

Initieringsanalys

OBSERVIT AB

Observit utvecklar och säljer en mjukvarulösning för kameraövervakning med operatörer av publika transporter som huvudsaklig kundgrupp. I dag är cirka 38 000 kameror uppkopplade mot bolagets lösning. Avsikten är nu att expandera till betydligt större marknader i Europa som Tyskland, Frankrike och Storbritannien.

VD: Björn Callenfors
 SO: Fredric Forsman
www.observit.com

Lista: NA
 Senast: NA SEK
 Marknadsvärde: NA MSEK
 Enterprise value: NA MSEK

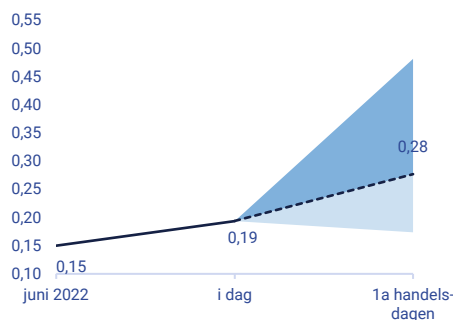
Bloomberg: NA:SS
 Refinitiv Eikon: NA.ST

AKTIEUTVECKLING

	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	NA	NA	NA	NA

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERING VID FÖRSTA HANDELSDAGEN, BASSCENARIO



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	0,17	0,28	0,48
Upp-/nedsida (%)	NA	NA	NA

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity research

Christopher Solbakke
 Equity Analyst

Lönsamt mjukvarubolag lägger in nästa växel

Mjukvarubolaget Observit har utvecklat ett managementsystem för stora nätverk av trygghetskameror med fokus på kollektivtrafik. Bolaget har en marknadsledande position i Sverige med kunder som Nobina. Med ett starkt team ska expansion, merförsäljning och ett nytt kundsegment driva tillväxten. Som noterat bolag beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 0,28 kronor.

En modern och smart lösning som effektiviserar arbete och processer

Bolagets managementsystem/VMS är utvecklad för att underlätta hantering av stora nätverk av övervakningskameror i eller på fordon. Den är också utvecklad för att effektivisera processer för åtkomst och överföring av videomaterial. Med mjukvarans funktionalitet kan bussoperatörer reducera kostnader för kameraövervakning ombord på bussar med upp mot 55%, då jämfört med konkurrensen i form av moderna men traditionella lösningar.

Sedan 2016, då mjukvarulösningen lanserades i en första version, har Observit växt antal licenser till fordon från cirka 10 800 till drygt 36 400. Det motsvarar en årlig tillväxttakt på 22,4%. Historiskt har Sverige (och till viss del även övriga Norden) legat i fokus. Vi uppskattar bolagets marknadsandel inom kollektivtrafik med buss i Sverige till 35–45%. I kundbasen finns stora aktörer som Nobina, Arriva och Koelis. Detta påvisar styrkan i erbjudandet liksom kundnyttan. Parallellt med stark intäkstillväxt har bolaget varit lönsamt sedan räkenskapsåret 2014/15.

Accelererad tillväxt med geografisk expansion och adderat kundsegment

Vi tror att den främsta tillväxtdriven över tid kommer vara den geografiska expansionen med bussoperatörer som säljpartners. Det med anledning av att marknadspotentialen ökar med faktor 18x vilket möjliggör för fler vunna affärer. Samtidigt är försäljningscyklerna långa med upphandlingsförfaranden av trafikavtal som löper mellan 1–4 år, från anbud till tilldelning och trafikstart. Därför räknar med att den geografiska expansionen börjar bära frukt under 2024–2025 och framåt.

Med en tredubblad säljstyrka i Sverige tror vi att de främst tillväxtdrivarna i det kortare perspektivet kommer att vara (i) merförsäljning av tilläggstjänster till befintliga operatörskunder och (ii) det nya kundsegmentet inom kommersiell transport. Det med anledning av en attraktiv produktportfölj med värdeskapande tilläggstjänster till högre prissättning och de betydligt kortare säljcyklerna.

I ett basscenario räknar vi med återkommande mjukvaruintäkter (ARR) om 17,0 MSEK vid utgången av 2023, motsvarande en tillväxt om 18,8%. 2023 räknar vi med en nettoomsättning (inkl. hårdvara) om 45,1 MSEK som i genomsnitt växer med 39,1% fram till 2027 och med 26,4% fram till det sista prognosåret 2032. Parallellt ökar EBITDA-marginalen från 11,9% 2022 till 16,5% 2027 och 25,1% till 2032. Vid detta tillfälle utgörs nettoomsättningen till 35,3% av mjukvaruintäkter och ARR uppgår till cirka 147 MSEK.

Värdering per den första handelsdagen

Vid första handelsdagen beräknas ett motiverat värde på 0,28 kronor per aktie. Det genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering. Vår värdering motsvarar en EV/Sales 2023 på 3,4x och en EV/EBITDA 2023 på 26,1x och 17,9x 2024.

Nyckeltal (MSEK)

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Mjukvaruintäkter*	13,9	15,2	18,5	23,4	31,2	42,6
ARR (mjukvara)*	14,3	17,0	20,9	27,0	36,5	49,9
Nettoomsättning	36,7	45,1	60,0	86,8	133,7	191,0
Bruttoresultat	23,0	25,5	31,2	40,2	54,6	73,8
EBITDA	5,0	5,9	8,6	13,4	21,6	32,3
EBIT	2,3	3,2	5,7	10,3	18,3	28,8
EBT	2,2	3,2	5,7	10,3	18,3	28,8
Vinst per aktie (kr)	0,00	0,00	0,01	0,01	0,03	0,04
Tillväxt, nettooms.	49%	23%	33%	45%	54%	43%
Bruttomarginal	54,9%	51,3%	48,3%	44,0%	39,5%	37,7%
EBITDA-marginal	11,9%	11,8%	13,3%	14,6%	15,6%	16,5%
EBIT-marginal	5,4%	6,4%	8,8%	11,3%	13,2%	14,7%

*2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Innehållsförteckning

Investment case	3
Lönsamt mjukvarubolag expanderar i Europa	3
Antaganden och prognoser.....	4
Värdering.....	5
Risker och utmaningar	6
Långa processer och stora kundavtal.....	6
Introduktion till bolaget	8
I framkanten för mobil videoövervakning	8
Trygghetskameror i kollektivtrafik.....	13
Observit gör det smartare.....	15
Affärsutveckling och tillväxt	17
Ledning, ägare och aktieutveckling.....	19
Marknader och sektorkollegor	21
Två marknader.....	21
Sektorkollegor.....	25
Finansiell historik och Carlsquare prognoser.....	27
Finansiell historik och prognoser	27
Värdering som noterad aktie.....	33
Motiverat värde inom ett intervall	33
Nyckeltal och räkenskaper	36
Friskrivning.....	39

Investment case

Med en marknadsledande position i Sverige har Observit påvisat sin förmåga liksom erbjudandets styrka. Förutsättningarna är således goda för en lyckosam expansion till de stora marknaderna i Europa, vilket vi tror kommer driva tillväxten över tid. I det lite kortare perspektivet räknar vi med att tillväxten drivs av merförsäljning samt det nya kund-segmentet, kommersiell transport. Som noterat bolag beräknas ett motiverat om 0,28 kronor per aktie.

Lönsamt mjukvarubolag expanderar i Europa

Caset bygger i huvudsak på (i) en lyckad geografisk expansion till de betydligt större marknaderna i Europa och (ii) framgångsrik merförsäljning och utrullning av erbjudandet till kund-segmentet kommersiell transport. Tillväxt medför en ökad andel återkommande mjukvaruintäkter, vilket tillsammans med skalbarhet skapar bra utsikter för god lönsamhet över tid. Värderingen om 0,28 kronor per aktie avser den första handelsdagen och caset förutsätter således att aktien noteras.

- **Starkt erbjudande med påvisat värde.** Sedan lanseringen av lösningen till kollektivtrafik 2016 har Observit flerdubblat antalet mjukvarulicenser till kollektivtrafik med buss. Bolaget har väletablerade kunder som Nobina, Arriva och Kolis. Historiken påvisar således styrkan i bolagets erbjudande till kollektivtrafik med buss. Tillväxt har åtnjutits parallellt med ett positivt och växande resultat, vilket även påvisar bolagets förmågor, strategi och modell.
- **Expansion ökar marknadspotentialen med faktor 18x.** Med en påvisat attraktiv tjänst skall bolaget approacha nya och betydligt större marknader i Europa, så som Tyskland, Frankrike och Storbritannien. Detta ökar marknadspotentialen med faktor 18,1x. Starka referenser ökar sannolikheten för en lyckosam expansion som antas driva bolagets framtida tillväxt. Dock är det långa försäljningscykler med trafikupphandlingar som den stora flaskhalsen. Därför räknar vi med att den internationella expansionen börjar bära frukt och synas i resultaträkning först under 2024–2025.
- **Merförsäljning och nytt kundsegment med högre prissättning.** Bolaget har adapterat värdeskapande tilläggstjänster som möjliggör för merförsäljning till befintliga operatörskunder. Ett antal kunder är redan uppkopplade samtidigt som piloter med nya kunder är i gång. Vidare, genom förvärv har bolaget snabbt etablerat ett erbjudande till kommersiell transport. Det utökar marknadspotentialen markant. Med anpassad funktionalitet är även prissättningen mer attraktiv, nära det dubbla, då jämfört med lösningen till kollektivtrafik. Merförsäljning och nytt kundsegment tror vi kan driva tillväxten i det kortare perspektivet.
- **Återkommande mjukvaruintäkter med hög marginal.** Initialt när tillväxttakten tilltar kommer andelen hårdvaruintäkter att växa. Givet en låg bruttomarginal på hårdvara kommer detta hålla tillbaka marginalen. Dock över tid när andelen återkommande mjukvaruintäkter ökar kan marginalen stiga i rask takt.
- **Värdering, förutsatt notering av aktien.** I ett basscenario räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 39,1% över de kommande fem åren. Fram till 2032 räknar vi med att bruttomarginalen kan komma upp mot 49,9% och EBITDA-marginalen till 25,1%. Förutsatt att aktien noteras och tas upp till handel beräknas ett motiverat värde per aktie till 0,28 kronor. Det motsvarar en EV/Sales 2023 om 3,4x och EV/EBITDA 2024 på 17,7x.

I dag är bussoperatören Nobina bolagets största kund.

Bolagets nettoomsättning består av hårdvaruintäkter, återkommande mjukvaruintäkter samt en begränsad mängd återkommande serviceintäkter.

Den senaste transaktionen genomfördes i juni 2022 till en värdering om 81 MSEK.

Antaganden och prognoser

Geografisk expansion driver tillväxten

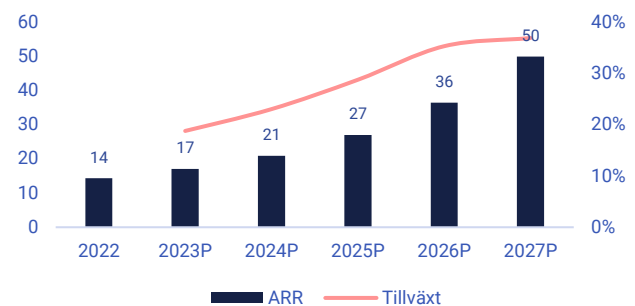
Under 2023 räknar vi med en nettoomsättning på cirka 45 MSEK, motsvarande en tillväxt på 22,9%. Detta förutsätter lyckosam merförsäljning, piloter och lansering till kund-segmentet kommersiell transport. Med långa processer för trafikupphandlingar räknar vi med att den geografiska expansionen bär frukt under 2024–2025 och framåt. Över de fem kommande åren, 2023–2027, räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt på 39,1%. Vid 2027 räknar vi med att återkommande mjukvaruintäkter på årsbasis (ARR) uppgår till cirka 50 MSEK. ARR ökar till cirka 147 MSEK till utgången av det sista prognosåret, 2032. Vid samma tillfälle har bolaget en uppskattad marknadsandel på de initiala huvudmarknaderna (Norden plus DE, FR och UK) inom kollektivtrafik med buss om 12,5%.

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



Fördelningen under 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

ARR (MSEK) och tillväxt (%)

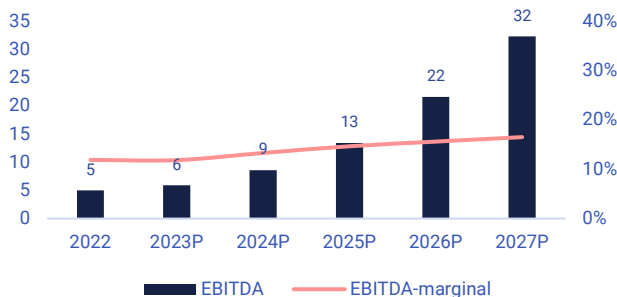


ARR per 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Förbättrad lönsamhet och positivt kassaflöde

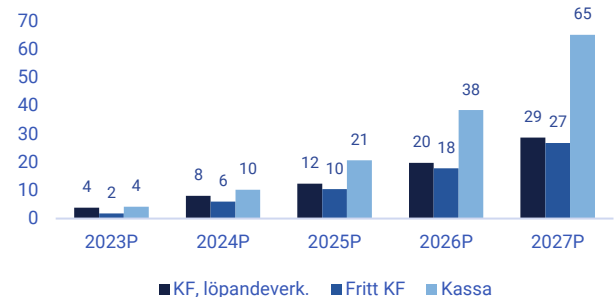
Vi räknar med ett nära oförändrat EBITDA-resultat under 2023 om 5,9 MSEK, motsvarande en marginal om 11,8%. Med en skalbar strategi för den geografiska expansionen räknar vi med att EBITDA-marginalen kan öka upp mot 16,5% fram till utgången 2027 och 25,1% fram till 2032.

EBITDA (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vidare räknar vi med ett positivt fritt kassaflöde under 2023 om cirka 2 MSEK, som över tid ökar med ett förbättrat resultat. I vårt scenario kommer bolaget således inte behöva genomföra någon form av kapitalisering. Dock finns möjligen behov av att stärka upp rörelsekapitalet. Möjligen via lån.

Värdering

Värdering driven av goda tillväxtutsikter och lönsamhet

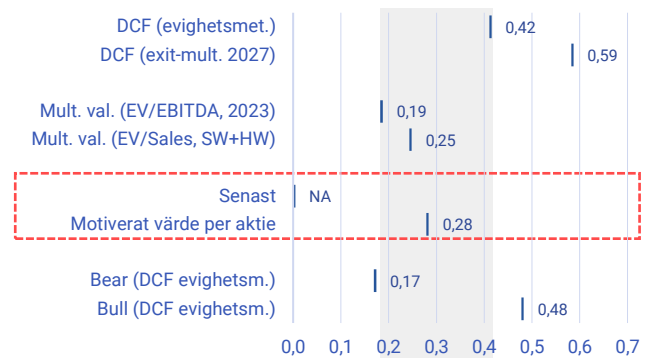
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat aktievärde till 156 MSEK, motsvarande 0,28 kronor per aktie. Vår värdering förutsätter att aktien tas upp till handel. Innan första handelsdag beräknas det motiverade aktievärdet till 109 MSEK (30% rabatt – 0,20 kronor per aktie). Värderingen bygger på en stark tillväxt under de kommande åren. Den geografiska expansionen är den främsta tillväxt drivaren över tid.

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

Valuta, SEK		1,0
EV/Sales, 2023 MV+HV	SEK	0,25
EV/EBITDA, 2023	SEK	0,19
DCF-värdering	SEK	0,42
Motiverat värde per aktie	SEK	0,28
Möjlig upp-/nedsida		NA
Aktier, full finansiering och utspädning	M	549
Aktievärde	MSEK	156
Kassa (senast kv-rapport)	MSEK	2,3
Skuld (senast kv-rapport)	MSEK	0,0
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	0
EV	MSEK	154

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

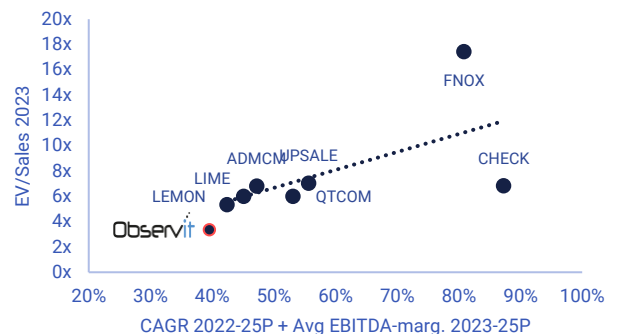
Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel 2023 på 3,4x and 10,1x mjukvaruintäkter 2023. Referensgruppen bestående av SaaS-bolag handlas i dag till en EV/Sales 2023 om 6,9x. Vår värdering motsvarar en EV/EBITDA 2023 på 26,1x och 17,9x 2024. SaaS-bolag handlas till en EV/EBITDA-multipel 2023 om 20,2x. Bolaget värderas således med en premie i förhållande till denna referensgrupp. Premien motiveras av starka tillväxtutsikter liksom marginalexpansion givet ökad andel mjukvaruintäkter och skalbarhet i tillväxtstrategin. EV/EBITDA 2024 är 17,9x.

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2022	2023P	2024P	2025P
EV/Sales	4,2x	3,4x	2,6x	1,8x
EV/mjukvaruint.	11,1x	10,1x	8,3x	6,6x
EV/EBITDA	30,8x	26,1x	17,9x	11,5x
EV/EBIT	67,3x	47,9x	26,9x	14,9x
P/E	145,4x	61,2x	34,4x	19,0x

Källa: Carlsquare prognoser

Implicit EV/Sales jämfört med SaaS-referensgrupp



Observit EV/Sales-multipel avser mjukvaruintäkter. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

I ett mer optimistiskt Bull-scenario modellerar vi med en CAGR, 2022–2032, på 27,7% (bas 26,4%) och en justerad EBITDA-marginal 2032 på 25,4% procent (bas 24,2%). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 0,48 kronor. I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi en CAGR, 2022–2032, på 21,2% och en EBITDA-marginal 2032 på 16,4%. I Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 0,17 kronor.

Risker och utmaningar

Som alla företag är Observit utsatt för risker och utmaningar. Den största risken som vi ser det är kopplad till osäkerhet kring bolagets expansionsplaner och att den finansiella utvecklingen inte faller ut i linje med våra antaganden. Vidare är bolaget i dag beroende av stora avtal, så som Stockholms innerstad. Detta trafikavtal skall handlas upp på nytt under 2024.

Långa processer och stora kundavtal

Upphandlingar långa processer

Den största möjligheten för bolaget till försäljning till bussoperatörer är enligt vår bedömning i samband med upphandling av trafikavtal. Dessa upphandlingar är långdragna processer som mellan anbud och trafikstart kan vara över 1–4 år. Detta gör att våra antaganden förutsätter att bolaget är med i anbud på nya marknader redan nu. Expansionsplanerna är förknippade med osäkerhet som minskar när bolaget kan meddela om sin första större affär utanför Norden.

Avsaknad av historik kring försäljning till nytt kundsegment i Norden

I det kortare perspektivet räknar vi med att det nya kundsegmentet kommersiell transport är en viktig tillväxt drivare. Bolaget är i dag i huvudsak aktiva i Storbritannien med denna lösning. Således finns en del osäkerhet förknippat med att denna tjänst nu skall tas till Norden och övriga Europa. Tid för att bearbeta marknaden och att få affärsavslut kan vara längre än vad vi räknar med. I ett sådant scenario kommer tillväxten i det kortare perspektivet inte att komma upp i de nivåer som vi räknar med. Denna risk kommer givetvis ned när bolaget kan visa på en positiv utveckling.

Churn och viktiga avtal, inkluderat Stockholms innerstad

Bolagets kontrakt med kund löper typiskt sett under 3 år. Dock löper ett trafikavtal typiskt sett under 10+2 år. Vi bedömer risken för kundbortfall under pågående trafikavtal som låg. Risk för kundbortfall är som störst när trafikavtalet löper ut och skall upphandlas igenom.

Trafikavtalet för kollektivtrafik med buss i delar av Stockholms innerstad drivs i dag av Nobina (och Koelis). Avtalet skall upphandlas på nytt under 2024. Skulle Nobina tappa det avtalet finns det en risk att Observit också tappar en stor andel av sina befintliga avtal. Dock skall noteras att tre bolaget typiskt sett är med i anbud från Nobina, Koelis och VR (tidigare Arriva). Det medför att sannolikheten kan bedömas som låg för att Observit skulle tappa just detta trafikavtal.

Ett viktigt försprång

Bolagets systemstruktur är svår att patentera och går således att replikera. Således är det viktigt att bolaget nyttjar sitt "first mover advantage" och fortsätter ta marknadsandelar under den tiden som konkurrerande lösningar ligger efter. Parallellt är det viktigt att bolaget fortsätter fokusera på kundnytta och utveckla sitt erbjudande med funktionalitet i linje med vad som efterfrågas.

Begränsade finanser

Per utgången av 2022 hade Observit en kassa om 2,3 MSEK. I vårt scenario behöver bolaget inte genomföra någon ytterligare kapitalisering för att finansiera tillväxtplanerna. Negativa avvikelser från våra antaganden kan förändra situationen. Dock har bolaget sedan en lång tid tillbaka varit EBITDA-positiva vilket sannolikt öppnar upp för lån.

Vi har inte haft tillgång till något kassaflöde för 2022 efter konsolidering av de förvärvade bolaget.

Utveckling

Parallellt efterfrågas smart funktionalitet byggt på maskininlärning/AI. För detta är bolagets lösning begränsad som det ser ut i dag. Det då kamerahårdvaran begränsar beräkningskapacitet. Således behöver bolaget kontinuerligt fortsätta den tekniska utvecklingen för att vara attraktiva över tid. Vi räknar med att utvecklingsarbete om cirka 2 MSEK per år tas upp som investeringar i kassaflödet och balansräkningen.

Samtidigt skall noteras att bolagets lösning för kommersiell transport innefattar smart funktionalitet baserat på AI som automatiskt anonymiserar känslig information. Observit har också sedan en längre tid tillbaka utvecklat programvara för personräknare. Denna lösning ställer högre krav på hårdvaran och är således inte en del av den huvudsakliga lösningen.

Möjligt överhäng av investerare som vill ur

Vår värdering avser första handelsdagen för Observit-aktien. Observit knoppades av från SpectrumOne och delades ut till dess aktieägare i slutet av juni 2022. Det innebär att det kan finnas investerare som inte önskar behålla sina poster och således säljer av när tillfälle ges. Det medför således att det kan finnas ett initialt överhäng av säljintressen som får aktiekursen att kraftigt avvika från dess fundamentala värde. Det skapar dock möjligheter för nya investerare med långsiktiga intressen att ta position i aktien.

Introduktion till bolaget

Mjukvarubolaget Observit har utvecklat ett manageringssystem för mobil kameraövervakning inom kollektivtrafik med buss. Marknaden är i behov av modernisering och effektivisering – det är här Observit kommer in. Inom kollektivtrafik med buss är Observit marknadsledande i Sverige, vilket påvisar värdet i erbjudandet. Framledes skall tilltagande tillväxt och förbättrat resultat drivas av en geografisk expansion, merförsäljning till bussoperatörer samt det nya kund-segmentet, kommersiell transport.

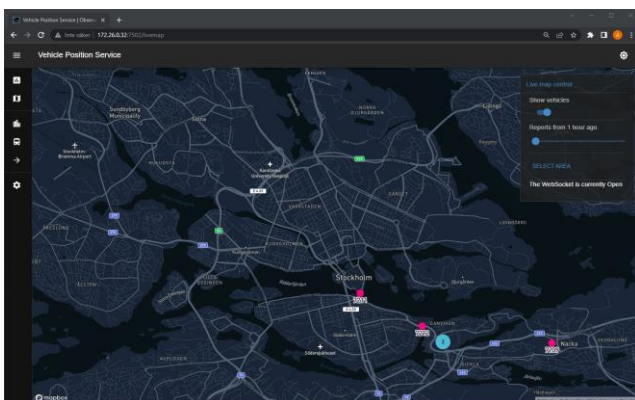
I framkanten för mobil videoövervakning

Mjukvarubolaget Observit grundades 1996 och har sedan 2010 fokuserat på mobil videoövervakning inom kollektivtrafik med bussar. Bolagets molnbaserade programvara, byggd på en edge computing IT-lösning, är ett centralt manageringssystem, eller VMS (Video Management System), för systemövervakning och administration. Det är också ett arbetsverktyg för hantering, överföring och uppspelning av videomaterial från stora nätverk av trygghetskameror. Mjukvaran har utvecklats för att effektivisera arbetsflöden och processer med hjälp av modern teknologi och intelligenta lösningar. I kundbasen finns stora välkända bussoperatörer som Nobina, Koelis och Arriva och andra transporttunga kunder som Elis.

Bolagets kunder är operatörer som Nobina, vars uppdragsgivare i sin tur är trafikhuvudman som SL.

- **Systemövervakning** avser exempelvis säkerställandet av att alla (bland tusentals) kameror är i funktion. Systemet ger information om vilken kamera som inte fungerar, i vilken buss och vart denna buss befinner sig.
- **Administration** innefattar exempelvis system-täckande firmware- och konfigurationsuppdateringar för delar av, eller hela kameranätverket.
- **Arbetsverktyg för hantering av videomaterial** avser bland annat positionering och direktåtkomst till videomaterial på trygghetskameror eller i molnet samt live-streaming. Det avser även överföring av videomaterial mellan olika behöriga enheter. Exempelvis går bolagets lösning att koppla upp direkt mot både operatören, trafikhuvudman eller larmcentral. Lösningen är ett centraliserat system men användarbehörigheter kan anpassas efter situationen.

Live positioneringsverktyg



Källa: Bolagsinformation

Funktionalitet för sökning om historisk positionering



Källa: Bolagsinformation

Med mjukvaruplattformen byggd för kollektivtrafik med buss som stomme kan marknaden utvidgas genom vissa anpassningar för närliggande vertikaler, så som

spårvagnar och tåg. I nuläget är spårvagnar nästa färdmedel inom kollektivtrafiken som bolaget avser approachera. Det är också ett naturligt steg då många av de stora europeiska bussoperatörerna även driver spårvagns- och tunnelbanetrafik.

Maskininlärning/AI på kameran

Observit är en av få aktörer inom sin nisch med fullt fokus på mjukvaran. Det mer vanligt förekommande är snarare att hårdvarubolag utvecklar en mjukvara som en sekundär affär. Detta innebär inte bara att bolagets plattform bör vara mer intelligent och välbyggd, utan också att Observit kan vara snabbfotad och effektivt utveckla användarvänliga kundanpassningar och kompletterande tilläggstjänster.

Marknaden har i större utsträckning börjat efterfråga smart funktionalitet byggda med AI (maskininlärning eller artificiella neurala nätverk – självlärande algoritmer som tillsammans kan dra slutsatser). Inom kollektivtrafik är automatisk och anonymiserad personräknare ett relativt vanligt exempel på smart funktionalitet som används i dag. Vanliga områden där smart funktionalitet används inom kollektivtrafik är:

- Driftsledning i realtid
- Kundanalys
- Förebyggande underhåll
- Planering och utformande av rutter

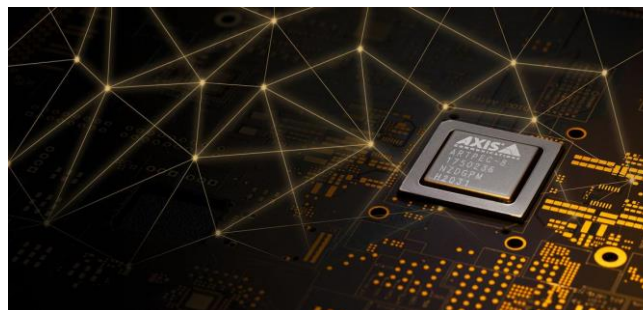
Bolagets lösning är som tidigare nämnts utvecklad på en edge computing-struktur. I detta sammanhang innebär edge computing att data processas lokalt på varje enskild kamera – då i stället för på en separat dator. Edge computing medför tydliga fördelar som varit starkt bidragande till Observits historiska framgången. Dock har denna struktur historiskt hämmat bolagets förmåga att utveckla tjänster med smart funktionalitet som kräver mer betydande processorkraft. Det då processorkraften på kameror varit tillräcklig för detta. Dock finns numera hårdvara som möjliggör för smart funktionalitet även med bolagets edge-struktur. Det har bolaget också utnyttjat för bland annat positioneringsfunktionalitet, anonymiserad personräknare.

AXIS P3265-LVE



Källa: Axis Communications

ARTPEC-8 systemchip



Källa: Axis Communications

Tolkningar av lagar och regelverk sätter gränserna för vad som i praktiken kan nyttjas. Med hjälp av teknik för anonymisering har gränserna för smart funktionalitet inom kollektivtrafik vidgats. Det påvisas bland annat av piloter med funktionalitet som dokumenterar händelseförlopp i trafiken i både Sverige och Frankrike.

Vi bedömer att bolagets utveckling av smart funktionalitet baserat på AI är viktigt för att bolaget skall vara relevanta över tid. Vi räknar med att investeringar i utveckling i befintliga och av nya tjänster och produkter kommer uppgå till cirka 2 MSEK per år. Samtidigt räknar vi med att utveckling till delar också kan bli delfinansierade av partners.

Utökat med tilläggstjänster för ett starkare erbjudande till bussoperatörer

Med smart funktionalitet baserat på AI har Observit utvecklat ett antal kompletterande tilläggstjänster för bussoperatörer är (i) positionering av parkerade fordon i depåer och (ii) kontroll av fordon vid depåer. Dessa funktioner möjliggör för merförsäljning med betydligt kortare säljcykler än lösningen för trygghetskameror i bussar.

Positionering

Att hitta positionen för ett specifikt fordon i en park av hundratals nära identiska fordon är en utmaning. Framför allt i utrymmen som bergrum eller liknande där GPS eller annan teknik än video/bildinformation inte är gångbart.

Positioneringslösningen fungerar på så sätt att bussarna har en framåtblickande kamera. Denna kamera filmar det närliggande området som är utmärkande för bussens position i depån. Positionering av bussen i fråga identifieras genom märkningen och möjliggörs då bolagets mjukvara enkelt hanterar ett stort nätverk av kameror med fjärråtkomst. Antalet kameror/licenser som adderas med denna tjänst är 1–2 per buss. Det skapade värdet finns i effektivisering av arbetsprocesser.

Fordonskontroll

Med hjälp av smart funktionalitet kan bolaget erbjuda skadekontroller på fordon när dessa åker in i depåer. Smart funktionalitet ställer högre krav på hårdvara. Det skapade värdet finns i effektivisering av arbetsprocesser.

Vi bedömer att denna tjänst inte har någon större intäktspotential. Den bidrar till ett mer heltäckande erbjudande och stärker bolagets relationer till både kunder och leverantörer.

Breddar med funktionalitet för kommersiell transport

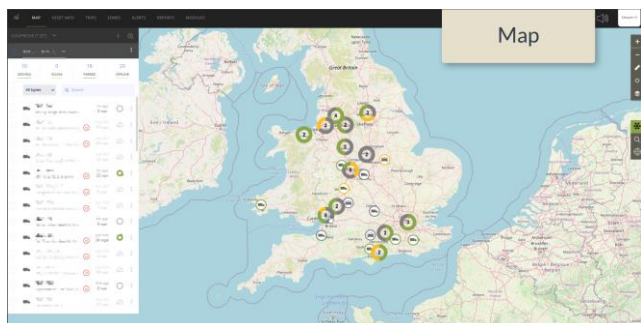
Marknaden kan också expanderas genom anpassningar till andra mobila sektorer. Under 2022 genomfördes två förvärv, ICanProve.IT och SITOC Ltd. De båda förvärven utökar bolagets fokus mot kommersiell transport.

Med lösningen anpassad för kommersiell transport kan förarens körning monitoreras termer av hastighet, gas och broms, förbrukning etcetera. Ytterligare ett stort värde i denna lösning kommer från effektiv dokumentation av händelseförlopp i trafiken för exempelvis försäkringsärenden som skaderegleringar. Det genom att 2–4 kameror monteras utanpå fordonet, filmar och sparar på ett liknande sätt som i bussar.

Kundnytta även för bussoperatörer

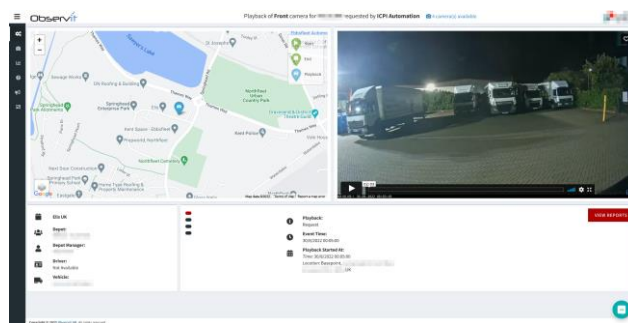
Väl värt att notera är att även bussoperatörer visat intresse för att använda bolagets lösning för att dokumentera händelseförlopp i trafik. Det sedan bolaget vidareutvecklat funktionalitet som filtrerar bort känslig information/anonymiserar bild-data.

Live positioneringsverktyg



Källa: Bolagsinformation

Funktionalitet för sökning om historisk positionering



Källa: Bolagsinformation

Kunder, intäktsmodell och långa kontrakt

Inom kollektivtrafiken består kunderna av operatörer anlitade av trafikhuvudmän som SL eller Skånetrafiken. Inom kommersiell transport är bolagets lösning värdeskapande aktörer som erbjuder olika former av logistiklösningar men också andra logistikföretag som den befintliga kunden Elis. Observits intäktsmodell innefattar tre typer av intäktsflöden:

- Återkommande mjukvaruintäkter
- Återkommande supportintäkter
- Hårdvaruintäkter

Oberoende kundsegment, när en ny kund ansluts förser bolaget denne med både hårdvara och mjukvara. Då den initiala intäkten från hårdvara är betydligt högre än den årliga mjukvaruintäkten kommer hårdvara utgöra den största andelen av bolagets intäkter under tillväxtfasen.

De värdefulla mjukvaruintäkterna varierar med antalet licenser. Antalet licenser varierar i sin tur med antalet kameror som är uppkopplade mot bolagets lösning. Det genomsnittliga priset inom kollektivtrafik ligger i intervallet 35–55 euro per licens per år. Motsvarande ersättning är 80–120 euro per licens per år för lösningen inkluderat vidareutvecklad funktionalitet för anonymiserad dokumentation av händelseförlopp i trafiken.

Förutsägbarhet i intäktsflödet

Bolagets licensavtal löper typiskt sett på tre år inom båda kundsegmenten. I praktiken ser det lite annorlunda ut, då framför allt inom kollektivtrafik. Det då bussoperatörernas trafikavtal med trafikhuvudmän typiskt löper på tio år, med en option på förlängning om två år. En buss i kollektivtrafik klarar i normalfallet att vara i trafik under 10+2 år men är i behov av en uppgradering efter 7–8 år (Busland). Givet den investering som krävs i ett nytt system bedömer vi att en licensavtalen (om 3 år) med hög sannolikhet sannolikt förnyas under bussens trafikavtal. De långa

kontrakten skapar förutsägbarhet i intäktsflödet, vilket reducerar risk. Samtidigt ställer de också krav på bolagets teknikutveckling. Det för att vara relevanta när nästa upphandling för rutten genomförs.

Risk för tapp av licenser med bussoperatörer finns dock givetvis. Den är som högst när trafikavtal löper ut för ny upphandling och när bussflottan skall bytas ut. I upphandlingar av trafikavtal specificeras oftast krav på bussarnas ålder som skall sättas i trafik. Krav på högsta ålder varierar vanligtvis mellan 10–16 år.

Svenska mästare redo för nya marknader

Per utgången av 2022 hade bolaget mjukvaruintäkter från totalt cirka 38 000 licenser (en licens per trygghetskamera), varav drygt 36 000 inom transport. Som nämnts mjukvaruintäkterna kontrakterade på 3 år (i praktiken 10 år [+2 år]). Det motsvarar årliga återkommande mjukvaruintäkter (ARR) på drygt 14 MSEK. 2022 uppgick EBITDA-resultatet till cirka 5 MSEK. Väl värt att notera är att Observit har redovisat ett positivt resultat sedan räkenskapsåret 2014/2015 (juli till juni).

Med en fin historik och tillsammans med samarbetspartnerna Nobina och Axis Communications har Observit tagit en stark position i Sverige med uppskattningsvis runt cirka 25 000 mjukvarulicenser. Det motsvarar en marknadsandel om cirka 35–40%. Bolagets position i Sverige påvisar styrka i erbjudandet till bussoperatörer.

Nu står bolaget inför den stora uppgiften att stärka sin position bland bussoperatörer i Norden och ta sig an de stora marknaderna i Europa, så som Storbritannien, Frankrike och Tyskland. Över tid kan detta få bolagets tillväxttakt och vinst att nå nya nivåer.

Den andra uppgiften är att göra merförsäljning till befintliga operatörskunder och lansera lösningen inom det nya kund-segmentet, kommersiell transport. Uppgifterna skall genomföras lyckosamt med en tredubblad säljstyrka och effektiva partnerskap.

Trygghetskameror i kollektivtrafik

Med hög flexibilitet och kostnadseffektivitet är bussar det mest använda färdmedlet för kollektivtrafik i EU (ACEA - European Automobile Manufacturers' Association). Resenärer liksom personalens trygghet och säkerhet är ett naturligt fokusområde för både bussoperatörer och trafikhuvudmän som SL och Västtrafik. Därför finns trygghetskameror (eller kameraövervakning) installerade på stationer och ombord på bussar, tunnelbanevagnar, spårvagnar och pendeltåg. Kameraövervakning används i kollektivtrafiken i följande syften:

- Stödja den dagliga driften och ledningen av trafiksystemen.
- Underlätta utrymning och räddningsinsatser.
- Upptäcka och säkra bevis vid skadegörelse.
- Bistå polisen med bildmaterial i utredningar om brott.
- Bidra med bildmaterial i säkerhets- och haveriutredningar.

Stora kringkostnader med de omoderna lösningarna

Tiotusentals kameror medför utmaningar

Ombord på varje buss med kameraövervakning finns typiskt sett mellan 4–6 trygghetskameror. Per utgången av februari 2023 hade Nobina 5 000 bussar och specialfordon i sin flotta. Givet denna referenspunkt innebär det att en bussoperatör kan ha totalt runt 20 000–30 000 trygghetskameror ombord på sina bussar. Därtill har många bussar kameror installerade i operativa syften, vilket gör antalet än större.

Den omoderna lösningen för kameraövervakning i kollektivtrafiken har skapats med utgångspunkt från teknik för fast övervakning. De omoderna lösningarna är byggda med trådbundna, analoga eller IP-kameror och med datalagring på en i bussen placerad DVR eller NVR (Digital Video Recorder eller Network Video Recorder). Denna struktur medför ineffektiva processer och arbetsförlopp för bland annat hantering, överföring av videodata och videoåtkomst. Ineffektiviteten får i sin tur kringkostnaderna att dra i väg, upp mot runt 14–16 MSEK per år, givet en flotta om 1 000 bussar och ett trafikavtal på 10 år (bolagsinformation och Carlsquare).

Incidenthantering samt service och underhåll av lagringsenheter adderar de stora kringkostnaderna

En omodern lösning för videoövervakning som är installerad på 1 000 bussar med trafikavtal i 10 år kan kosta runt 200–250 MSEK, då inkluderat löpande kostnader, initiala investeringar i hårdvara och installation med mera (bolagsinformation och Carlsquare). Det kan jämföras mot Observits lösning som kostar totalt mellan 70–80 MSEK.

För de omoderna lösningarna står löpande underhåll och service för cirka 25% av den totala kostnaden. Cirka 40% är hänförligt till incidenthantering. Kostnader för incidenthantering kommer upp i dessa nivåer då personal behöver åka ut till bussen där relevant videomaterial finns lagrad. Sedan skall videomaterialet lyftas av och transporteras vidare till behörig person för granskning vid en dator. Detta medför kostnader i form av personal och transport.

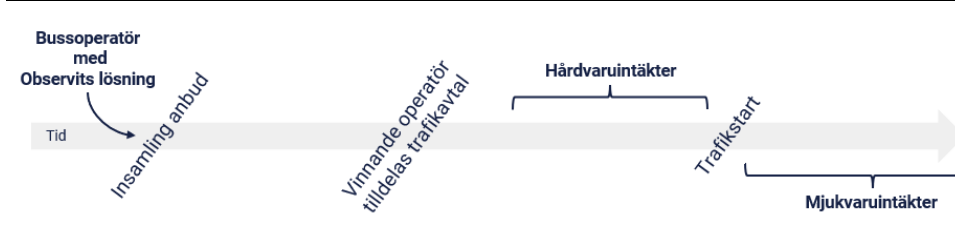
De omoderna lösningarna fasas ut

Trafikupphandlingar, ett tillfälle att modernisera

Det blir aktuellt för en operatör att se över sina lösningar för kameraövervakning ombord på bussar när anbud skall läggas på ett trafikavtal. I dag finns 27 kommande och kända och upphandlingar för trafikavtal med buss i Sverige under 2023 och 2024. Det innebär att de större operatörerna ser över lösning för kameraövervakningssystem kontinuerligt.

En trafikupphandling är en lång process. Exempelvis, i januari 2024 kommer den regionala kollektivtrafikmyndigheten för Stockholms region handla upp ett nytt trafikavtal för innerstaden. Avtalet rör 350 bussar. Anbudsunderlag samlas in under januari 2024. I juni 2025 kommer den vinnande operatören tilldelas och trafikstart är i augusti 2026. Samtidigt kan det också gå fortare än så, ned mot 1,5 år mellan insamling av anbudsunderlag och trafikstart. Men då rör det sig också om ett mindre avtal med ett färre antal bussar.

Anbudsprocess och intäktsflöden



Källa: Carlsquare

Videomaterial sparas fortfarande lokalt på bussen

Det finns aktörer i dag erbjuder en modernare version av den gamla traditionella lösningen. Moderniseringarna avser då bland annat att överföring av videomaterial från buss till centrala lagringsenheter och fjärråtkomst i specifika WiFi-zoner. Således behöver inte personal åka omkring för att samla in videomaterial, vilket reducerar kostnader i förhållande till de omoderna lösningarna.

Videomaterial skall sparas under en begränsad period som varierar mellan regioner och länder. Exempelvis, operatörer anlitade av Skånetrafiken sparar bildmaterial i upp till 14 dagar. Operatörer anlitade av SL (Storstockholms Lokaltrafik) sparar bildmaterial mellan 18 timmar och sex dygn och varierar mellan fordonstyp. I Transport for Londons bussar i London sparas bildmaterial i tio dygn. I Paris kollektivtrafik sparas bildmaterial i allt från några timmar upp till sju dagar.

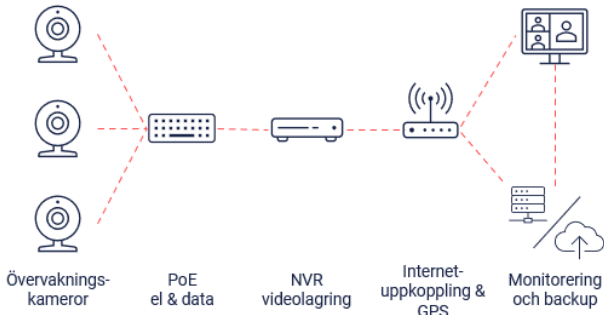
För att kunna spela in videomaterial kontinuerligt utan avbrott går det inte för operatörerna att spara videomaterial direkt i molnet. Det då videomaterial går förlorat under stunder då fordonet är utan internetuppkoppling (exempelvis i tunnlar). De moderna alternativen till bolagets lösning är därmed fortfarande byggda på den traditionella strukturen med en lagringsenhet placerad i varje enskilt fordon – en NVR (Network Video Recorder), alltså en fysisk server för inspelning av video från ett nätverk av IP-kameror. Detta är kostsamt.

Observit gör det smartare

En lösning utan fysisk lagringsenhet

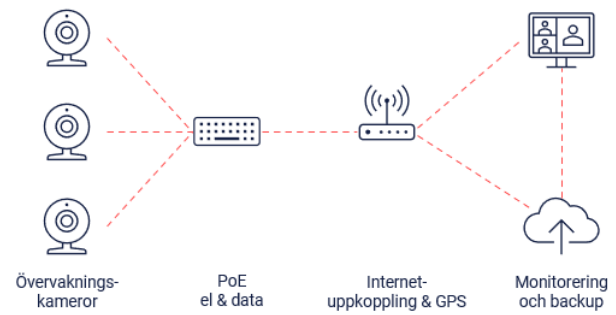
En del av Observits edge, eller konkurrensfördel, ligger i nyttjandet av Edge computing. I detta sammanhang innebär Edge computing att videodata processas och lagras lokalt på varje enskild kamera – det i stället för på NVR-enheter. Således, genom att nyttja befintlig processorkraft och möjlighet till lagring i övervakningskameror kan bolagets lösning reducera kostnader, spara utrymme och vikt.

Struktur, konkurrerande moderna lösningar



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Struktur, Observit



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Spartider av bildmaterial och högre krav på kameror

Nedan visas de två kameraserier som Nobina använder i sitt samarbete med Observit. I dag är bolagets lösning bara gångbar med kameror från Axis. Avsikten är dock att addera ytterligare kameramodeller från två andra leverantörer; VIVOTEK och Hanwha Vision. Detta bör kunna ske under innevarande år. Med fler kameraalternativ bedömer vi att detta ökar chanserna för en lyckosam expansion.

AXIS M31



Källa: Axis Communications

AXIS P39



Källa: Axis Communications

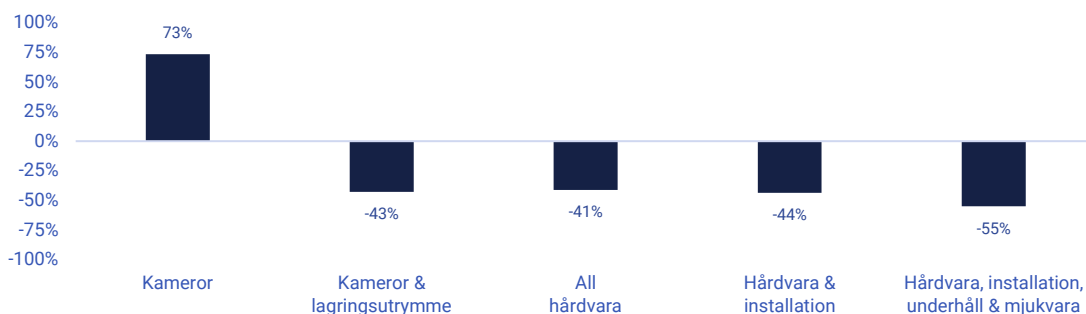
Bolagets lösning ställer krav på kamerans operativsystem, processorkraft, internminne och lagringsutrymme. För att spara sex dygns videomaterial krävs minst cirka 64 GB minne. Det innebär att operatören behöver utöka minnesutrymmet till kamerorna. Minnen i kameror kommer typiskt sett i form av SD- eller flash-minnen. En kamera inkluderat SD-kort på 256 GB kostar mellan 4 000–5 000 kronor. Det kan jämföras med kameran till moderna men traditionella lösningar vars kameror kostar runt 1 000 kronor.

Kalkylen går ändå hem

Marginalerna för bussoperatörerna är förhållandevis små. Nobina hade under räkenskapsåren 2019/21 till 2021/22 en genomsnittlig vinstmarginal på 4,1%. Trafikavtal genererar typiskt sett en fast intäkt och operatörsverksamheten går således ut på att effektivisera verksamheten för varje rutt. Typiskt sett tar det också år innan ett trafikavtal blir lönsamt. Kostnader är således i fokus.

Med högre krav på kamerahårdvara blir den initiala investeringen i trygghetskameror 73% högre för Observits lösning, jämfört med moderna men traditionella system (bolagsinformation och Carlsquare). Dock inkluderat all hårdvara som lagringsenheter liksom service och underhåll samt bolagets avgift för sin mjukvarulösning blir kostnaderna för bolagets lösning cirka 55% lägre, jämfört med moderna men traditionella lösningar över en period om 10 år. Se graf nedan.

En kostnadseffektiv lösning, en tydlig fördel



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Enligt Observit är bolagets lösning 65% billigare över en 10-årsperiod jämfört med de omoderna lösningarna.

Affärsutveckling och tillväxt

Merförsäljning till befintliga kunder inom segmentet bussoperatörer

Som nämnts är det långa säljcykler till bussoperatörer. Därför räknar vi med att den geografiska expansionen kommer börja synas i resultaträkningen först under 2024–2025 och framåt. För att upprätthålla och påskynda tillväxten i det kortare perspektivet är det bolagets strategi att genomföra merförsäljning av tilläggstjänster till befintliga operatörskunder.

Den tilläggstjänst som vi ser störst potential i är funktionalitet som möjliggör för operatörer att dokumentera ett händelseförlopp för nyttjande i försäkringsärenden. Det då denna tilläggstjänst adderar fler licenser och således ger mer mjukvaruintäkter till Observit. Väl värt att notera är också att bolaget redan kommit en bit på vägen vad gäller detta. Det i form av en pilot med en större fransk operatör.

Lansering av lösningen inom kund-segmentet kommersiell transport utanför Storbritannien

Under 2022 förvärvade Observit två verksamheter i Storbritannien, ICanProve.IT och SITOC Ltd. De båda förvärven stärkte bolagets erbjudande kommersiell transport. De förvärvade bolagen har i huvudsak sina kunder i Storbritannien. För att lansera lösningen mot kund-segmentet kommersiell transport utanför Storbritannien har säljkåren i Sverige stärkts och uppgår nu till totalt tre personer.

Geografisk expansion med bussoperatörer

För att skynda på tillväxt och lönsamhet är bolagets avsikt att etablera sig på nya marknader i Europa, initialt de största marknaderna; Tyskland, Frankrike och Storbritannien. Bolagets strategi för en lyckosam geografisk expansion bygger på partnerskap med två olika typer av aktörer:

- Operatörer inom kollektivtrafik
- Installatörer och leverantörer av kamerautrustning och annan hårdvara

Operatörer som försäljningspartners

Nobina är bolagets kund men också partner. Det sista i den bemärkelsen att bolaget tillsammans med Nobina har växt till andra nordiska länder som Norge, Finland och Danmark. Avsikten är nu att replikera detta till nya europeiska marknader med andra operatörer.

Det är som nämnts bolagets strategi att via befintliga och nya operatörspartners växa till nya geografier. Detta är en naturlig strategi då det är ett begränsat antal operatörer som kontrollerar stora delar av marknaden. Det är också en kostnads-effektiv strategi då säljkåren som fokuserar på kollektivtrafik inte behöver växa avsevärt. Det då de viktiga operatörerna i Europa är begränsade till antalet:

- **Veolia** är en global aktör aktiva i 26 olika länder inkluderat Sverige, Finland, Tyskland och Storbritannien. Huvudmarknaden är dock Frankrike.
- **Transdev** är global aktör aktiva i 19 länder som Sverige, Tyskland och Storbritannien. Åter är Frankrike huvudmarknaden.

- **Arriva** är en operatör aktiv i 11 länder i Europa inkluderat Sverige, Danmark och Storbritannien.
- **Koelis** är en global aktör aktiv i 9 länder inkluderat Tyskland, Frankrike och Storbritannien.
- **First** är aktiv i 4 olika länder, däribland Storbritannien och Irland.
- **RATP** är aktiv i 4 olika länder, däribland Storbritannien och Frankrike.
- **Go-Ahead** är aktiv i 3 olika länder så som Storbritannien och Irland.

Bolaget jobbar redan i dag med Arriva och Koelis, bland annat med ett pilotprojekt i Frankrike. En flaggskeppsaffär i ett nytt land tillsammans med någon av ovan nämnda aktörer är en värdedrivare som reducerar osäkerhet kring bolaget geografiska expansion.

Även om säljteamet initialt inte behöver försäkras avsevärt med denna strategi är det vår bedömning att tillväxt kommer medföra större krav på andra håll. Däribland support för nya licenser och användare liksom administration.

Installatörer och leverantörer

Den andra partnertypen är installatörer och distributörer av hårdvara till busoperatörer. Vi bedömer att denna partnertyp kan få bolaget att komma in bland de mindre operatörerna. De stora affärerna tror vi i stället kommer att komma från operatörspartners.

Andra marknadsvertikaler inom kollektivtrafiken

Enligt transsportstyrelsen definieras kollektivtrafik som persontransporter av allmänt ekonomiskt intresse som erbjuds allmänheten fortlöpande och utan diskriminering. Således är även tåg och spårvagnar två relevanta vertikaler inom marknaden för kollektivtrafik.

Tåg och spårvagnar

Bolagets huvudfokus ligger i dag på mobil övervakning på bussar. Dock är lösningen gångbar för en rad andra fordon där tåg och spårvagnar ligger nära till hands. Det då de stora operatörerna inte bara driver busstrafik utan även spårvagns eller tunnelbanetrafik. Att dessa andra fordonstyper än bussar historiskt inte fått större utrymme beror på marknadsstorleken – det finns inte lika många tåg eller spårvagnar som det finns bussar. Även om både tåg och spårvagnar är längre än bussar än är marknaden i termer av antalet kameror mindre. Behovet av att spara utrymme är heller inte lika stort inom dessa marknadsvertikaler. Det gör i sin tur bolagets erbjudande mindre konkurrenskraftigt.

Förvärv kan påskynda tillväxten och stärka positionen

Förvärv är en fortsatt komponent i bolagets strategi för tillväxt. Möjliga förvärvskandidater är befintliga partners inom leverantörsledet som med lokal närvaro kan öppna nya dörrar på befintliga eller nya marknader. Vi modellerar dock inte med några förvärv.

Ledning, ägare och aktieutveckling

Ledningsgrupp för nästa nivå

Observits team består i dag av 23 personer. 4 arbetar med försäljning medan resterande 19 arbetar med utveckling, underhåll och service.

Observit leds sedan 2022 av VD Björn Callenfors.

Ledningsgruppen



Björn Callenfors är bolagets externa VD sedan december 2022. Björn anslöt till Observit i mars 2022 som Managing Director i Sverige och Global Sales Director. Björn har även sin bakgrund inom försäljning med tidigare erfarenhet från Axis Communications, som utvecklar och säljer nätverksbaserade kameror. Där spenderade han 12 år i olika roller, senast som ansvarig för mjukvarupartners



Lennart Rasmusson är CTO och en av grundarna i bolaget. Lennart har en bakgrund i Ericsson Radio Messaging, Telelogic och Norsk Data.



Tobias Ekberg är Chief Sales Officer. Tobias har en bakgrund inom försäljning och kommer närmast ifrån bolaget Gravitee som försäljningsansvarig för Norden och Mellan-Europa. Innan detta spenderade Tobias 5 år som försäljningsansvarig - Sverige på Axis Communications.

Källa: Bolagsinformation

Styrelse



John Fredric Forsman är styrelseordförande sedan januari 2022 med en gedigen juristbakgrund, bland annat som Managing Partner på Advokatfirma Glimstedt i Baltikum.



Johan Lembre är styrelseledamot sedan Maj 2023. Johan är CTO på ljusföretaget Fagerhult. Johan har en bakgrund som globalt försäljningsansvarig för Axis Communications. Innan det var Johan VD på Sydney, Australien-baserade säkerhetsföretaget Pacom Systems.



Lars Olof Larsson Flodén är styrelseledamot sedan december 2022 och tidigare VD i Observit.



Thomas Jönsson är styrelseledamot sedan Maj 2023. Thomas Jönsson är EVP, Kommunikation och Investerar Relationer, hos Veoneer som arbetar med aktiv och passiv säkerhet inom bilindustrin. Thomas har mer än 25 års erfarenhet av arbete med kommunikation och IR i börsbolag, då han tidigare har arbetat i ledande kommunikationsbefattningar hos Intel, Nokia, TeliaSonera och Autoliv.

Källa: Bolagsinformation

Aktier och teckningsoptioner

I dag finns totalt cirka 549,3 miljoner utestående aktier i Observit. Bolaget har ett tecknat incitamentsprogram:

- Incitamentsprogram: Teckningskurs 0,30 kronor som förfaller i juli 2023. Vid full teckning adderas 45 miljoner aktier.

Ägarstruktur

Observit har idag drygt 7 500 ägare varav största ägare, Efter SpectrumOne är Crafoord Capital Partners AB största ägare med ett innehar omkring 9,7 procent av kapitalet och rösterna.

Ägarstruktur

Ägare	Andel av kapital	Andel av röster
SpectrumOne AB	16,7%	16,7%
Crafoord Capital Partners AB	9,7%	9,7%
Vildmarksstugor i Norrland AB	9,4%	9,4%
Försäkringsaktiebolaget Avanza Pension	7,4%	7,4%
Gavin Urtel	4,8%	4,8%
AB Hellms	2,7%	2,7%
Hosni Teque-Omeirat	2,5%	2,5%
Örjan Berglund	0,8%	0,8%
Fredric Forsman privat och bolag	0,8%	0,8%
Hanna Barsum	0,6%	0,6%

Källa: Bolagsinformation

Aktie- och värderingsutveckling

Aktien är i skrivande stund inte listad. Bolagets avser att lista aktien inom de kommande tre månaderna. Notera dock att vår värdering avser första handelsdagen.

Marknader och sektorkollegor

Vi uppskattar att bolagets marknadspotential inom kollektivtrafik med buss vad gäller mjukvaruintäkter uppgår till i Europa uppgår till cirka 19,0 mdr SEK, givet 10-åriga trafikavtal. Den geografiska expansionen utanför Norden ökar marknadspotentialen med faktor 18,1x. Antalet trafikupphandlingar sätter ett tak på bolagets teoretiska tillväxttakt. Marknadspotentialen för mjukvaruintäkter för bolagets lösning till kommersiell transport i Europa uppskattas uppgå till 156,3 mdr SEK, givet en kontraktslängd om 3 år.

Två marknader

Bolaget är aktiv på marknaden för mobil övervakning inom två vertikalen transport specialiserade på segmentet kollektivtrafik. Marknaden kan vidare delas in i hårdvara och mjukvara samt service och underhåll. Nedan följer en uppskattning av marknadspotentialen.

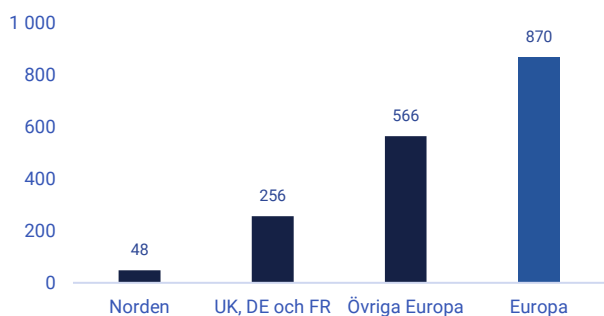
En uppskattning av marknadspotentialen för kameraövervakning i bussar

Baserat på antaganden kring antalet bussar och antal kameror per buss samt prisättning går det att uppskatta bolagets teoretiska marknadspotential fördelat på hårdvara och mjukvara. Nedan följer en sammanställning av antaganden

- Alla bussar i trafik är relevant för uppskattning av marknadspotentialen
- Varje buss har 5 anslutna trygghetskameror
- Hårdvaruintäkt per kamera = cirka 5 500 kronor (inkluderat utökad minne och kameran andel av intäkt för PoE switch och router med GPS)
- Mjukvaruintäkt per kamera = cirka 435 kronor per år och 4 350 kronor över 10 år, vilket är den typiska längden på ett trafikavtal.

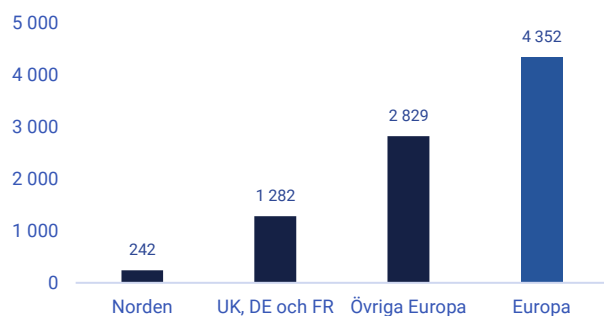
Som framgår i den vänstra grafen nedan finns det enligt ACEA cirka 48 000 bussar i trafik i Norden. Motsvarande siffra för bolagets övriga initiala målmarknader, Tyskland, Frankrike och Storbritannien är cirka 256 000 bussar. Totalt i Europa finns det cirka 870 000 bussar i trafik. Således, genom den geografiska expansionen utanför Norden mångdubblas bolagets marknadspotential med faktor 18,1x.

Antal bussar (000)



Avser antal bussar 2021. Källa: ACEA och Carlsquare

Antal kameror (000)



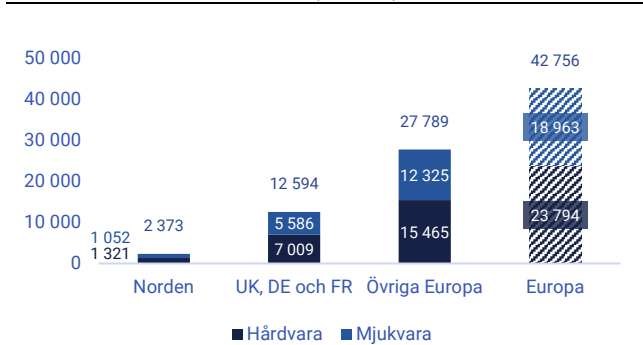
Avser antal bussar 2021 och 5 kameror per buss. Källa: ACEA och Carlsquare

Givet antagandet om att antalet kameror i genomsnitt per buss uppgår till 5 beräknas marknadspotentialen i termer av kameror i Norden cirka 242 000 stycken. I hela Europa är motsvarande siffra cirka 4,4 miljoner kameror.

För att beräkna marknadspotentialen vad gäller hårdvara har vi som tidigare nämnts antagit en genomsnittlig prissättning per kamera om cirka 5 500 kronor (inkluderat utökad minne samt en kameras andel av intäkt för PoE switch och router med GPS). Då beräknas värdet på hårdvarumarknaden i Norden till cirka 1,3 mdr SEK. Motsvarande siffra för bolagets övriga initiala målmarknader är cirka 7 mdr SEK. Notera att vi bortsatt från hårdvarans livslängd.

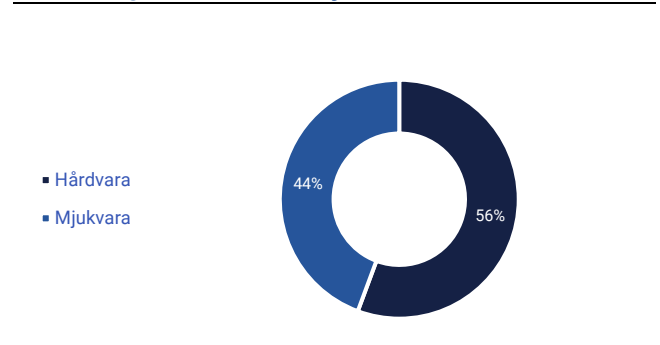
Vad gäller mjukvaruintäkter har vi antagit en genomsnittlig intäkt per licens/kamera över 10 år är cirka 4 350 kronor. Således beräknas marknadspotentialen i Norden för mjukvaruintäkter över 10 år till cirka 1 mdr SEK. Det årliga värdet är därmed cirka 100 MSEK. Motsvarande för bolagets övriga initiala målmarknader är cirka 5,6 mdr SEK respektive 560 MSEK. Se graf nedan till vänster.

Marknadsvärde HV + MV (MSEK)



Avser antal bussar 2021 och 5 kameror per buss. Källa: ACEA, bolagsinformation och Carlsquare

Fördelning hårdvara och mjukvara



Källa: ACEA, bolagsinformation och Carlsquare

Trafikupphandlingar öppnar upp för tillväxt

Vi bedömer att bolagets främsta tillfälle för tillväxt kommer vid trafikupphandlingar – alltså när ett nytt trafikavtal skall upphandlas eller ett befintligt trafikavtal skall förnyas via upphandling. Således sätter värdet på den upphandlade volymen ett teoretiskt tak för bolagets tillväxttakt.

För uppskattningar av den årliga tillväxtpotentialen har vi antagit att antalet trafikupphandlingar i Sverige uppgår till 14 stycken under ett normalår. Denna siffra motsvarar det genomsnittliga antal kända upphandlingar per år under perioden 2020–2024 enligt Svensk Kollektivtrafik. På marknader utanför Sverige är antalet upphandlingar per år skalade med en multiplikator baserad på antalet bussar på respektive marknad i förhållande till antalet bussar i Sverige.

Vidare är 86 bussar det genomsnittliga antalet bussar som upphandlas per upphandling under perioden 2020–2024 enligt Svensk Kollektivtrafik. Vi har antagit att denna siffra gäller även för de andra marknaderna.

Slutligen utgår vi från att alla upphandlade bussar kan förses med en lösning för kameraövervakning. Givet tidigare nämnda prissättningsnivåer kan det årliga värdet på upphandlad hårdvara i Norden uppskattas till cirka 114 MSEK. Det årliga

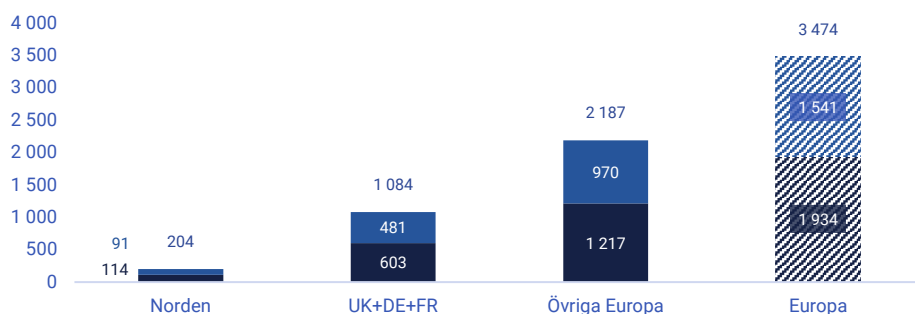
värdet på mjukvaruintäkter över 10 år är 91 MSEK. Motsvarande siffor för hela Europa är 1,9 mdr SEK respektive 1,5 mdr SEK. Se tabell nedan.

Uppskattning, värde årliga trafikupphandlingar på bolagets målmarknader

Marknad	Tot. bussar i trafik (000)	Upphandlingar antal bussar/år (000)	Tot. antal kameror/år (000)	Värde hårdvara (MSEK)	Värde mjukvara (MSEK), 10 år
SE	13,6	1,2	5,8	32,0	25,5
DK	8,7	0,7	3,7	20,4	16,3
FI	10,5	0,9	4,5	24,6	19,6
NO	15,6	1,3	6,7	36,6	29,2
Norden	48,3	4,2	21	114	91
UK	81,7	7,0	35,1	192	153
DE	80,2	6,9	34,5	189	150
FR	94,5	8,1	40,7	222	177
Övriga marknader	256,4	22,1	110	603	481
Summa, målmarknader	304,7	26,2	131	717	571
Summa Europa	822,2	70,7	354	1 934	1 541

Källa: Svensk Kollektivtrafik, ACEA, bolagsinformation och Carlsquare

Antaganden, värde årliga trafikupphandlingar på bolagets målmarknader



Källa: Svensk Kollektivtrafik, ACEA, bolagsinformation och Carlsquare

En uppskattning av marknadspotentialen för bolagets lösning inom kommersiell godstransport

Det vår bedömning att marknadspotentialen markant ökar givet bolagets utvidgade erbjudande inom kommersiell godstransport.

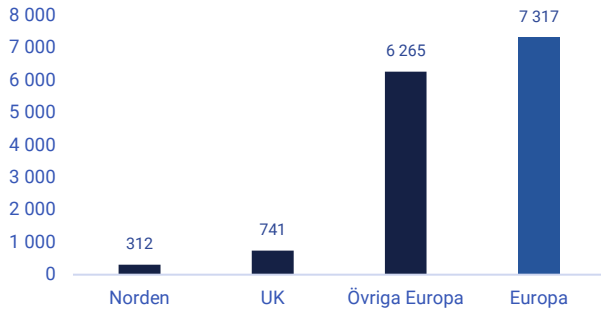
I en ansats att uppskatta bolagets teoretiska marknadspotential fördelat på hårdvara och mjukvara inom kommersiell godstransport har vi studerat antalet lastbilar med en vikt över 3,5 ton och gjort antaganden för antal kameror per lastbil samt prissättning. Nedan följer en sammanställning av antaganden

- Alla lastbilar med en vikt över 3,5 ton i trafik är relevant för uppskattning av marknadspotentialen
- Varje lastbil har 3 anslutna övervakningskameror
- Hårdvaruintäkt per kamera = cirka 4 500 kronor (inkluderat utökat minne)
- Mjukvaruintäkt per kamera = cirka 865 kronor per år och 2 595 kronor över 3 år, vilket är den typiska längden på ett avtalen.

Som framgår i den vänstra grafen nedan finns det enligt ACEA cirka 312 000 lastbilar med en vikt över 3,5 ton i trafik i Norden. Motsvarande siffra för bolagets marknad i Storbritannien är cirka 741 000 lastbilar. Totalt i Europa finns det cirka

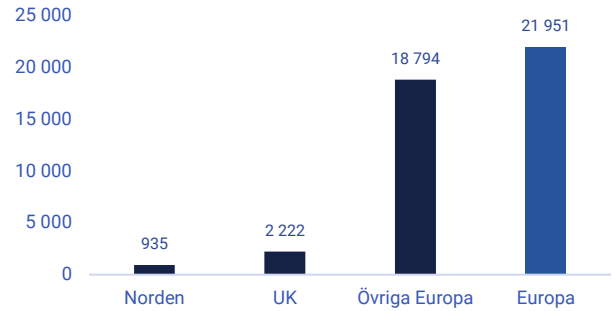
7,3 miljoner tunga lastbilar i trafik. Givet antagandet om att antalet kameror i genomsnitt per buss uppgår till 3 beräknas marknadspotentialen i termer av kameror i Norden cirka 935 000 stycken. I Storbritannien och hela Europa är motsvarande siffra cirka 2,2 miljoner kameror, respektive 22,0 miljoner kameror.

Antal lastbilar med en vikt över 3,5 ton (000)



Avser antal bussar 2021. Källa: ACEA och Carlsquare

Antal kameror (000)

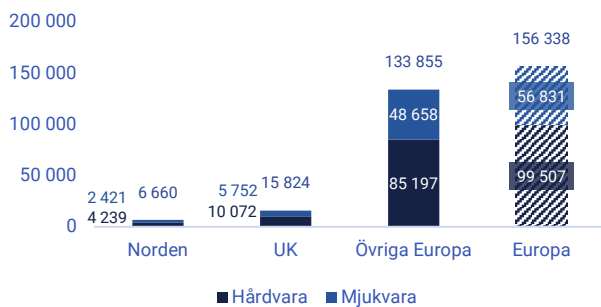


Avser antal bussar 2021 och 5 kameror per buss. Källa: ACEA och Carlsquare

För att beräkna marknadspotentialen vad gäller hårdvara har vi som tidigare nämnts antagit en genomsnittlig prissättning per kamera om cirka 4 500 kronor (inkluderat utökad minne). Då beräknas värdet på hårdvarumarknaden i Norden till cirka 4,2 mdr SEK. Motsvarande siffra för Storbritannien och hela Europa är cirka 10,1 mdr SEK respektive 85,2 mdr SEK. Notera att vi åter bortsatt från hårdvarans livslängd.

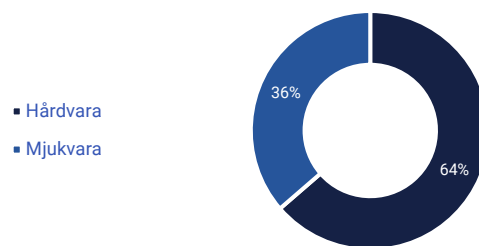
Vad gäller mjukvaruintäkter har vi antagit en genomsnittlig intäkt per licens/kamera över 3 år är cirka 2 590 kronor. Således beräknas marknadspotentialen i Norden för mjukvaruintäkter över 3 år till cirka 2,4 mdr SEK. Det årliga värdet är därmed cirka 807 MSEK. Motsvarande för Storbritannien är cirka 5,7 mdr SEK respektive 1,9 mdr SEK. Se graf nedan till vänster.

Marknadsvärde HV + MV (MSEK)



Avser antal bussar 2021 och 5 kameror per buss. Källa: ACEA, bolagsinformation och Carlsquare

Fördelning hårdvara och mjukvara



Källa: ACEA, bolagsinformation och Carlsquare

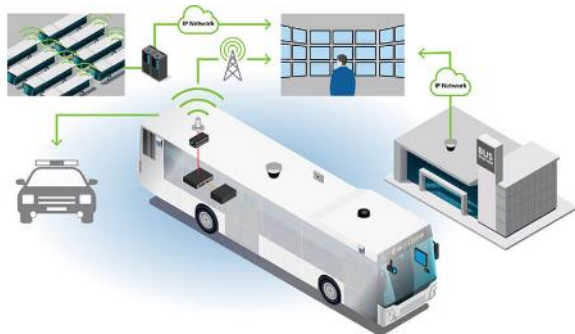
Sektorkollegor

Olistade sektorkollegor inom transportövervakning

March Networks och Genetec

Kanadensiska March Networks Inc. och Genetic Inc. levererar båda hårdvara liksom mjukvara, för IP-videoövervakningssystem till bland annat transportsektorn inkluderat kollektivtrafik. Nedan visas en skiss över March Networks lösning för kollektivtrafik med buss. Detta system är ett modernt alternativ men byggd på den traditionella strukturen med videolagring på en separat lagringsenhet i bussen.

Skiss, March Networks lösning inkluderat en NVR



Källa: March Networks

R2P, GmbH

R2P är en utvecklare och tillverkare av intelligenta transportsystem (ITS) avsedda för kollektivtrafik som omfattar kommunikation, säkerhet och övervakningsapplikationer. Företaget erbjuder en integrerad portfölj av hård- och mjukvaruprodukter för flödeshantering av passagerare och flottor inklusive CCTV, passagerarinformation (PIS), passagerarmeddelanden (PA) och flotthanteringssystem med dataöverföring och analys i realtid, vilket möjliggör säker, hållbar och effektiv kollektivtrafik. (källa: PitchBook).

Luminator Technology Group, LP

Luminator tillverkar display, videoövervakning och ljus teknik avsedd för kommunala transportsystem, OEM och deras leverantörer. Företaget erbjuder interiörskyltar och belysning, säteskontrollsystem, belysta växlar, destinationsskyltar, nästa stoppskyltar, infotainment och passagerarinformationssystem, som gör det möjligt att belysa, informera och förbättra upplevelsen för buss-, tåg- och flygpassagerare.

Listade sektorkollegor inom transportövervakning

Journeo PLC

Journeo PLC är ett UK-baserat företag som agerar som en specialistleverantör av skraddarsyddna lösningar för transportgemenskapen, och löser komplexa driftskrav både på och utanför fordonet. Bolaget verkar inom två affärssegment: Fleet Systems och Passenger Systems. Segmentet Fleet Systems inkluderar videoövervakning för att förbättra passagerarnas och förarens säkerhet, övervakning av fordons och förarens prestanda och automatisk passagerarräkning, medan segmentet Passenger Systems inkluderar hårdvara och mjukvara för elektroniska

passagerarinformationssystem, smart biljettförsäljning utanför fordon och wayfinding. Merparten av företagets intäkter kommer från Storbritannien.

HIK Vision

Tillverkare och leverantör av videoövervakningsprodukter för mobila transporter, bland andra bussar, samt andra industrier. Företaget är specialiserat på nätverkskameror, analoga och värmekameror, kodare, avkodare, nätverksvideoinspelare, porttelefoner, programvara för videohantering och andra övervakningslösningar.

Mobotix AG

Mobotix AG tillverkar videohanteringssystem och IP-kameror. Dess produkter är mx management center, utomhuskameror, inomhuskameror, termografiska kameror, optik och mjukvara, hemautomation och tillbehör. Företaget utvecklar också teknologier som ljuskänslighet, termisk, rörelseanalys, objektstatistik, beteendeanalys och värmekarta.

Finansiell historik och Carlsquare prognoser

Vi räknar med en nettoomsättning 2023 på cirka 45 MSEK, motsvarande en tillväxt om 22,9%. I vårt scenario börjar den internationella expansionen bära frukt under 2024–2025 och framåt. Över prognosperioden 2023–2032 räknar vi med en CAGR om 26,4%. ARR väntas över samma period öka i genomsnitt med 26,2% per år. Med skalbarhet i verksamheten stiger EBITDA-marginalen till 25,1% 2032, upp från 11,8% under 2023.

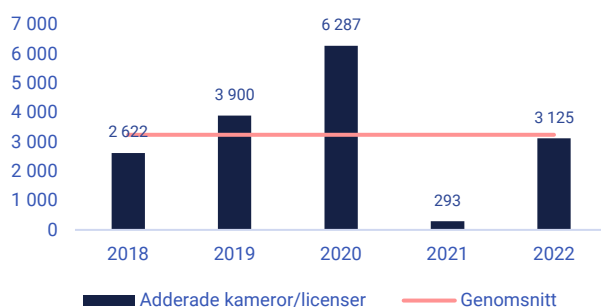
Finansiell historik och prognoser

Expansion utanför Norden, den främsta tillväxt drivaren

Under de åren 2017–2021 har Observit i genomsnitt adderat cirka 3 250 licenser per år för fordon (kollektivtrafik plus kommersiell transport). Det inom intervallet cirka 300–6 300 licenser per år. Den genomsnittliga siffran bör kunna öka givet bolaget strategi för tillväxt och utökad säljstyrka. Samtidigt är det långa upphandlingsprocesser till bussoperatörer även i dessa länder. Således räknar vi med att effekter från den geografiska expansionen kommer först om något år. I det kortare perspektivet är det i stället merförsäljning och kommersiell transport som driver tillväxten.

Nedan till höger följer den antagna utvecklingen för adderade kameror/licenser samt netto adderade kameror per år inom kollektivtrafik. Under innevarande år räknar vi med att totalt netto cirka 3 500 licenser tillkommer inom kollektivtrafik. Fram till 2027 räknar vi med att netto nya kameror ökar till cirka 19 800 licenser. I termer av trafikupphandlingar motsvarar det cirka 7, respektive 42 vunna upphandlingar (givet tidigare antagande angående kameror per buss och bussar per upphandling). Den branta ökningen är en effekt av att expansionen till nya större marknader lyckas.

Adderade kameror/licenser (000), 2017-2021



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

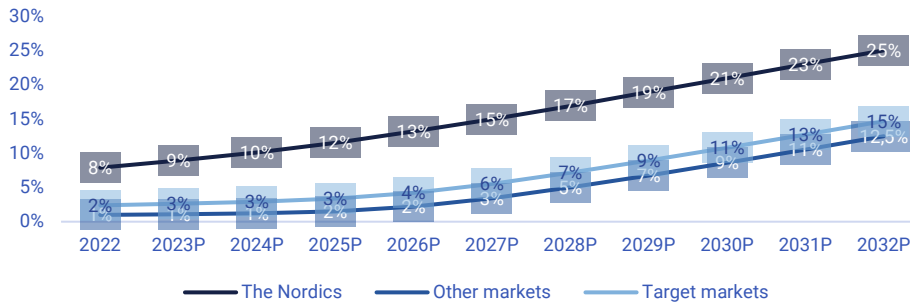
Kollektivtrafik: Licenser och netto nya (000)



Siffran för 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fram till det sista året i prognosperioden, 2032 har vi antagit att summa antalet licenser inom kollektivtrafiken ökar till drygt 220 000. Då har bolaget en marknadsandel om cirka 25% i Norden och 12,5% på de övriga marknaderna. På de initiala målmarknaderna har bolaget då en marknadsandel om cirka 15%.

Adderade kameror/licenser (000), 2017-2021

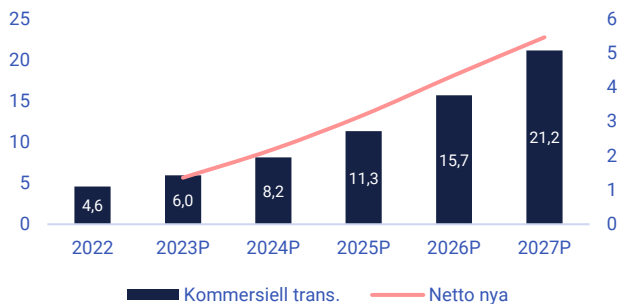


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Lösning för dokumentation händelseförlopp och kommersiell transport

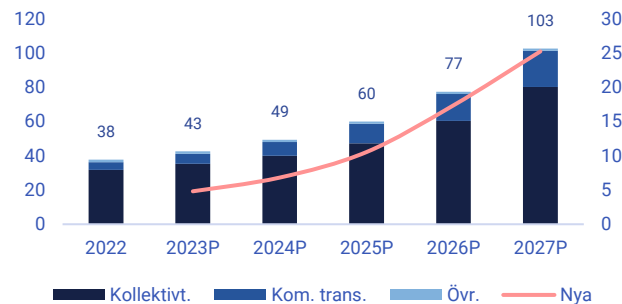
Inom kommersiell transport (då även inkluderat lösning för dokumentation händelseförlopp i trafiken för operatörer) räknar vi med att bolaget adderar netto cirka 1 360 licenser under 2023. Här räknar vi med en churn på cirka 3%. Netto nya kameror ökar i vårt scenario till cirka 5 470 licenser till 2027, vilket renderar i cirka 21 200 licenser inom denna vertikal. Se graf nedan till vänster.

Kommersiell transport: Licenser och netto nya (000)



Siffran för 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

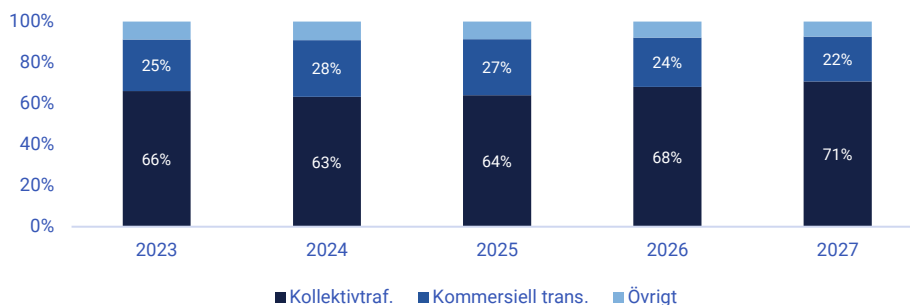
Summa licenser och netto nya (000)



Fördelningen under 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vid utgången av 2032 har vi antagit att antalet kameror inom kommersiell transport ökat till drygt 61 800. Utvecklingen motiveras av att värdet i bolagets erbjudande inom denna vertikal vidare etableras på marknaden.

Antagen intäktsfördelning



Källa: Carlsquare prognoser

Ovan visas fördelning av licenser mellan bolagets fokusområden, kollektivtrafik och kommersiell transport. Bolaget har sedan tidigare även licensintäkter från fast övervakning inom bland annat äldreården. Dessa inkluderas i "Övrigt" med en antagen churn om 3%.

Nya kameror och licenser översatt till nettoomsättning

Som tidigare nämnts består bolagets intäkter av mjukvaruintäkter och hårdvaruintäkter. Det som vi kallar för Övrig nettoomsättning innefattar avtalade serviceintäkter från de förvärvade verksamheterna.

Som framgår i graf nedan räknar vi med att bolaget kommer redovisa en nettoomsättning under 2023 på cirka 45 MSEK. Det motsvarar en tillväxt om 22,9%. Detta förutsätter således lyckosam merförsäljning och lansering till kund-segmentet kommersiell trafik utanför Storbritannien.

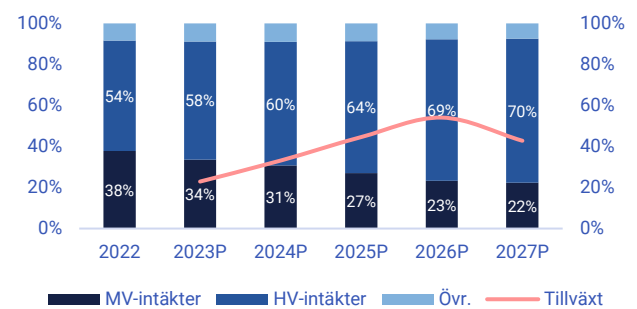
Fram till 2027 räknar vi med att nettoomsättningen ökar till 191 MSEK. Det motsvarar en CAGR, 2022–2025 om 33,3% och en CAGR 2025–2027 om 48,3%. Den tilltagande tillväxten förklaras av långa processer för trafikupphandlingar som blir synlig i resultaträkning först under 2024–2025. Samtidigt vill vi påpeka att det kan gå fortare om bolaget via operatörspartners vinner många stora upphandlingar i tidigt skede.

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



Fördelningen under 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fördelning nettoomsättning och tillväxt



Fördelningen under 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

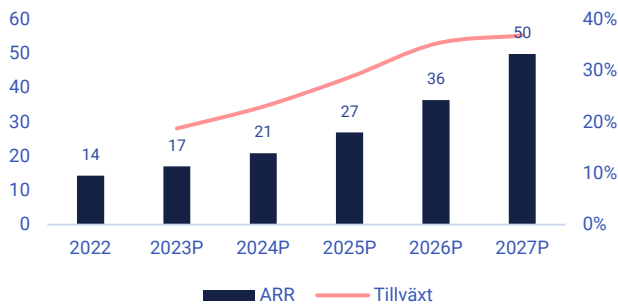
Över hela prognosperioden, 2023–2032, räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt om 26,4%. Fram till 2032 har vi antagit att andelen mjukvaruintäkter uppgår till 26,2%.

Som tidigare nämnts är det den internationella expansionen inom vertikalen kollektivtrafik som driver tillväxten. Med accelererande tillväxt kommer hårdvaruintäkter öka som andel av den totala nettoomsättningen. Se graf ovan till höger. Men allteftersom tillväxttakten avtar kommer andelen mjukvaruintäkter öka.

ARR och genomsnittlig intäkt per licensen

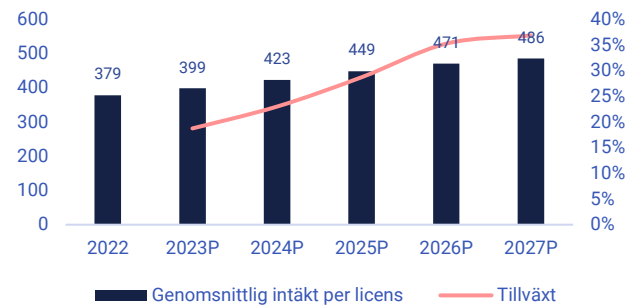
I grafer nedan visas antaganden för återkommande mjukvaruintäkter, ARR, jämte genomsnittlig intäkt per licens/kamera. Som framgår har vi antagit att återkommande mjukvaruintäkter vid utgången av 2023 uppgår till cirka 17 MSEK. Denna siffra ökar till cirka 50 MSEK vid utgången av 2027 och till cirka 147 MSEK vid utgången av 2032.

ARR (MSEK) och tillväxt (%)



ARR 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Genomsnittlig intäkt per licens (SEK) och tillväxt (%)



Genomsnittlig intäkt per licens under 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

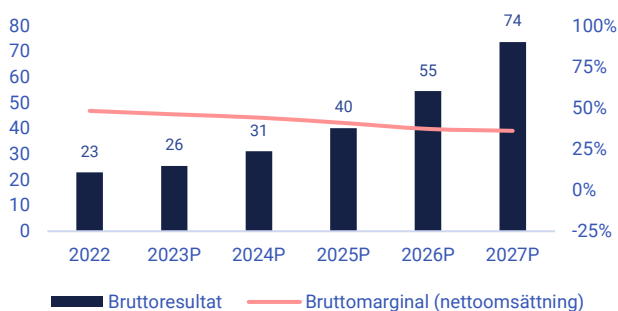
Genomsnittlig intäkt per licens antas vid utgången av 2023 uppgå till knappt 400 kronor. Vidare har vi antagit att denna siffra kommer upp till 486 kronor till utgången av 2027 och till 519 kronor till utgången an 2032. Ökningen motiveras av att bolaget säljer till nya kunder för ett högre pris, i genomsnitt 436 kronor per licens till kollektivtrafik och drygt 860 kronor till kommersiell transport.

Initialt tapp i bruttomarginalen med tilltagande tillväxt

Direkta kostnader innefattar utgifter för att driva mjukvaruplattformen och kostnader för såld hårdvara. Vi har antagit att en bruttomarginal runt 90% på mjukvaruintäkter och 12,5% på hårdvaruintäkter. Det innebär att en växande andel hårdvaruintäkter kommer pressa bolagets bruttomarginal. Likaså, när andelen mjukvaruintäkter stiger ökar bruttomarginalen.

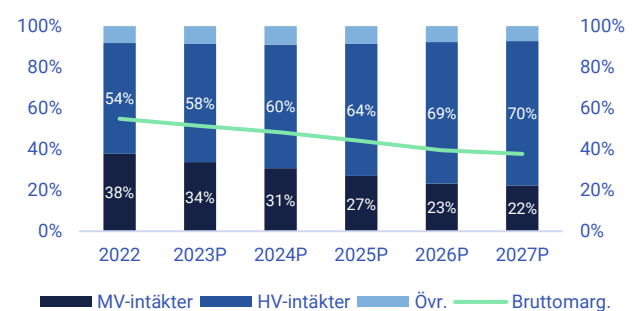
Nedan till vänster visas bruttoresultat jämte bruttomarginal. Som framgår räknar vi med ett bruttoresultat om 26 MSEK under 2023. Det motsvarar en bruttomarginal på 51,3% (räknat på totala intäkter). Fram till 2027 ökar bruttoresultatet till cirka 78 MSEK, motsvarande en lägre bruttomarginal på 37,7%. I vårt scenario ökar åter bruttomarginalen under 2028 för att stiga till 49,9% under 2032

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fördelning nettoomsättning och bruttomarginal

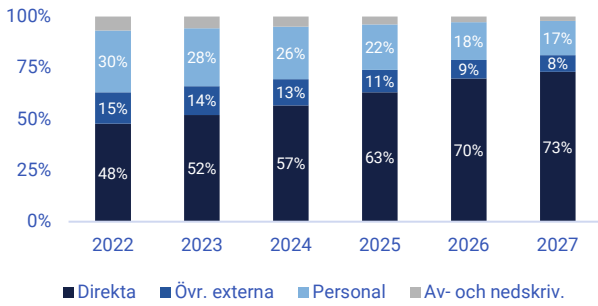


Fördelningen under 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fortsatt positivt resultat på sista raden

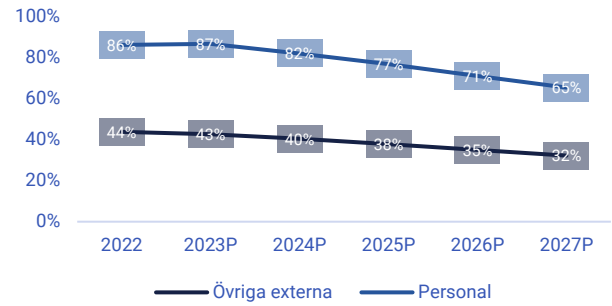
Nedan till vänster visas kostnadsfördelningen. Som framgår ökar kostnaderna där direkta kostnader med tilltagande tillväxt och därmed en större andel hårdvaruintäkter.

Kostnadsfördelning



Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

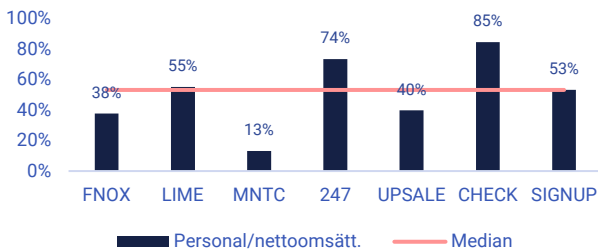
Kostnad som andel av mjukvaruintäkter



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

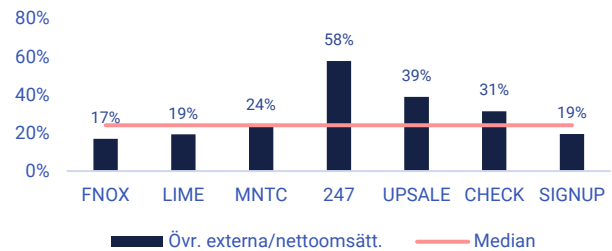
Som andel av mjukvaruintäkter uppgick personalkostnader till cirka 86% under 2022. Se graf ovan till höger. Vi räknar med att denna andel faller till cirka 65% till 2027 och till cirka 48% till 2032. Det är i linje med genomsnittet för de svenska SaaS-bolagen i referensgruppen. Övriga externa kostnader, som andel av nettoomsättning, räknar vi med kommer ned till cirka 32% av mjukvaruintäkterna till 2027 och till cirka 23% till 2032. Även detta är i linje med medianen bland de svenska SaaS-bolagen i referensgruppen.

Kostnad som andel av mjukvaruintäkter



Avser 2022. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

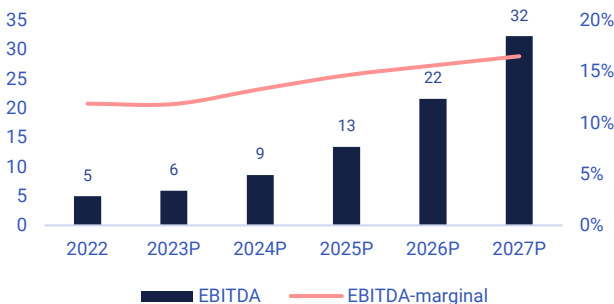
Kostnad som andel av mjukvaruintäkter



Avser 2022. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

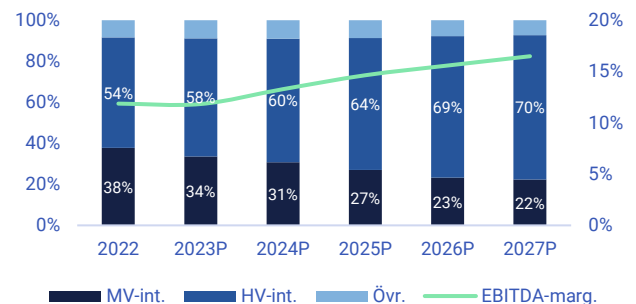
Under 2022 landade EBITDA-marginalen på 11,9%. Med tillväxt fast en något lägre bruttomarginal och högre kostandsbas räknar vi med att EBITDA-marginalen faller marginellt till 11,8% 2023. Med skalbarhet i modellen räknar vi med att EBITDA-marginalen kan stiga mot 16,5% till 2027 och till 25,1% till 2032. Hårdvaruintäkter håller tillbaka marginalen men lyfter EBITDA-resultatet i absoluta tal. SaaS-bolagen i referensgruppens medianvärde för EBITDA-marginal 2023 ligger runt 30%.

EBITDA-resultat (MSEK) och marginal (%)

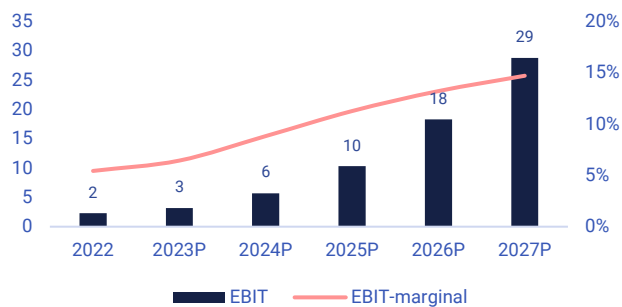


Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

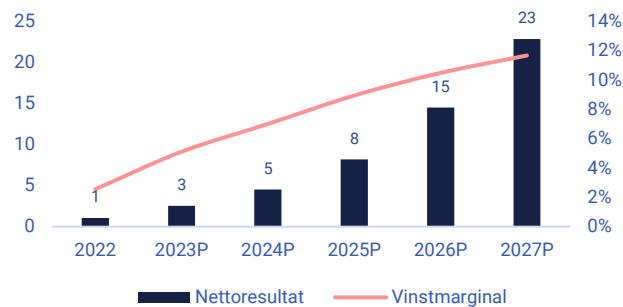
Fördelning nettoomsättning och EBITDA-marginal



Fördelningen under 2022 är en uppskattning av Carlsquare. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBIT (MSEK) och EBIT-marginal (%)


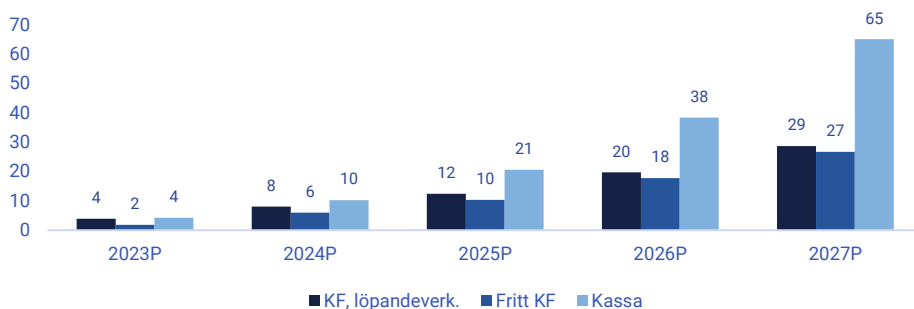
Källa: Carlsquare prognoser

Res. efter skatt (MSEK) och marginal (%)


Källa: Carlsquare prognoser

Kassaflöde

Kassan vid utgången av 2022 uppgick till 2,3 MSEK. Kundfordringar uppgår uppgick till 16,5 MSEK och leverantörsskulder till 11,2 MSEK. Givet vårt scenario kommer bolaget kunna växa utan nytt externt kapital. Dock vid negativ avvikelse av utfallet från våra prognoser kommer också finansieringsbehovet att förändras.

Kassaflöde (MSEK)


Källa: Carlsquare prognoser

Värdering som noterad aktie

Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering till ett genomsnitt beräknas ett motiverat aktievärde till 156 MSEK, motsvarande 0,28 kronor per aktie. Värderingen förutsätter att aktien listas. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel 2023 på 3,4x och 10,1x mjukvaruintäkter 2023 samt EV/EBITDA 2023 på 26,1x. Referensgruppen inom mjukvara handlas till EV/Sales 2023 om 6,9x och EV/EBITDA 2023 om 20,2x. Premien motiveras starka tillväxtutsikter med den internationella expansionen. Nya större avtal av värde drivare.

Motiverat värde inom ett intervall

0,28 kronor per aktie vid första handelsdag

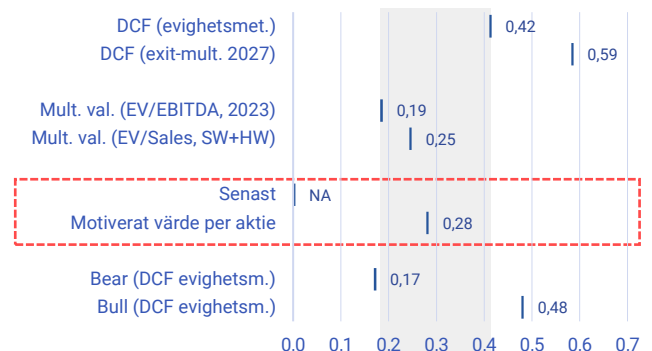
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat aktievärde till 156 MSEK, motsvarande 0,28 kronor per aktie. Vår värdering förutsätter att aktien tas upp till handel. Innan första handelsdag beräknas det motiverade värdet till 109 MSEK (30% rabatt). Värderingen bygger på en stark tillväxt under de kommande åren med den internationell expansionen som draglok.

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

Valuta, SEK		1,0
EV/Sales, 2023 MV+HV	SEK	0,25
EV/EBITDA, 2023	SEK	0,19
DCF-värdering	SEK	0,42
Motiverat värde per aktie	SEK	0,28
Möjlig upp-/nedsida		NA
Aktier, full finansiering och utspädning	M	549
Aktievärde	MSEK	156
Kassa (senast kv-rapport)	MSEK	2,3
Skuld (senast kv-rapport)	MSEK	0,0
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	0
EV	MSEK	154

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

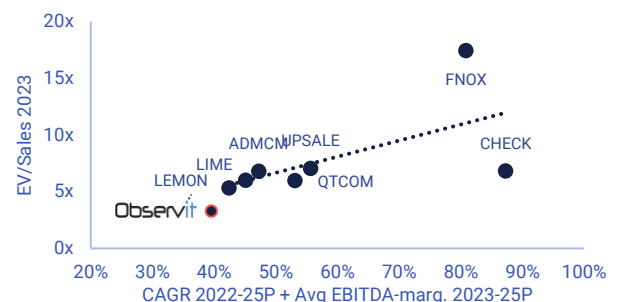
Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel 2023 på 3,4x and 10,1x mjukvaruintäkterna. Referensgruppen bestående av SaaS-bolag handlas i dag till en EV/Sales 2023 om 6,9x. Vår värdering motsvarar en EV/EBITDA 2023 på 26,1x. SaaS-bolag handlas till en EV/EBITDA-multipel 2023 om 20,2x. Bolaget värderas således med en premie i förhållande till denna referensgrupp. Premien motiveras av starka tillväxtutsikter liksom marginalexpansion givet ökad andel mjukvaruintäkter och skalbarhet i tillväxtstrategin. EV/EBITDA 2024 är 17,9x.

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2022	2023P	2024P	2025P
EV/Sales	4,2x	3,4x	2,6x	1,8x
EV/mjukvaruint.	11,1x	10,1x	8,3x	6,6x
EV/EBITDA	30,8x	26,1x	17,9x	11,5x
EV/EBIT	67,3x	47,9x	26,9x	14,9x
P/E	145,4x	61,2x	34,4x	19,0x

Källa: Carlsquare prognoser

Implicit EV/Sales jämfört med SaaS-referensgrupp



Observit EV/Sales-multipel avser mjukvaruintäkter. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Nedan visas multipelvärdningen för Observit som ett listat bolag. För värderingen med EV/Sales-multipeln har vi applicerat olika multiplar för mjukvaru- respektive hårdvaruintäkter.

Multipelvärdering medianvärde EV/Sales 2023, basscenario

Multipel mjukvara		6,9x
Mjukvaruintäkter, 2023P	SEKm	15,2
EV	SEKm	104
Multipel, hårdvara+service		1,0x
Intäkter hårdvara+service, 2023P	SEKm	30
EV	SEKm	30
Summa EV	SEKm	134
Nettokassa	SEKm	2,3
Aktievärde	SEKm	136
Utestående aktier	M	549
Värde per aktie	SEK	0,25

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Multipelvärdering medianvärde EV/EBITDA 2023, basscenario

EV/EBITDA-multipel		20,2x
EBITDA, 2023E	SEKm	5,0
EV	SEKm	101
Nettokassa	SEKm	2,3
Aktievärde	SEKm	103
Utestående aktier	M	549
Värde per aktie	SEK	0,19

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Värderingsmultiplar, SaaS-bolag

	HQ	Mcap (EURm)	EV (EURm)	EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E (adj.)	
				NTM	2023	NTM	2023	NTM	2023	NTM	2023
Fortnox AB	SE	2 588	2 588	17,4x	17,4x	35,4x	35,4x	43,7x	43,7x	82,6x	82,6x
Qt Group	FI	1 127	1 151	6,0x	6,0x	21,0x	21,0x	25,2x	25,2x	52,1x	52,1x
Lime Technologies	SE	274	295	6,0x	6,0x	19,4x	19,4x	30,8x	30,8x	34,2x	34,2x
SmartCraft	NO	282	265	7,7x	7,7x	18,9x	18,9x	23,7x	23,7x	32,5x	32,5x
Admicom	FI	232	238	6,8x	6,9x	17,9x	18,2x	23,2x	23,7x	25,5x	25,8x
Lemonsoft	FI	146	138	5,3x	5,3x	18,0x	18,0x	NM	18,9x	26,1x	26,1x
Upsales	SE	109	104	7,0x	7,0x	23,7x	23,7x	29,6x	29,6x	29,0x	29,0x
Checkin.Com	SE	92	90	6,8x	6,8x	31,0x	31,0x	NM	68,2x	90,5x	90,5x
24SevenOffice	SE	32	34	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Median		232	238	6,8x	6,9x	20,2x	20,2x	27,4x	27,4x	33,3x	33,3x
Average		543	545	7,9x	7,9x	23,2x	23,2x	29,4x	33,0x	46,6x	46,6x

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

DCF-värdering

Den internationella expansionen avspeglas i huvudsak i DCF-värderingen. Det finns osäkerhet kring den internationella expansionens framgång varför vi har adderat en bolagsspecifik premie till diskonteringsräntan.

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering			Disk.ränta			
PV(UFCF)	MSEK	99	Risikfri ränta	2,3%	Skattejust. ränta	0,0%
PV(TV)	MSEK	127	Marknadsriskprem.	6,7%	Belåning	0,0%
EV	MSEK	226	Storleksprem.	4,2%	WACC	15,4%
Nettokassa (+), senast kv.	MSEK	2,3	Beta	1,2x	Bolagsspecifik prem.	1,5%
Värde, associerade bolag	MSEK	0,0	Avkastningskrav, EK	15,4%	Disk.ränta	16,9%
Värde, minoritetsintressen	MSEK	0,0	Antaganden			
Aktievärde	MSEK	228	CAGR, 2021–2032	26,4%		
PV (aktiefinansiering)	MSEK	0	Just. EBITDA-marg., -32	24,2%		
Aktievärde efter finansiering	MSEK	228	Just. EBIT-marg., 2032	23,7%		
Utestående aktier	Milj.	549	Skattesats	20,6%	EV-multiplar	
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	0,0	EV/Sales, NTM	NA	EV/EBITDA, NTM	NA
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	549	EV/Sales, 2023P	5,0x	EV/EBITDA, 2023P	45,4x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	0,42	P/S, NTM	NA	EV/EBIT, NTM	NA
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	0,42	P/S, 2023P	5,1x	EV/EBIT, 2023P	99,1x
Valuta	SEK/SEK	1,0	EV/Gross prof., NTM	NA	P/E, NTM	NA
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	0,4	EV/Gross prof., 2023P	10,8x	P/E, 2023P	89,7x
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	0,42				
Upp-/nedsida		NA				

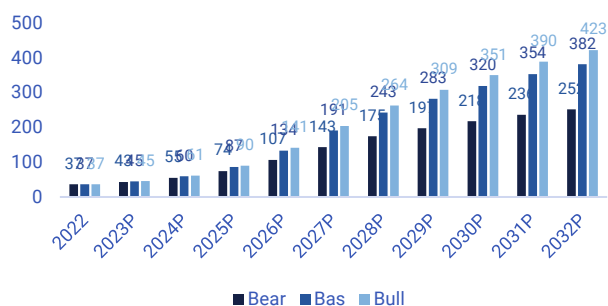
Källa: Carlsquare prognoser

Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I ett mer optimistiskt Bull-scenario modellerar vi en riskjusterad CAGR, 2022–2032, på 27,7% (bas 26,4%) och en justerad EBITDA-marginal (räknad på nettoomsättning) 2032 på 25,4% (bas 24,2%). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 0,48 kronor. I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi en CAGR, 2022–2032, på 21,2% och en EBITDA-marginal 2032 på 16,4%. I Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 0,17 kronor.

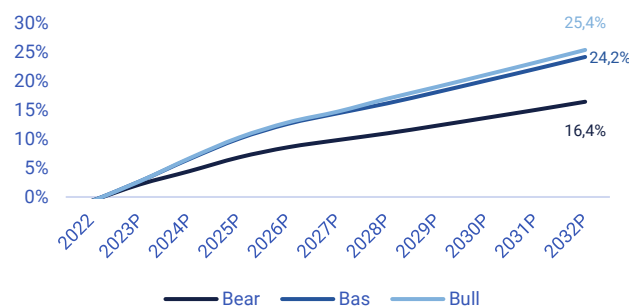
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBITDA-marginal i de tre scenariona visas nedan.

Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Just. EBITDA-marginal (%), tre scenarion



Just. EBITDA-marginal är räknad på nettoomsättning. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyckeltal och räkenskaper

Nyckeltal (SEK)

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
SEK/EUR	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pris per aktie	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Marknadsvärde	NA	NA	NA	NA	NA	NA
EV	NA	NA	NA	NA	NA	NA
P/S	NA	NA	NA	NA	NA	NA
P/E	NA	NA	NA	NA	NA	NA
P/KF löpande verks.	NA	NA	NA	NA	NA	NA
EV/Sales	NA	NA	NA	NA	NA	NA
EV/Bruttores.	NA	NA	NA	NA	NA	NA
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
EV/EBIT	NA	NA	NA	NA	NA	NA
CSQ motiverat värde per aktie	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28
CSQ marknadsvärde	156	156	156	156	156	156
CSQ EV	154	152	146	135	117	91
P/S, CSQ implicit	4,3x	3,5x	2,6x	1,8x	1,2x	0,8x
P/E, CSQ implicit	145,4x	61,2x	34,4x	19,0x	10,7x	6,8x
P/KF löpande verks., CSQ implicit	NA	40,3x	19,4x	12,6x	7,9x	5,4x
EV/Sales, CSQ implicit	4,2x	3,4x	2,4x	1,6x	0,9x	0,5x
EV/Bruttores., CSQ implicit	4,9x	3,8x	2,7x	1,8x	1,2x	0,8x
EV/EBITDA, CSQ implicit	30,8x	25,8x	17,0x	10,1x	5,4x	2,8x
EV/EBIT, CSQ implicit	67,3x	47,3x	25,5x	13,1x	6,4x	3,2x
Utestående aktier (SaP)	549,3	549,3	549,3	549,3	549,3	549,3
Utestående aktier, full utspäd. (Genoms.)	NA	549,3	549,3	549,3	549,3	549,3
EPS (SEK)	0,00	0,00	0,01	0,01	0,03	0,04
DPS (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BV per aktie (SEK)	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
tBV per aktie (SEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV per aktie (SEK)	NA	NA	NA	NA	NA	NA
EK per aktie	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Direktavkastning	NA	NA	NA	NA	NA	NA
FCF yield	NA	NA	NA	NA	NA	NA
FCF yield (obelånat)	NA	NA	NA	NA	NA	NA

SaP = Slutet av perioden. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), årsbasis

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	37	45	60	87	134	191
Summa intäkter	42	50	65	91	138	196
KSV	-19	-24	-33	-51	-84	-122
Bruttoresultat	23	26	31	40	55	74
Andra rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-18	-20	-23	-27	-33	-42
EBITDA	5	6	9	13	22	32
Just. EBITDA	5	6	9	13	22	32
Av- och nedskrivningar	-3	-3	-3	-3	-3	-3
EBIT	2	3	6	10	18	29
Just. EBIT	2	3	6	10	18	29
Finansnetto	0	0	0	0	0	0
EBT	2	3	6	10	18	29
Just. EBT	2	3	6	10	18	29
Skatt	-1	-1	-1	-2	-4	-6
Resultat efter skatt	1	3	5	8	15	23
Just. res. Efter skatt	1	3	5	8	15	23
Just. vinst per aktie	0	0	0	0	0	0
Just. vinst per aktie, full utspädning	0	0	0	0	0	0
Aktier, SaP	549	549	549	549	549	549
Aktier, AVG.	NA	549	549	549	549	549
Tillväxt	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Nettoomsättning	NA	23%	33%	45%	54%	43%
Summa intäkter	NA	19%	30%	41%	51%	41%
Bruttoresultat	NA	11%	22%	29%	36%	35%
EBITDA	NA	18%	46%	56%	61%	50%
Just. EBITDA	NA	18%	46%	56%	61%	50%
EBIT	NA	41%	78%	80%	77%	57%
Just. EBIT	NA	41%	78%	80%	77%	57%
EBT	NA	43%	78%	80%	77%	57%
Just. EBT	NA	43%	78%	80%	77%	57%
Resultat efter skatt	NA	137%	78%	80%	77%	57%
Just. res. efter skatt	NA	137%	78%	80%	77%	57%
Just. vinst per aktie	NA	137%	78%	80%	77%	57%
Marginaler	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Bruttomarginal	55%	51%	48%	44%	39%	38%
EBITDA-marginal	12%	12%	13%	15%	16%	16%
Just. EBITDA-marginal	12%	12%	13%	15%	16%	16%
EBIT-marginal	5%	6%	9%	11%	13%	15%
Just. EBIT-marginal	5%	6%	9%	11%	13%	15%
EBT-marginal	5%	6%	9%	11%	13%	15%
Just. EBT-marginal	5%	6%	9%	11%	13%	15%
Vinstmarginal	3%	5%	7%	9%	10%	12%
Just. vinstmarginal	3%	5%	7%	9%	10%	12%

SaP = Slutet av perioden. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Summa immateriella tillg.	22	21	20	19	18	16
Summa materiella tillg.	0	0	0	0	0	0
Summa övriga anläggningstillg.	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg.	22	22	21	20	18	17
Varulager	2	0	0	0	0	1
Kundfordringar	16	9	11	16	24	34
Övriga omsättningstillg.	4	2	2	3	5	7
Kassa och bank	2	4	10	21	38	65
Summa omsättningstillgångar	24	15	24	40	68	107
Summa tillgångar	47	36	45	60	86	124
Summa eget kapital	19	22	26	34	49	72
LF skulder till kreditinst.	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
KF skulder till kreditinst.	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	11	3	4	5	8	11
Övriga kortfristiga skulder	16	11	14	20	29	40
Summa kortfristiga skulder	27	14	18	25	37	52
Summa skulder	28	15	19	25	37	52
Summa eget kapital och skulder	47	36	45	60	86	124
Likviditet	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Balanslikviditet	0,9x	1,0x	1,3x	1,6x	1,8x	2,1x
Kassalikviditet	0,1x	0,3x	0,6x	0,8x	1,0x	1,3x
Belåning	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	-2	-4	-10	-21	-38	-65
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Soliditet	41%	59%	58%	57%	57%	58%
Effektivitet	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
ROA	6%	6%	11%	16%	20%	22%
ROE	15%	12%	19%	27%	35%	38%
ROIC	40%	7%	7%	14%	22%	33%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
KF, löpande verksam. före delta RK	NA	5	7	11	18	26
Delta RK	NA	-1	1	1	2	2
KF, löpande verksamhet	NA	4	8	12	20	29
KF, investeringsverksamhet	NA	-2	-2	-2	-2	-2
Fritt KF	NA	2	6	10	18	27
KF, finansieringsverksamhet	NA	0	0	0	0	0
Periodens kassaflöde	NA	2	6	10	18	27
Kassa, BaP	NA	2	4	10	21	38
Kassa, SaP	NA	4	10	21	38	65
Nyckeltal	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	NA	8%	12%	14%	14%	15%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	NA	66%	94%	93%	92%	89%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson och Christopher Solbakke äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.