Uppdatering kv1 2024

GODSINLÖSEN NORDIC AB (GIAB)

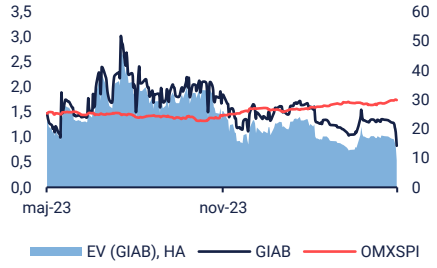
GIAB har sedan 2012 varit en drivande aktör i omställningen till en cirkulär ekonomi. Affärsområdet Insurance arbetar med cirkulär skadehantering med försäkringsbolag som kunder. 2019 startades affärsområdet Re:Commerce för att hantera företrädesvis e-handelsreturer. Inom Consulting erbjuder GIAB strategisk hållbarhetsrådgivning till företagskunder.

VD: Christer Persson
SO: Kenneth Andrén
www.giabnordic.se

Lista: First North, Stockholm
Senast: 1,07 SEK
Marknadsvärde: 17 MSEK

Bloomberg: GIAB: SS
Refinitiv Eikon: GIAB.ST

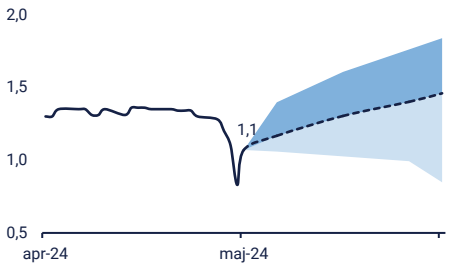
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-19,4	-26,8	-38,1	-23,0

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	0,85	1,46	1,84
Upp-/nedsida (%)	-21	36	72

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Jia Moberg
Assistant Equity Analyst

Ett tredje besparingsprogram ska ge break-even

Godsinlösen Nordic AB (GIAB) resultat för kv1 2024 blev sämre än väntat. Medan intäkterna hålls uppe väl, så är kostnaderna fortfarande för höga inom affärsområde Re:Commerce. Bolaget sjösätter ett tredje besparingsprogram som ska sänka kostnaderna med 10-12 MSEK i årstakt med full effekt från kv1 2025. Efter att ha justerat våra resultatprognoser får vi ett motiverat värde för GIAB-aktien på 1,46 SEK i Bas-scenariot (tidigare 2,5 SEK/aktie).

Bra intäkter och bruttoresultat men för höga övriga kostnader

GIAB nådde en nettoomsättning på 32,3 MSEK under kv1 2024. Det motsvarar en tillväxt på 5,6% jämfört med kv1 2023. Bolagets nettoomsättning var 3,5% bättre än vår prognos. Även bruttoresultatet på 9,9 MSEK i kv1 2024 var i linje med våra förväntningar med ca. 31% bruttomarginal. Längre ned i resultaträkningen översteg GIAB:s kostnader dock våra estimat, så att EBITDA på minus 4.7 MSEK och resultat efter finansnetto på minus 5,8 MSEK understeg våra prognoser med 19% respektive 38%.

Nytt besparingsprogram för Re:Commerce

Medan GIAB:s affärsområde Insurance erbjuder en förutsägbar och lönsam affärsmodell och med nya affärskontrakt under kv1 2024, har Re:Commerce utmaningar som bidragit till fortsatta förluster. GIAB:s företagsledning lanserar nu ett tredje besparingsprogram som ska minska kostnaderna med 10-12 MSEK per år med full efffekt från kv1 2025. Totalt har tre besparingsprogram lagts med en beräknad total besparingseffekt på mellan 35 och 37 MSEK. Antal anställda inom Re:Commerce väntas reduceras med ytterligare 17 personer som en följd av det senaste besparingsprogrammet.

GIAB:s kassa minskade till 2,8 MSEK per 31 mars 2024 från 7,1 MSEK den 31 december 2023. Därutöver kan GIAB utnyttja ytterligare 4,6 MSEK på en checkräkningskredit. Kassaflödet från den löpande verksamheten var negativt, minus 5,6 MSEK, under kv1 2024. Företagsledningen framhåller att ett ökat behov av rörelsefinansiering under resten av 2024 inte kan uteslutas mot bakgrund av den ansträngda likviditetssituationen.

Motiverat värde 1,46 SEK per aktie

Vi justerar våra intäkts- och resultatprognoser för 2024 -2028 av utfallet i kv1 2024 samt beskedet om det nya besparingsprogrammet. För de kommande fem åren, 2024–2028 modellerar vi med en årlig genomsnittlig tillväxttakt för nettoomsättningen på ca. 6%. Tillväxten antas drivas av högre volymer inom Insurance samt av fler kunder inom Re:Commerce. På EBITDA-nivå modellerar vi med positiv lönsamhet under 2027.

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde på 1,46 SEK per aktie (tidigare 2,5 SEK/aktie). Vårt nya motiverade värde för aktien motsvarar en EV/Sales-multipel NTM på 0,14x. Företag med olika affärsmodeller som verkar för cirkulära ekonomier handlas till ett medianvärde för EV/Sales NTM om 0.7x. Kan GIAB visa på tillväxt och att lönsamhet närmar sig finns en betydande potential för en uppvärdering av aktien och bolaget.

Nyckeltal (MSEK)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	140	138	142	146	154	164	181
Summa intäkter	149	141	147	151	158	169	185
Bruttoresultat	52	48	48	49	52	56	62
EBITDA	-36	-12	-12	-4	-2	1	6
EBIT	-40	-16	-14	-4	-2	0	5
EBT	-40	-16	-15	-5	-3	-1	4
VPA (SEK)	-2,52	-1,04	-0,91	-0,18	-0,11	-0,03	0,09
Just. VPA (SEK)	-2,52	-1,04	-0,91	-0,18	-0,11	-0,03	0,09
Tillväxt, nettooms.	-20%	-1%	3%	3%	5%	7%	10%
Bruttomarginal	31%	33%	30%	31%	31%	32%	32%
EBITDA-marginal	0%	0%	-6%	-3%	-1%	1%	3%
EBIT-marginal	-29%	-12%	-10%	-3%	-2%	0%	3%
EV/Sales	0,09	0,14	0,13	0,13	0,12	0,11	0,10
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	14,2x	2,9x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	44,5x	3,5x
Just.P/E	NM	NM	NM	NM	NM	NM	12,2x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

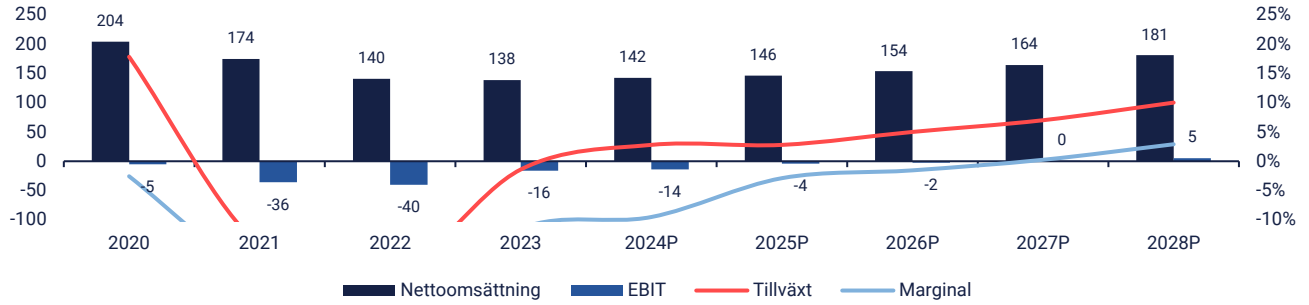
Investment case

Under de senaste åren har GIAB uppvisat en svag finansiell utveckling med fallande intäkter och ett negativt resultat. Med effektiviseringsåtgärder och en marknad som växer finns förutsättningar för bolagets resultat att vända upp. Detta avspeglas inte i dagens prissättning av aktien.

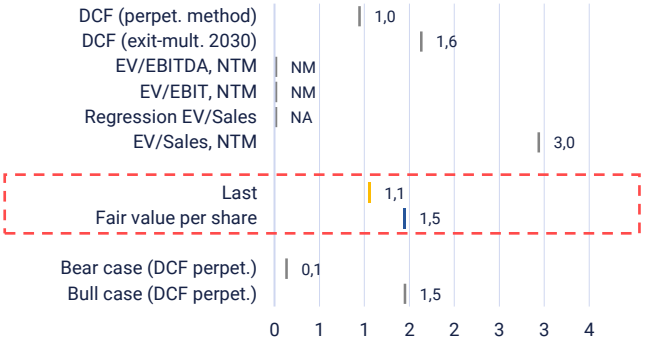
Strategisk översyn skapar förutsättningar

- **Cirkulär ekonomi** är i ropet och får stöd från reglerande organisationer som EU, vilket påskyndar utvecklingen. Företag likt GIAB vars verksamhet underlättar samhällets omställning mot en cirkulär ekonomi, har och väntas behålla en stark intäktstillväxt de kommande åren.
- **En strategisk översyn** av verksamheten har genomförts av GIAB:s företagsledning. En ökad selektivitet av vilka produkter som hanteras ska tillsammans med en effektivare organisation ta Re:Commerce till lönsamhet. Den nya mjukvaruplattformen gör att moment inom återbruket av produkter gradvis kan automatiseras.
- **Nya krav kring hållbarhetsredovisning** bör skapa en ökad efterfråga på bolagets konsulttjänster. Med en ökad transparens i kölvattnet av höjda krav kan detta även driva efterfrågan på bolagets övriga tjänster inom Insurance och Re:Commerce.
- **Intäktstillväxt och en bruttomarginal på ca 31% i kv1 2024** visar att förutsättningarna för lönsamhet finns förutsatt att personal- och övriga externa kostnader kan reduceras ytterligare. Tillväxten drivs av bearbetning av kunder för ett ökat produktflöde vilket driver lönsamhet, med förutsättningen att produkterna har ett tillräckligt högt andrahandsvärde.

- **Intäkts och lönsamhetsprognoser (MSEK) 2024-2028, basscenario**



- **Motiverat värde om 1,46 SEK per aktie** beräknas för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario inom ett intervall från 1,0 till 3,0 SEK per aktie. Ett motiverat värde på 1,46 SEK per aktie motsvarar en kurspotential på 36%.
- Vår värdering motsvarar EV/Sales NTM om 0,14x
- Vår värdering motsvarar EV/EBIT 2028 på 8.2x
- Referensgruppen handlas till EV/Sales NTM om 0,7x. Den stora rabatten motiveras av en svag historisk utveckling och utebliven lönsamhet för GIAB.

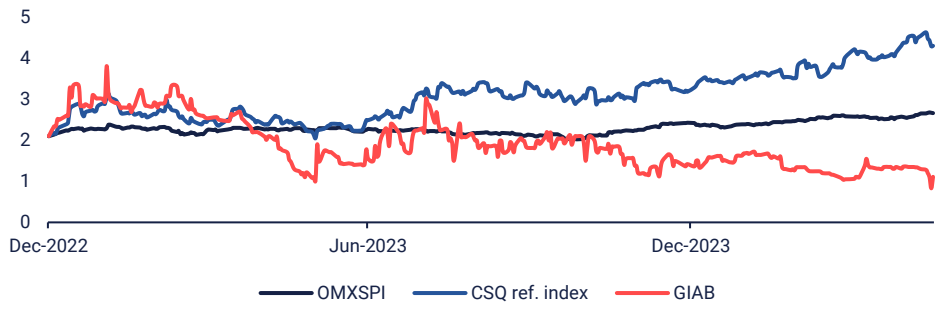


- **GIAB:s intäkter är i dag relativt koncentrerade** till ett fåtal större kunder.
- **GIAB tog nya kontrakt under kv1 2024** med LF Stockholm inom cirkulär skadeservice samt med Electrolux Hemprodukter gällande returhantering.
- **Avtalet med LF Skåne** med en årsomsättning på ca 10 MSEK löper ut för ny upphandling i under kv2 2024.
- **En ökad selektivitet till förmån för lönsamma produkter** kan ta längre tid än väntat för GIAB:s del och orsaka större intäktstapp än vad vi har räknat med.
- **Bolagets finansiella ställning** var per 31 mars 2024 svag och koncernen har ett negativt eget kapital. Vi räknar med att GIAB kommer att behöva ny finansiering redan under andra halvåret 2024.

Aktie- och värderingsutveckling

I graf nedan visas GIAB-aktiens utveckling jämfört med OMXSPI och CSQ referensindex. Detta index inkluderar företag vars affärsmodell underlättar för samhällets omställning mot cirkulära ekonomier. Som framgår har GIAB-aktien utvecklats svagare än OMXSPI och CSQ referensindex. Det förklaras av GIAB:s fallande tillväxt och en negativ lönsamhet. Parallellt har efterfrågan på så kallade turnaround-aktier varit begränsad när investerare vill minska risken i sina aktieportföljer.

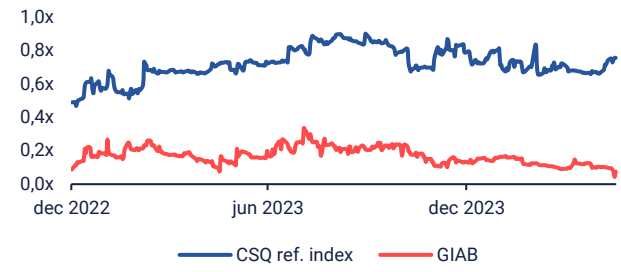
Aktieutveckling (Index 20 december 2022=2,1 SEK)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Nedan visas värderingsutvecklingen i förhållande till GIAB:s intäkts- och vinstförändring. Notera att värderingsmultiplarna är beräknade på intäkter och lönsamhet för rullande tolv månader. Som framgår värderas GIAB till en stor rabatt vad gäller EV/Sales relativt jämförbara företag. Kan GIAB närma sig eller nå lönsamhet kan värderingsrabatten mot referensgruppen minska.

EV/Sales RTM



RTM/LTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

EV/EBITDA RTM

RTM/LTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

EV/EBIT RTM

RTM/LTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

P/E RTM

RTM/LTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Prognoser och antaganden, basscenario

Vi utgår från utfallet i GIAB:s kv1 2024-rapport med högre intäkter och sämre resultat än väntat. Det gör vi att nu prognosticerar med 2% intäktstillväxt kommande fyra kvartal (kv2 2024-kv1 2025), följt av 2,5% intäktstillväxt i kv2 2025, 3,0% intäktstillväxt kv3 2025 samt 3,5% intäktstillväxt kv4 2025. Därefter antar vi 5% intäktstillväxt 2026 samt 7% intäktstillväxt 2027.

Beträffande kostnaderna antar vi att det senaste besparingsprogrammet slår igenom gradvis och accentuerat över kommande kvartal. Det innebär 2% antagna lägre personal- och övriga externa kostnader kv2 2024, 4% lägre sådana kostnader kv3 2024 samt 6% lägre sådana kostnader kv4 2024 och kv1 2025. Därefter antas kostnadsbasen åter växa med 0,5% per kvartal från och med kv2 2025.

Justerade omsättnings- och resultatprognoser 2024-2027

	2024P	2025P	2026P	2027P	Just. 2024P	Just. 2025P	Just. 2026P	Just. 2027P
Nettoomsättning	142	146	154	164	8%	8%	8%	8%
Summa rörelseintäkter	147	151	158	169	10%	10%	10%	9%
Bruttoresultat	48	49	52	56	13%	17%	16%	15%
EBITDA	-12	-4	-2	1	77%	19%	-19%	31%
EBIT	-14	-4	-2	0	74%	9%	-18%	n.m.
Just. VPA (SEK)	-0,91	-0,18	-0,11	-0,03	-157%	-107%	-104%	-101%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Till följd av att GIAB förväntas gå med förlust ytterligare ett antal kvartal samt dessutom binda upp rörelsekapital kopplad till verksamheten räknar vi med att bolaget behöver genomföra en nyemission om 10 MSEK under kv4 2024, följt av ytterligare 5 MSEK i nyemitterat kapital under 2026 respektive 2028. Med nuvarande låga aktiekurs resulterar det i en betydande utspädning av motiverat värde för GIAB-aktien. Det är den främsta orsaken till att vårt motiverade värde för aktien sjunker från 2,5 SEK till 1,46 SEK/aktie.

Värdering

Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering till ett genomsnitt beräknas ett motiverat värde till 1,46 SEK per aktie i GIAB för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel NTM på 0,14x. Referensgruppen handlas till EV/Sales NTM om 0,7x. Rabatten motiveras av GIAB:s har haft en svag historisk lönsamhetsutveckling.

Motiverat värde inom ett intervall

Förutsättningar för turnaround av resultatet ger potential

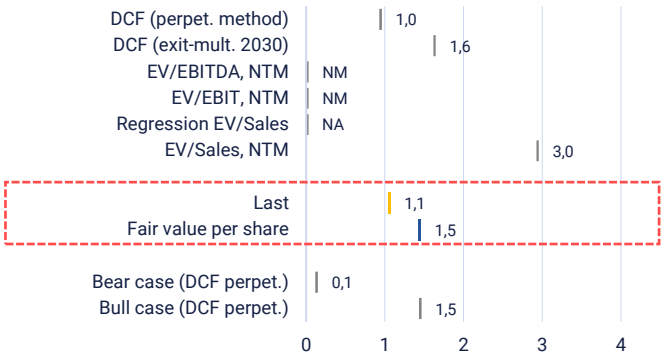
I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde om 1,46 SEK per aktie för de kommande 6–12 månaderna. Värderingen bygger på att bolaget kan vända till tillväxt och med effektiviseringar och storskalsfördelar nå lönsamhet under 2027.

Motiverat värde (SEK/aktie), basscenario

		Vikt	
Valuta, SEK/SEK			1,0
EV/Sales, NTM	SEK	25%	3,0
Regression, EV/Sales	SEK	0,0%	NA
EV/EBIT, NTM	SEK	0,0%	NM
DCF-värdering	SEK	75%	1,0
Motiverat värde per aktie	**SEK**		1,5
Möjlig upp-/nedsida			36%
Aktier, full finansiering och utspädning	MILJ		38,3
Aktievärde	MSEK		56
Kassa (senast kv)	MSEK		3
Skuld (senast kv)	MSEK		5
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK		15
EV	MSEK		44

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (SEK/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2022	2023	Nuv. NTM	NTM	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EV/Sales	0,1x	0,1x	0,1x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,2x
EV/EBITDA	-0,4x	-1,6x	-1,6x	-4,6x	-3,5x	-12,2x	-26,9x	33,5x	6,9x
EV/EBIT	-0,3x	-1,2x	-1,5x	-4,3x	-3,1x	-10,1x	-17,9x	104,8x	8,2x
Adj. P/E	-0,8x	-1,4x	-1,2x	-4,9x	-1,6x	-7,9x	-12,9x	-48,9x	16,7x

Källa: Carlsquare prognoser

Värdering enligt tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Tillväxtantaganden, intäkter			
CAGR, 2023-26	3,1%	3,5%	3,7%
CAGR, 2026-29	7,0%	8,0%	8,8%
CAGR, 2023-33	4,7%	5,3%	5,7%
Antaganden, EBITDA-marginal			
Genomsnitt, 2023-25	-6,8%	-4,0%	-2,6%
Genomsnitt, 2027-29	-0,3%	3,1%	4,8%
Genomsnitt, 2023-33	-0,3%	2,9%	4,6%
2032	5,8%	9,1%	11,0%
Värde per aktie (SEK)	**0,85**	**1,46**	**1,84**

Källa: Carlsquare prognoser

DCF värdering

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering							
PV(UFCF)	MSEK	5	Disk.ränta				
PV(TV)	MSEK	20	Riskfri ränta	2,3%		Skattejust. ränta	6,2%
EV	MSEK	25	Marknadsriskprem.	6,1%		Belåning	0,0%
Nettoskuld(+), senast kv.	MSEK	2,6	Storleksprem.	3,8%		WACC	14,1%
Värde, associerade bolag	MSEK	0,0	Beta	1,2x		Bolagsspecifik prem.	4,2%
Värde, minoritetsintressen	MSEK	0,0	Avkastningskrav, EK	14,1%		**Disk.ränta**	**18,3%**
Aktievärde	MSEK	22	Antaganden				
PV(aktiefinansiering)	MSEK	15	CAGR, 2023-33P	5,3%			
Aktievärde efter finansiering	MSEK	37	EBITDA-marg., 2033P	9,1%			
Utestående aktier	Milj.	16	EBIT-marginal, 2033P	8,7%			
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	23	Skattesats	20,6%			
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	38	Värderingsmultiplar				
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	1,4	EV/Sales, NTM	0,2x		EV/EBITDA, NTM	NM
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	1,0	EV/Sales, 25P	0,2x		EV/EBITDA, 25P	NM
Valuta	SEK/SEK	1,0	P/S, NTM	0,2x		EV/EBIT, NTM	NM
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	1,4	P/S, 25P	0,2x		EV/EBIT, 25P	NM
Värde per aktie efter fin. & utspäd.	**SEK**	**1,0**	EV/Bruttores., NTM	0,6x		P/E, NTM	NM
Upp-/nedsida		-10%	EV/Bruttores., 25P	0,5x		P/E, 25P	NM

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Nedan visas värderingen av sex branschbolag med börsvärde, obelånat marknadsvärde och intäktstillväxt under perioden 2022–2025, EBITDA-marginaler och EV/Sales-multiplar på aktuell börsvärdering.

Multipelvärdering medianvärde EV/Sales NTM

	HQ	Mcap (SEKm)	Sales CAGR, 2023-26	EBIT marg, 2024-26	EV/Sales, NTM
Ref.gruppens median		159	10%	4%	0,7x
Ref.gruppens genomsnitt		227	10%	7%	0,9x
Rabatt					0,0%
Använd multipel					0,7x
Nettoomsättning	MSEK				143,0
EV	MSEK				101
Nettokassa(-), senast kv	MSEK				2,6
Värde, associerade bolag	MSEK				0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK				0,0
PV (kassa från nyemissioner)	MSEK				14,6
Aktievärde efter finansiering	MSEK				113
Antal utestående aktier	milj.				16
Nya aktier från aktiefinansiering	milj.				22,5
Utestående aktier efter full finansiering	milj.				38
Valuta	SEK/SEK				1,0
Värde per aktie efter fin. & utspäd.	**SEK**				**3,0**

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

GIAB möter ett antal risker och utmaningar i sin verksamhet. De viktigaste är att nå lönsamhet inom återbruket av varor för Re:Commerce samt beroendet av relativt få kunder inom Insurance.

Fåtal viktiga kunder

GIAB är beroende av relativt få kunder (totalt ca 20) inom affärsområdet Insurance som står för mer än hälften av koncernens intäkter. Totalt har GIAB omkring 150 kundföretag och organisationer som levererar produkter till dem för återbrukshantering inom Re:Commerce. GIAB-koncernens fem största kunder står för omkring 60% av inflödet.

Bra pris krävs för lönsamt återbruk av produkter

Både konsumenter och företag ser det positiva och även nödvändiga med att återbruka produkter för att minska avtrycket på miljön. Men ska dessa produkter hanteras genom logistik, paketering etc finns det ett antal produkter där kostnaderna för ompaketering, frakt etc överstiger den värdeökning som kan nås efter att produkterna har sålts vidare i begagnat skick.

Ideella krafter ökar utbudet av återbruksalternativ

Medvetenheten om att återbruket av produkter utgör en viktig del i kampen för en bättre miljö har gjort att många ideella krafter arbetar med återbruk. Det ideella arbetet minskar möjligheten för kommersiella företag att nå lönsamhet i sina återbrukaffärer.

Mobiltelefoner åldras snabbt på mjukvarusidan

Mobiltelefoner åldras snabbt ur ett användarperspektiv, eftersom mjukvaran inte hänger med. En tio år gammal mobiltelefon kan vara i nyskick men ändå upplevas som bristfällig. Nya uppdateringar kan saknas, liksom att mobilen saknar stöd för viktiga funktioner som användaren behöver. Även om konsumenter i genomsnitt behåller mobiltelefoner längre tid än för tio eller 20 år sedan driver utvecklingen på mjukvarusidan ändå mot att mobiltelefonerna byts ut ganska ofta.

Försäkringsbolagen behöver anpassa sina villkor

Försäkringsbolagens och försäkringstagarnas intresse för cirkulerade produkter lär inte öka nämnvärt förrän försäkringstagarna märker av lägre försäkringspremier om de enligt avtal accepterar rekonditionerade ersättningsvaror, i stället för ersättning från försäkringsbolag till köp av en ny produkt.

Företagen inte alltid så hållbara i sin hantering av avfall

Även om företag som exempelvis H&M och Ikea har tydliga hållbarhetsregler för hantering av avfall och överskottsprodukter har det i praktiken visat sig att dessa företag också sätter lönsamhetskriterier på en sådan hantering. Det kan handla om att elda upp kläder på soptippar i Afrika eller Asien, vilket sannolikt är den billigaste men inte mest hållbara metoden att lösa problemet med stora överskottslager av osålda varor.

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning (MSEK), kv2 2023-kv1 2025P

	Kv2, 23	Kv3, 23	Kv4, 23	Kv1, 24	Kv2, 24P	Kv3, 24P	Kv4, 24P	Kv1, 25P
Nettoomsättning	32	40	36	32	33	41	37	33
Totala intäkter	33	40	36	33	34	42	38	34
Bruttoresultat	10	14	13	10	10	12	12	10
EBITDA	-5	-1	1	-5	-5	-2	-1	-2
EBIT	-6	-2	0	-6	-5	-2	-1	-2
EBT	-6	-3	0	-6	-5	-2	-2	-2
Vinst efter skatt	-6	-3	0	-6	-5	-2	-2	-2
Vinst per aktie	-0,35	-0,16	0,00	-0,37	-0,32	-0,15	-0,07	-0,08
Tillväxt	Kv2, 23	Kv3, 23	Kv4, 23	Kv1, 24	Kv2, 24P	Kv3, 24P	Kv4, 24P	Kv1, 25P
Nettoomsättning	-6%	8%	4%	6%	2%	2%	2%	2%
Totala intäkter	-11%	8%	4%	5%	2%	5%	4%	2%
Bruttoresultat	-22%	25%	10%	-3%	-6%	-18%	-8%	3%
EBITDA	45%	83%	0%	36%	0%	-46%	-221%	61%
EBIT	41%	74%	100%	32%	14%	8%	-7740%	65%
EBT	42%	71%	100%	30%	8%	6%	-3974%	61%
Vinst efter skatt	42%	71%	100%	30%	8%	6%	-3974%	61%
Marginaler	Kv2, 23	Kv3, 23	Kv4, 23	Kv1, 24	Kv2, 24P	Kv3, 24P	Kv4, 24P	Kv1, 25P
Bruttomarginal	31%	36%	35%	30%	29%	28%	31%	30%
EBITDA-marginal	-14%	-3%	3%	-14%	-14%	-5%	-3%	-5%
EBIT-marginal	-17%	-6%	0%	-17%	-14%	-5%	-4%	-6%
EBT-marginal	-17%	-6%	0%	-17%	-15%	-6%	-4%	-7%
Vinstmarginal	-17%	-6%	0%	-17%	-15%	-6%	-4%	-7%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), 2021-2028P

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	174	140	138	142	146	154	164	181
Summa intäkter	179	149	141	147	151	158	169	185
KSV	-125	-96	-93	-99	-101	-106	-112	-123
Bruttoresultat	53	52	48	48	49	52	56	62
Rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-86	-89	-61	-60	-53	-54	-55	-56
EBITDA	-33	-36	-12	-12	-4	-2	1	6
Avskrivningar	0	0	0	-2	0	-1	-1	-1
EBIT	-36	-40	-16	-14	-4	-2	0	5
Finansnetto	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
EBT	-36	-40	-16	-15	-5	-3	-1	4
Skatt	7	1	0	0	0	0	0	-1
Resultat efter skatt	-29	-40	-16	-15	-5	-4	-1	3
Summa res. hänför. till moderbolaget	-28	-41	-16	-15	-5	-4	-1	3
VPA	-1,65	-2,52	-1,04	-0,91	-0,18	-0,11	-0,03	0,09
VPA ef. utspädning	-1,65	-2,52	-1,04	-0,91	-0,18	-0,11	-0,03	0,09
Aktier, UB	15,8	15,8	15,8	29,1	31,6	31,6	38,3	38,3
Aktier, AVG.	24,4	15,8	15,8	22,4	30,4	31,6	34,9	38,3

Tillväxt	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	-14%	-20%	-1%	3%	3%	5%	7%	10%
Summa intäkter	-13%	-17%	-5%	4%	3%	5%	7%	10%
Bruttoresultat	-27%	-2%	-8%	-1%	3%	6%	8%	11%
EBITDA	-935%	-10%	66%	-1%	71%	55%	NM	383%
EBIT	-585%	-12%	60%	14%	69%	44%	NM	1182%
EBT	-585%	-12%	59%	9%	64%	35%	83%	NM
Resultat efter skatt	-496%	-35%	59%	9%	64%	34%	71%	NM
VPA	-159%	-52%	59%	12%	80%	39%	74%	NM
Marginaler	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Bruttomarginal	30%	35%	34%	32%	33%	33%	33%	34%
EBITDA	-18%	-24%	-9%	-8%	-2%	-1%	1%	3%
EBIT-marginal	-20%	-27%	-11%	-10%	-3%	-2%	0%	3%
EBT-marginal	-20%	-27%	-12%	-10%	-4%	-2%	0%	2%
Vinstmarginal	-16%	-27%	-12%	-10%	-4%	-2%	-1%	2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK) 2021-2028P

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Summa immateriella tillg.	7	8	7	8	8	9	10	10
Summa materiella tillg.	5	3	2	1	1	1	1	0
Summa övriga anläggningstillg.	7	8	8	8	8	8	8	8
Summa anläggningstillg.	19	19	17	16	17	17	18	18
Varulager	9	10	6	8	7	8	9	10
Kundfordringar	6	6	8	9	10	10	11	12
Övriga omsättningstillg.	7	8	9	9	8	8	9	9
Kassa & likvida medel	49	14	7	8	12	7	13	18
Summa omsättningstillgångar	72	39	30	34	37	34	41	48
Summa tillgångar	91	58	47	50	54	51	59	66
Summa eget kapital	55	15	-1	-6	-7	-10	-7	-3
Avsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Långfrist. skulder till kreditinst.	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfrist. Skulder	0	2	3	2	2	2	2	2
Summa långfristiga skulder	0	2	3	2	2	2	2	2
Kortfrist. skulder till kreditinst.	0	0	0	10	10	10	10	10
Leverantörsskulder	14	17	12	15	16	16	17	18
Övriga kortfristiga skulder	22	25	32	29	33	33	36	39
Summa kortfrist. skulder	36	41	44	54	59	59	63	67
Summa eget kapital och skulder	91	58	47	50	54	51	59	66

Likviditet	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Balanslikviditet	2,0x	0,9x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,7x	0,7x
Kassalikviditet	1,6x	0,5x	0,3x	0,3x	0,4x	0,3x	0,4x	0,4x
KF löpande verk. /kortfristiga skulder	-0,7x	-0,8x	-0,2x	-0,3x	0,0x	-0,1x	0,0x	0,1x
Belåning	**2021**	**2022**	**2023**	**2024P**	**2025P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	-49	-14	-7	2	-2	3	-3	-8
Nettoskuld(+)/nettokassa(-) exkl. leasing	-49	-14	-7	2	-2	3	-3	-8
Nettoskuld/EBITDA	1,5x	0,4x	0,6x	-0,2x	0,5x	-1,9x	-2,4x	-1,3x
Nettoskuld/EK	0,0x	0,0x	0,0x	-1,6x	-1,5x	-1,0x	-1,5x	-2,9x
Soliditet	61%	26%	-2%	-12%	-13%	-21%	-12%	-5%
Effektivitet	**2021**	**2022**	**2023**	**2024P**	**2025P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
Avkastning på totalt kapital	-45%	-53%	-31%	-31%	-10%	-7%	-2%	5%
Avkastning på eget kapital	-107%	-113%	-230%	424%	82%	41%	12%	-66%
Avkasnting på investerat kapital	-71%	-75%	-31%	-27%	-8%	-5%	1%	9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK) 2021-2028P

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
KF, löpande verksam. före delta RK	-31	-29	-16	-16	0	-3	3	7
Delta RK	6	-3	9	-1	0	-1	0	-1
KF, löpande verksamhet	-26	-32	-7	-17	1	-4	3	6
KF, investeringsverksamhet	-4	-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Fritt KF	-29	-35	-9	-18	-1	-5	1	5
KF, finansieringsverksamhet	77	0	2	18	5	0	5	0
Periodens kassaflöde	48	-35	-7	1	4	-5	6	5
Kassa, BaP	1	49	14	7	8	12	7	13
Kassa, SaP	49	14	7	8	12	7	13	18

Nyckeltal	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Delta RK/Summa intäkter	3%	-2%	6%	0%	0%	0%	0%	0%
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	-14%	-21%	-5%	-11%	0%	-2%	2%	3%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	77%	87%	59%	134%	-19%	229%	204%	99%
KF, investeringsverksamhet/Summa intäkter	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Fritt KF/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	109%	79%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyckeltal (SEK) 2021-2028P

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
SEK/SEK	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pris per aktie	10,2	2,1	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Marknadsvärde	161	33	22	25	25	25	25	25
EV	98	13	19	34	18	18	18	18
P/S	0,9x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
P/E	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	34,4x
P/KF löpande verks.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	70,8	Neg.	14,0	6,4
EV/Sales	0,6x	0,1x	0,1x	0,3x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
EV/Bruttores.	1,8x	0,2x	0,4x	0,8x	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25,4x	4,6x
EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,6x
CSQ motiverat värde per aktie	10,2	2,1	1,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
CSQ marknadsvärde	160,7	33	22	51	51	51	51	51
CSQ EV	98,4	13	19	59	51	57	56	54
P/S, CSQ implicit	0,9x	0,2x	0,2x	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x
P/E, CSQ implicit	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	52,8x
P/KF löpande verks., CSQ implicit	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	143,1x	Neg.	28,3x	13,0x
EV/Sales, CSQ implicit	0,6x	0,1x	0,1x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x
EV/Bruttores., CSQ implicit	1,8x	0,2x	0,4x	0,8x	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA, CSQ implicit	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	78,8x	13,8x
EV/EBIT, CSQ implicit	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	19,5x
Aktier (SaP)	33,0	15,8	15,8	15,8	15,8	20,8	20,8	20,8
Aktier, genomsnitt	32,8	24,4	15,8	15,8	15,8	18,3	20,8	20,8
Aktier full utspäd. (genomsnitt)	32,8	24,4	15,8	15,8	15,8	18,3	20,8	20,8
EPS (SEK)	-1,65	-2,52	-1,04	-0,55	-0,30	-0,18	-0,09	0,05
DPS (SEK)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BV per aktie (SEK)	0,0	2,3	1,0	0,0	-0,6	-0,3	-0,4	-0,5
tBV per aktie (SEK)	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
EV per aktie (SEK)	3,0	0,5	1,2	2,1	1,2	1,0	0,9	0,9
EK per aktie	1,7	0,6	0,0	-0,6	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,5%	9,0%
FCF yield (obelånat)	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

SaP = Slutet av perioden. 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 Bertil Nilsson, Jia Moberg och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.