| Netflix, Inc. | 1 567 899 | 1 662 556 | 5,0x | 5,1x | 4,7x | 7,9x | 24,5x | 22,2x |
| Adobe Inc. | 1 596 719 | 1 580 794 | 8,5x | 8,7x | 7,9x | 22,1x | 17,3x | 16,1x |
| FormPipe Software | 1 372 | 1 405 | 2,9x | 2,9x | 2,7x | 17,8x | 19,5x | 13,0x |
| Upsales Technology | 1 024 | 951 | 7,0x | 7,4x | 6,3x | 25,3x | 26,4x | 22,1x |
| Lime Technologies | 3 494 | 3 657 | 7,1x | 7,4x | 6,4x | 25,2x | 23,8x | 20,4x |
| Vitec Software Group | 20 845 | 21 813 | 10,2x | 11,0x | 8,2x | 26,9x | 30,7x | 22,5x |
| Blackbird | 321 | 195 | 5,2x | - | - | - | - | - |

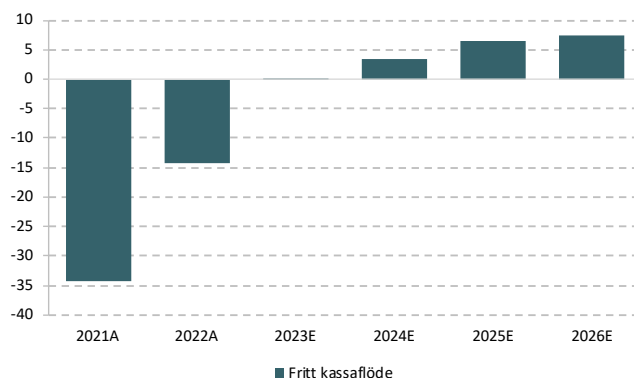
Källa: EPB, Factset 2023-05-12

Nettoomsättning och EBITDA per kvartal



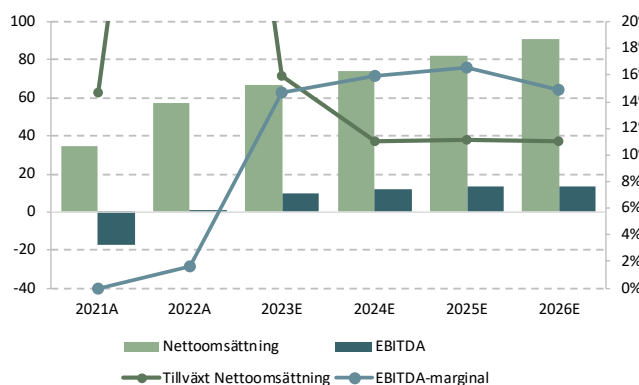
Källa: Codemill, EPB

Prognoser över Codemills fria kassaflöden



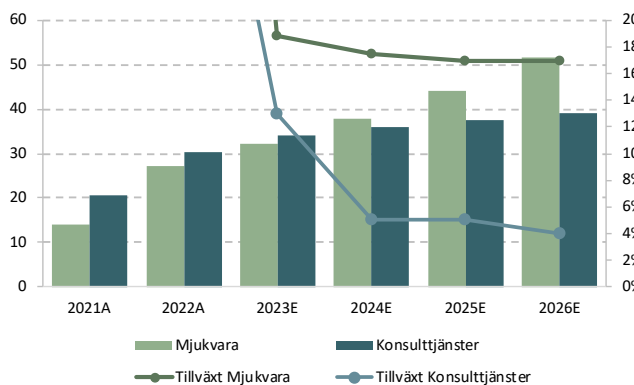
Källa: Codemill, EPB

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, mkr



Källa: Codemill, EPB

Prognostiserade intäkter och tillväxt per segment, mkr



Källa: Codemill, EPB

Resultaträkning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Nettoomsättning | 30 | 35 | 57 | 66 | 74 | 82 | 91 |
| Övriga rörelseintäkter | 2 | 3 | 4 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| Totala intäkter | 32 | 38 | 62 | 68 | 76 | 84 | 92 |
| Kostnad sålda varor | -6 | -7 | -7 | -8 | -9 | -11 | -12 |
| Bruttoresultat | 26 | 31 | 55 | 61 | 66 | 73 | 81 |
| Försäljningskostnader | -38 | -49 | -50 | -49 | -50 | -54 | -59 |
| Övriga rörelsekostnader | 3 | 1 | -3 | -2 | -4 | -6 | -8 |
| EBITDA | -9 | -17 | 1 | 10 | 12 | 14 | 14 |
| EBITDA, justerad | -9 | -17 | 1 | 10 | 12 | 14 | 14 |
| EBITA, justerad | -9 | -17 | 1 | 10 | 12 | 14 | 14 |
| EBIT | -15 | -28 | -13 | -5 | -2 | 1 | 1 |
| EBIT, justerad | -15 | -28 | -13 | -5 | -2 | 1 | 1 |
| Finansnetto | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultat före skatt | -15 | -28 | -14 | -6 | -2 | 0 | 1 |
| Resultat före skatt, justerad | -15 | -28 | -14 | -6 | -2 | 0 | 1 |
| Total skatt | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat | -16 | -29 | -14 | -6 | -3 | 0 | 1 |
| Nettoresultat, justerad | -16 | -29 | -14 | -6 | -3 | 0 | 1 |
| Intäktstillväxt | - | 18% | 63% | 11% | 10% | 11% | 11% |
| Bruttomarginal | 87,3% | 89,3% | 95,5% | 91,3% | 89,6% | 89,0% | 88,6% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 0,8% | 1,6% |
| EPS, justerad | -1,68 | -2,12 | -1,00 | -0,41 | -0,20 | 0,00 | 0,05 |
| EPS-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |

Källa: Codemill, EPB

Kassaflödesanalys

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| EBIT | -15 | -28 | -13 | -5 | -2 | 1 | 1 |
| Övriga kassaflödesposter | 5 | 10 | 13 | 14 | 13 | 12 | 11 |
| Förändringar i rörelsekapital | 5 | 2 | 0 | 1 | 2 | 3 | 3 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | -5 | -16 | 0 | 10 | 13 | 15 | 16 |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | -13 | -18 | -14 | -10 | -10 | -9 | -8 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | 0 | -1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -13 | -19 | -14 | -10 | -10 | -9 | -8 |
| Fritt kassaflöde | -18 | -34 | -14 | 0 | 4 | 7 | 8 |
| 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 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| Utdelningar | 0 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga poster | -2 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | 42 | 36 | -2 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | 24 | 1 | -16 | -1 | 4 | 7 | 8 |
| Nettoskuld | -14 | -19 | -5 | -5 | -9 | -15 | -23 |

Källa: Codemill, EPB

Balansräkning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | |
| Goodwill | 0 | 17 | 15 | 14 | 12 | 10 | 8 |
| Övriga immateriella tillgångar | 35 | 36 | 37 | 35 | 32 | 30 | 28 |
| Övriga anläggningstillgångar | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa anläggningstillgångar | 35 | 53 | 53 | 49 | 44 | 40 | 36 |
| Kundfordringar | 5 | 11 | 12 | 13 | 14 | 16 | 17 |
| Övriga omsättningstillgångar | 3 | 6 | 6 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 27 | 29 | 12 | 11 | 15 | 21 | 29 |
| Summa omsättningstillgångar | 35 | 45 | 30 | 32 | 38 | 47 | 57 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 70 | 99 | 83 | 81 | 82 | 87 | 93 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | |
| Eget kapital | 39 | 62 | 49 | 43 | 40 | 40 | 41 |
| Summa eget kapital | 39 | 62 | 49 | 43 | 40 | 40 | 41 |
| Långfristiga räntebärande skulder | 11 | 7 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Övriga långfristiga skulder | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Summa långfristiga skulder | 13 | 9 | 7 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Kortfristiga räntebärande skulder | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Leverantörsskulder | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| Övriga kortfristiga skulder | 14 | 22 | 23 | 27 | 31 | 36 | 41 |
| Summa kortfristiga skulder | 19 | 28 | 28 | 32 | 37 | 42 | 47 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 70 | 99 | 83 | 81 | 82 | 87 | 93 |

Källa: Codemill, EPB

Tillväxt och marginaler

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Intäkstillväxt | - | 18% | 63% | 11% | 10% | 11% | 11% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | >100% | 21% | 16% | 0% |
| EBIT-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | >100% |
| EPS-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| Bruttomarginal | 87,3% | 89,3% | 95,5% | 91,3% | 89,6% | 89,0% | 88,6% |
| EBITDA-marginal | Neg. | Neg. | 1,6% | 14,7% | 15,9% | 16,6% | 14,9% |
| EBITDA-marginal, justerad | Neg. | Neg. | 1,6% | 14,7% | 15,9% | 16,6% | 14,9% |
| EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 0,8% | 1,6% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 0,8% | 1,6% |
| Vinst-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 0,8% |

Källa: Codemill, EPB

Avkastning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 2% |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 1% | 3% |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 2% | 7% |

Källa: Codemill, EPB

Kapitaleffektivitet

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Kundfordringar / totala intäkter | 15% | 28% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Leverantörsskulder / KSV | 49% | 45% | 44% | 43% | 42% | 36% | 33% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 46% | 50% | 46% | 55% | 57% | 59% | 60% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | -27% | -23% | -14% | -14% | -15% | -17% | -18% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,6x | 0,5x | 1,1x | 1,4x | 1,7x | 1,8x | 2,0x |

Källa: Codemill, EPB

Finansiell ställning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | -14 | -19 | -5 | -5 | -9 | -15 | -23 |
| Soliditet | 55% | 63% | 59% | 53% | 49% | 46% | 44% |
| Nettoskulsättningsgrad | -0,4x | -0,3x | -0,1x | -0,1x | -0,2x | -0,4x | -0,6x |
| Nettoskuld / EBITDA | 1,6x | 1,1x | -5,7x | -0,5x | -0,7x | -1,1x | -1,7x |

Källa: Codemill, EPB

Aktiedata

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | -1,68 | -2,12 | -1,00 | -0,41 | -0,20 | 0,00 | 0,05 |
| EPS, justerad | -1,68 | -2,12 | -1,00 | -0,41 | -0,20 | 0,00 | 0,05 |
| FCF per aktie | -1,94 | -2,51 | -1,04 | 0,00 | 0,26 | 0,48 | 0,55 |
| 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 | 3,13 | 2,93 | 2,92 | 2,97 |
| 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, EPB

Värdering

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|------|------|-------|----------|-------|--------|--------|
| P/E, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 119,9x |
| P/EK | Neg. | 2,2x | 1,4x | 2,0x | 2,1x | 2,1x | 2,1x |
| P/FCF | Neg. | Neg. | Neg. | 4 148,5x | 23,7x | 12,6x | 11,0x |
| FCF-yield | Neg. | Neg. | Neg. | 0% | 4% | 8% | 9% |
| 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 | 1,0x | 1,2x | 1,1x | 1,0x | 0,9x |
| EV/EBITDA, justerad | Neg. | Neg. | 66,7x | 8,2x | 6,8x | 5,8x | 5,8x |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 121,4x | 56,0x |
| EV | Neg. | 117 | 63 | 79 | 79 | 79 | 79 |
| Aktiekurs | - | 10,0 | 5,0 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,1 |

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.

Estimat och risk

Penser Future-analyser innehåller ingen riktkurs eller ett motiverat värde, 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.

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 Future" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här för mer information om tjänsten](#) och [här för mer information om hur bedömningsprocessen går till](#).

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 Future.

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