

## Uppdatering kv2 2024

### GODSINLÖSEN NORDIC AB (GIAB)

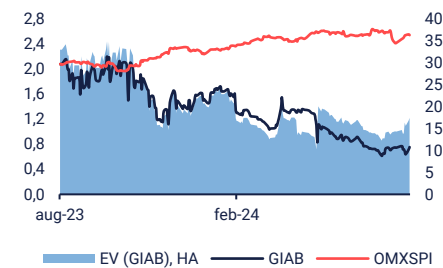
GIAB har sedan 2012 varit en drivande aktör i omställningen till en cirkulär ekonomi. Affärsområdet Insurance arbetar med cirkulär skadehantering med försäkringsbolag som kunder. 2019 startades affärsområdet Re:Commerce för att hantera företrädesvis e-handelsreturer. Inom Consulting erbjuder GIAB strategisk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

VD: Christer Persson  
SO: Patrik Olivecrona  
www.giabnordic.se

Lista: First North, Stockholm  
Senast: 0,76 SEK  
Marknadsvärde: 12 MSEK

Bloomberg: GIAB:SS  
Refinitiv Eikon: GIAB.ST

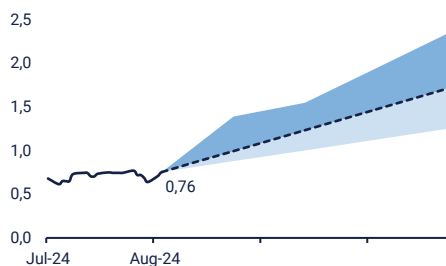
### AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-50,0	-46,8	-41,9	11,0

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	1,25	1,71	2,14
Upp-/nedsida (%)	64	125	182

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

**Bertil Nilsson**  
Senior Equity Analyst

**Herman Kuntscher**  
Equity Analyst

## På väg mot break-even med ett bättre upplägg

Godsinlösen Nordic AB (GIAB) resultat för kv2 2024 blev något bättre än väntat. Bolaget närmar sig break-even till följd av besparingsprogram på 37 MSEK som möjliggör skalbar drift och som väntas ge fullt effekt 1 januari 2025. Nya affärer i i form av köp och försäljning av varulager bidrog också positivt till resultatet i kv2 2024. Givet våra resultatprognoser ökar det motiverat värdet för GIAB-aktien till 1,71 SEK i Bas-scenariot (tidigare 1,46 SEK/aktie).

### Något bättre resultat i kv2 2024 än väntat

GIAB nådde en nettoomsättning på 32,7 MSEK motsvarande en tillväxt på 2,5% jämfört med kv2 2023. Nettoomsättningen i kv2 2024 översteg vår prognos före kv2-rapporten med 0,5%. Bruttoresultatet på 11,5 MSEK motsvarade en förbättring på 24% jämfört med kv2 2023. Samtidigt var bruttoresultatet i kv2 2024 ca 18% bättre än vårt estimat före kv2 2024-rapporten. På EBIT- och resultat efter finansnetto-nivå minskade det negativa resultatet med 30% respektive 27% jämfört med våra prognoser före kv2 2024-rapporten. Bolaget lyckades nå ett positivt kassaflöde på ca 0,37 MSEK i kv2 2024. Men GIAB har ett ansträngt likviditetssläge med ca 3,2 MSEK i kassan per 30 juni 2024.

### Tillfälligt tapp för Insurance-delen

Insurance-delen tappade omkring 4% av sin omsättning i kv2 2024 jämfört med kv2 2023, kopplat till skaderegleringsdelen på mobiltelefoner och elektronik. Ledningen bedömer att detta är en temporär nedgång, där återhämtning bör ske under H2 2024. Bolaget marknadsför sin Planetary Model mot försäkringsbolag i Norden, liksom kontrakt för att hantera produktflöden. Ett nytt sådant kontrakt kan öka nettoomsättningen med 25-40 MSEK till en bruttomarginal på 30-32% vid en produkthanteringsaffär.

GIAB-koncernen har genomfört en omfattande omstrukturering, där antalet anställda har minskat från 80 till 38 personer, där merparten är hänförligt till affärsområde Re:Commerce. Bolaget kommer framöver endast att hantera produkter där det kan göras med lönsamhet. En utvärderingsprocess pågår också angående att koncentrera affärerna till de mest lönsamma partner-företagen inom Re:Commerce.

### Motiverat värde 1,71 SEK per aktie

Vi justerar våra intäkts- och resultatprognoser för 2024-2028 marginellt, baserat på avvikelserna i utfallet för kv2 2024. 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 räknar vi med en positiv lönsamhet under 2026.

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde på 1,71 SEK per aktie (tidigare 1,46 SEK/aktie). Vårt nya motiverade värde för aktien motsvarar en EV/Sales-multipel NTM på 0,2x. Jämförbara företag handlas till ett medianvärde för EV/Sales NTM om 0.7x. Det betyder att potentialen i GIAB-aktien är betydande om företaget lyckas gå från röda till svarta siffror i resultaträkningen.

### Nyckeltal (MSEK)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	140	138	142	146	154	165	181
Summa intäkter	149	141	144	148	155	166	182
Bruttoresultat	52	48	47	48	51	55	62
EBITDA	-36	-12	-9	0	2	5	10
EBIT	-40	-16	-12	-2	0	4	9
EBT	-40	-16	-13	-2	0	3	9
VPA (SEK)	-2,52	-1,04	-0,78	-0,07	-0,01	0,05	0,15
Just. VPA (SEK)	-2,52	-1,04	-0,78	-0,07	-0,01	0,05	0,15
Tillväxt, nettooms.	-19,5%	-1,4%	2,9%	2,8%	5,0%	7,0%	10,0%
Bruttomarginal	31,4%	32,8%	31,6%	32,0%	32,5%	32,9%	33,4%
EBITDA-marginal	0,0%	0,0%	-3,4%	-0,4%	1,0%	2,9%	5,6%
EBIT-marginal	-28,7%	-11,7%	-8,5%	-1,2%	0,3%	2,2%	4,9%
EV/Sales	0,09x	0,14x	0,08x	0,08x	0,07x	0,07x	0,06x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	6,8x	2,4x	1,1x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	27,2x	3,2x	1,3x
Just.P/E	NM	NM	NM	NM	NM	15,2x	5,1x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

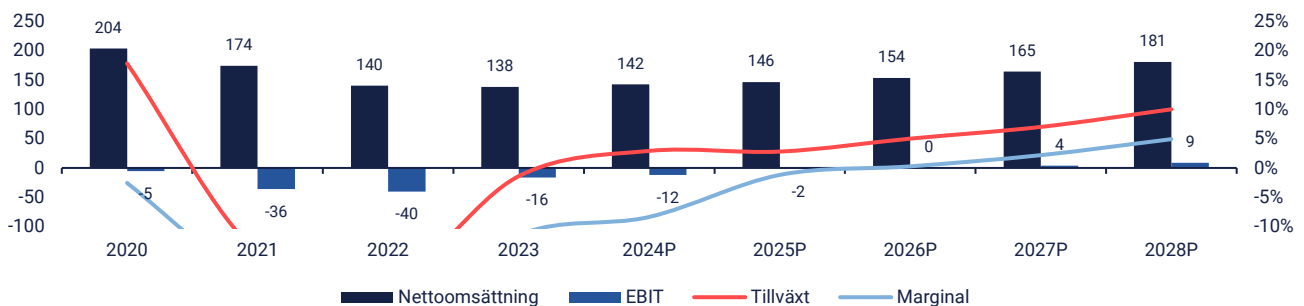
# Investment case

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.

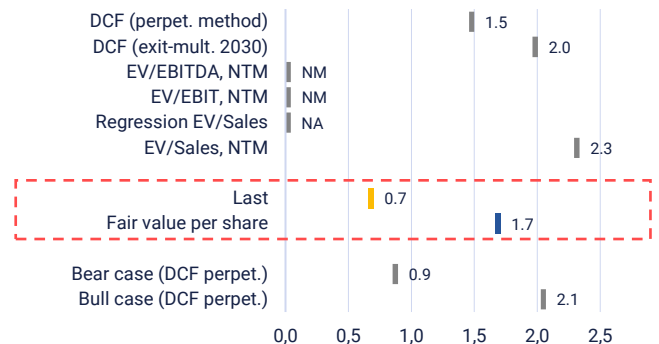
## Strategisk översyn skapar förutsättningar

- **Cirkulär ekonomi** är i ropet och får stöd från reglerande organisationer som EU, vilket påskyndar utvecklingen. Regulatoriska krav från bland annat EU gör att kraven på företagens omställning ökar snabbt. Företag likt GIAB vars verksamhet underlättar samhällets omställning mot en cirkulär ekonomi, har och väntas behålla en stark intäktsstillväxt de kommande åren.
- **En strategisk översyn** av verksamheten har genomförts av GIAB:s företagsledning under det senaste året, tillsammans med flera besparingsprogram främst inriktat mot affärsområde Re:Commerce. En ökad selektivitet av vilka produkter som hanteras ska tillsammans med en effektivare organisation lyfta Re:Commerce till lönsamhet. GIAB:s nya mjukvaruplattform 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 driva efterfrågan på bolagets övriga tjänster inom Insurance och Re:Commerce.
- **En intäktsstillväxt på 2,5% och en bruttomarginal på ca 35% i kv2 2024** visar att förutsättningarna för lönsamhet finns när det senaste besparingsprogrammet får full effekt omkring årsskiftet 2024/2025. Tillväxten drivs av bearbetning av främst försäkringsbolagskunder för ett ökat produktflöde vilket driver lönsamhet med den nya selektiviteten. Men tillväxten drivs också av lanseringen av Planetary Model som ger företagets kunder ett verktyg att mäta de miljömässiga avtrycken på sin verksamhet.

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



- **Motiverat värde om 1,71 SEK per aktie** beräknas för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario inom ett intervall från 1,25 till 2,14 SEK per aktie. Ett motiverat värde på 1,71 SEK per aktie motsvarar en kurspotential på 131%.
- Vår värdering motsvarar EV/Sales NTM om 0,2x.
- Vår värdering motsvarar EV/EBIT 2028 på 5.6x.
- Referensgruppen handlas till EV/Sales NTM om 0,7x. Den stora rabatten för GIAB motiveras av företagets historiskt svaga lönsamhetsutveckling.

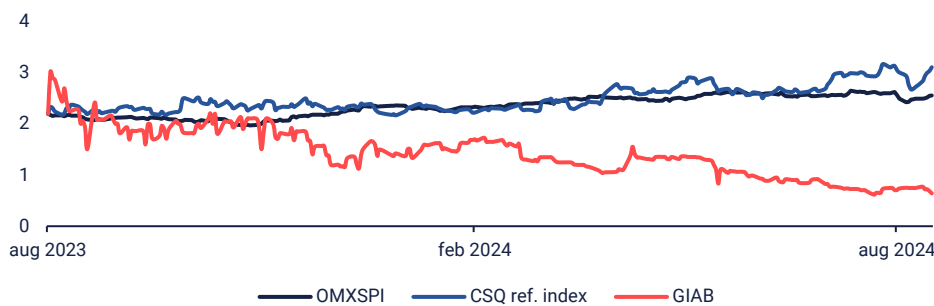


- **GIAB:s intäkter är i dag relativt koncentrerade** till ett fåtal större kunder.
- **GIAB siktar på att ta nya kontrakt** med större nordiska försäkringsbolag, som var och en kan öka GIAB:s årsintäkter med 25-40 MSEK med 35% bruttomarginal som riktmärke för lönsamheten.
- **Avtalet med LF Skåne** med en årsomsättning på ca 10 MSEK löpte ut under kv2 2024, men hade en svag lönsamhet.
- **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 30 juni 2024 svag med endast 3,2 MSEK i kassan. Koncernen redovisar ett eget kapital på minus 10 MSEK per 30 juni 2024. GIAB lär behöva ny finansiering under andra halvåret 2024.

## Aktie- och värderingsutveckling

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

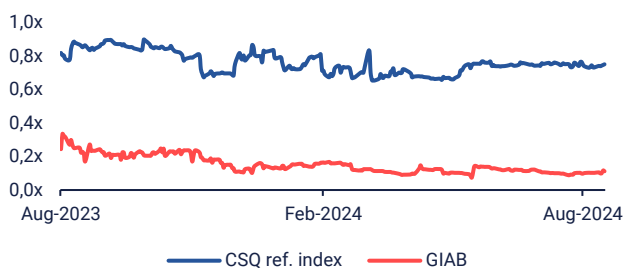
### Aktieutveckling (Index 16 augusti 2023=2,1 SEK)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Nedan visas värderingsutvecklingen relativt 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 nå lönsamhet bör 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&amp;P Capital IQ och Carlsquare

**P/E RTM**


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

## Prognoser och antaganden, basscenario

Vi behåller våra intäktsprognoser och modell för resultatutfall för kv3 2024 och framåt. Den enda justeringen vi gör är att låta den mindre avvikelser i kv2 2024-utfallet mot vår tidigare prognos slå igenom framåt i vår kassafloresmodell. Vi prognosticerar med 2% intäktstillväxt kommande tre kvartal (kv3 2024-kv1 2025), följt av 2,5% intäktstillväxt i kv2 2025, 3,0% intäktstillväxt kv3 2025 och 3,5% intäktstillväxt kv4 2025. Därefter antar vi 5% respektive 7% intäktstillväxt 2026 och 2027.

Vi antar att det senaste besparingsprogrammet slår igenom gradvis och fullt ut från och med 1 januari 2025. 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 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	165	8%	8%	8%	8%
Summa rörelseintäkter	144	148	155	166	9%	8%	8%	8%
Bruttoresultat	47	48	51	55	12%	14%	14%	13%
EBITDA	-9	0	2	5	35%	-85%	-184%	383%
EBIT	-12	-2	0	4	51%	-56%	-114%	n.m.
Just. VPA (SEK)	-0.77	-0.06	-0.01	0.04	-148%	-102%	-100%	-99%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Till följd av att GIAB väntas gå med förlust ytterligare ett antal kvartal samt 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.

# Värdering

Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering till ett genomsnitt beräknas ett motiverat värde till 1,71 SEK per aktie i GIAB för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel NTM på 0,2x. 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

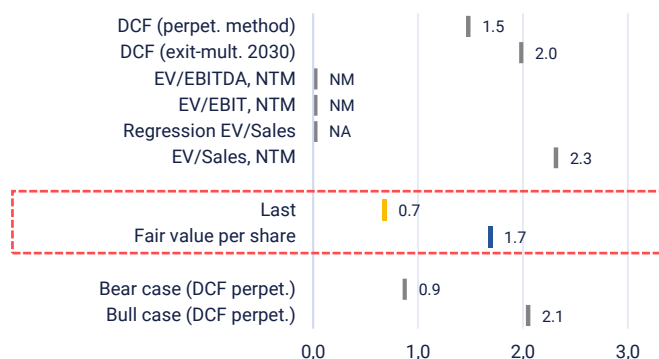
I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde om 1,71 SEK per aktie för de kommande 6–12 månaderna. Värderingen bygger på att bolaget kan vända till tillväxt och med effektiviseringar och storskalsfördelar nå lönsamhet under 2027.

#### Motiverat värde (SEK/aktie), basscenario

	Vikt		
Valuta, SEK/SEK			1.0
EV/Sales, NTM	SEK	25.0%	2.3
Regression, EV/Sales	SEK	0.0%	NA
EV/EBIT, NTM	SEK	0.0%	NM
DCF-värdering	SEK	75%	1.5
Motiverat värde per aktie	SEK		1.7
Möjlig upp-/nedsida			144%
Aktier, full finansiering och utspädning	M		48.9
Aktievärde	MSEK		83
Kassa (senast kv)	MSEK		3
Skuld (senast kv)	MSEK		7
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK		15
EV	MSEK		72

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	0.5x	0.1x	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x
EV/EBITDA	-1.6x	-7.6x	-3.8x	-20.0x	-156.4x	43.0x	14.9x	7.1x	5.2x
EV/EBIT	-1.2x	-6.0x	-2.8x	-14.6x	-40.9x	171.4x	19.9x	8.0x	5.6x
Adj. P/E	-1.4x	-2.2x	-1.9x	-15.4x	-27.4x	-216.2x	36.0x	12.2x	8.4x

Källa: Carlsquare prognoser

#### Värdering enligt tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
<b>Tillväxtantaganden, intäkter</b>			
CAGR, 2023-26	3.1%	3.6%	3.7%
CAGR, 2026-29	7.1%	8.0%	8.8%
CAGR, 2023-33	4.7%	5.3%	5.7%
<b>Antaganden, EBITDA-marginal</b>			
Genomsnitt, 2023-25	-4.0%	-2.0%	0.0%
Genomsnitt, 2027-29	2.5%	5.2%	7.4%
Genomsnitt, 2023-33	2.5%	5.0%	7.1%
2032	8.4%	11.3%	13.5%
<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>1.25</b>	<b>1.71</b>	<b>2.14</b>

Källa: Carlsquare prognoser

## DCF värdering

### DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering						
PV(UFCF)	MSEK	30	Disk.ränta			
PV(TV)	MSEK	32	Risikfri ränta	2.3%	Skattejust. ränta	6.2%
EV	MSEK	62	Marknadsriskprem.	6.1%	Belåning	0.0%
Nettoskuld(+), senast kv.	MSEK	3.7	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%	<b>Disk.ränta</b>	<b>18.3%</b>
Aktievärde	MSEK	58	Antaganden			
PV(aktiefinansiering)	MSEK	15	CAGR, 2023-33P	5.3%		
Aktievärde efter finansiering	MSEK	73	EBITDA-marg., 2033P	11.3%		
Utestående aktier	Milj.	16	EBIT-marginal, 2033P	10.8%		
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	33	Skattesats	20.6%		
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	49	Värderingsmultiplar			
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	3.7	EV/Sales, NTM	0.4x	EV/EBITDA, NTM	NM
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	1.5	EV/Sales, 25P	0.4x	EV/EBITDA, 25P	NM
Valuta	SEK/SEK	1.0	P/S, NTM	0.4x	EV/EBIT, NTM	NM
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	3.7	P/S, 25P	0.4x	EV/EBIT, 25P	NM
<b>Värde per aktie efter fin. &amp; utspäd.</b>	<b>SEK</b>	<b>1.5</b>	EV/Bruttores., NTM	1.3x	P/E, NTM	NM
Upp-/nedsida		114%	EV/Bruttores., 25P	1.3x	P/E, 25P	NM

Källa: Carlsquare prognoser

## Multipelvärdering

Nedan visas värderingen av referensgruppen med en härledning av vilket motiverat värde det motsvarar för GIAB-aktien.

### Multipelvärdering medianvärde EV/Sales NTM

	HQ	Mcap (SEKm)	Sales CAGR, 2023-26	EBIT marg, 2024-26	EV/Sales, NTM
Ref.gruppens median		126	2%	4%	0.7x
Ref.gruppens genomsnitt		200	-30%	6%	0.7x
<b>Rabatt</b>					
Använd multipel					0.7x
Nettoomsättning	MSEK				143.9
EV	MSEK				103
Nettoskuld(+), senast kv.	MSEK				3.7
Värde, associerade bolag	MSEK				0.0
Värde, minoritetsintressen	MSEK				0.0
PV(kassa från nyemissioner)	MSEK				15.2
Aktievärde efter finansiering	MSEK				114
Antal utestående aktier	milj.				16
Nya aktier från aktiefinansiering	milj.				33.1
Utestående aktier efter full finansiering	milj.				49
Valuta	SEK/SEK				1.0
<b>Värde per aktie efter fin. &amp; utspäd.</b>	<b>SEK</b>				<b>2.3</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

# Risker och utmaningar

GIAB möter ett antal risker och utmaningar i sin verksamhet. Det viktigaste är att nå lönsamhet inom återbruket av varor för Re:Commerce samt bli av med 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. En urvalsprocess pågår för att fokusera samarbetet inom Re:Commerce med de partnerföretag som GIAB bedömer kan ge bäst lönsamhet på sikt.

## 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 får lägre försäkringspremier om de accepterar rekonditionerade ersättningsvaror. Idag får försäkringstagarna som regel 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

	Kv3, 23	Kv4,23	Kv1,24	Kv2, 24	Kv3, 24P	Kv4, 24P	Kv1, 25P	Kv2 25P
Nettoomsättning	40	36	32	33	41	37	33	33
Totala intäkter	40	36	33	33	41	37	33	34
Bruttoresultat	14	13	10	11	12	12	10	12
EBITDA	-1	1	-5	-3	-1	-1	-1	0
EBIT	-2	0	-6	-4	-2	-1	-2	0
EBT	-3	0	-6	-4	-2	-1	-2	0
Vinst efter skatt	-3	0	-6	-4	-2	-1	-2	0
Vinst per aktie	-0,16	0,00	-0,37	-0,24	-0,12	-0,05	-0,05	-0,01
<b>Tillväxt</b>	<b>Kv3, 23</b>	<b>Kv4, 23</b>	<b>Kv1, 24</b>	<b>Kv2, 24</b>	<b>Kv3, 24P</b>	<b>Kv4, 24P</b>	<b>Kv1, 25P</b>	<b>Kv2, 25P</b>
Nettoomsättning	8%	4%	6%	2%	2%	2%	2%	2%
Totala intäkter	8%	4%	5%	-1%	3%	1%	-1%	3%
Bruttoresultat	25%	10%	-3%	11%	-18%	-8%	3%	4%
EBITDA	83%	0%	36%	45%	-10%	-179%	68%	0%
EBIT	74%	100%	32%	37%	21%	-6279%	68%	94%
EBT	71%	100%	30%	33%	24%	-3020%	67%	91%
Vinst efter skatt	71%	100%	30%	33%	24%	-3020%	67%	91%
<b>Marginaler</b>	<b>Kv3, 23</b>	<b>Kv4, 23</b>	<b>Kv1, 24</b>	<b>Kv2, 24</b>	<b>Kv3, 24P</b>	<b>Kv4, 24P</b>	<b>Kv1, 25P</b>	<b>Kv2, 25P</b>
Bruttomarginal	36%	35%	30%	35%	29%	32%	31%	35%
EBITDA-marginal	-3%	3%	-14%	-8%	-4%	-2%	-4%	0%
EBIT-marginal	-6%	0%	-17%	-11%	-4%	-3%	-5%	-1%
EBT-marginal	-6%	0%	-17%	-11%	-5%	-3%	-6%	-1%
Vinstmarginal	-6%	0%	-17%	-11%	-5%	-3%	-6%	-1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser



**Resultaträkning (MSEK), 2021-2028P**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	174	140	138	142	146	154	165	181
Summa intäkter	179	149	141	144	148	155	166	182
KSV	-125	-96	-93	-97	-100	-104	-110	-121
Bruttoresultat	53	52	48	47	48	51	55	62
Rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-86	-89	-61	-56	-48	-49	-50	-51
EBITDA	-33	-36	-12	-9	0	2	5	10
Avskrivningar	0	0	0	-2	-1	-1	-1	-1
EBIT	-36	-40	-16	-12	-2	0	4	9
Finansnetto	0	0	0	-1	0	0	0	0
EBT	-36	-40	-16	-13	-2	0	3	9
Skatt	7	1	0	0	0	0	-1	-2
Resultat efter skatt	-29	-40	-16	-13	-2	0	2	7
Summa res. hänför. till moderbolaget	-28	-41	-16	-13	-2	0	2	7
VPA	-1,65	-2,52	-1,04	-0,77	-0,06	-0,01	0,04	0,13
VPA ef. utspädning	-1,65	-2,52	-1,04	-0,77	-0,06	-0,01	0,04	0,13
Aktier, UB	15,8	15,8	15,8	38,1	40,6	40,6	51,7	51,7
Aktier, AVG.	24,4	15,8	15,8	26,9	39,3	40,6	46,2	51,7
<b>Tillväxt</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Nettoomsättning	-14%	-20%	-1%	3%	3%	5%	7%	10%
Summa intäkter	-13%	-17%	-5%	2%	2%	5%	7%	10%
Bruttoresultat	-27%	-2%	-8%	-3%	2%	6%	8%	11%
EBITDA	-935%	-10%	66%	23%	95%	NM	189%	110%
EBIT	-585%	-12%	60%	26%	85%	NM	761%	147%
EBT	-585%	-12%	59%	22%	82%	100%	NM	167%
Resultat efter skatt	-496%	-35%	59%	22%	82%	86%	NM	185%
VPA	-159%	-52%	59%	26%	92%	87%	NM	196%
<b>Marginaler</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Bruttomarginal	30%	35%	34%	32%	33%	33%	33%	34%
EBITDA	-18%	-24%	-9%	-7%	0%	1%	3%	6%
EBIT-marginal	-20%	-27%	-11%	-8%	-1%	0%	2%	5%
EBT-marginal	-20%	-27%	-12%	-9%	-2%	0%	2%	5%
Vinstmarginal	-16%	-27%	-12%	-9%	-2%	0%	1%	4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning (MSEK) 2021-2028P**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Summa immateriella tillg.	7	8	7	6	6	6	6	6
Summa materiella tillg.	5	3	2	1	1	1	1	1
Summa övriga anläggningstillg.	7	8	8	8	8	8	8	8
Summa anläggningstillg.	19	19	17	15	15	15	14	14
Varulager	9	10	6	8	7	8	9	10
Kundfordringar	6	6	8	9	10	10	11	12
Övriga omsättningstillg.	7	8	9	8	8	8	8	9
Kassa & likvida medel	49	14	7	7	15	14	24	33
Summa omsättningstillgångar	72	39	30	32	40	40	52	63
Summa tillgångar	91	58	47	48	55	55	66	77
Summa eget kapital	55	15	-1	-4	-1	-2	5	12
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	7	7	7	7	7
Leverantörsskulder	14	17	12	15	15	16	17	18
Övriga kortfristiga skulder	22	25	32	28	32	32	35	38
Summa kortfrist. skulder	36	41	44	50	54	55	59	63
Summa eget kapital och skulder	91	58	47	48	55	55	66	77
<b>Likviditet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Balanslikviditet	2,0x	0,9x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,9x	1,0x
Kassalikviditet	1,6x	0,5x	0,3x	0,3x	0,5x	0,4x	0,6x	0,7x
KF löpande verk. /kortfristiga skulder	-0,7x	-0,8x	-0,2x	-0,3x	0,1x	0,0x	0,1x	0,2x
<b>Beläning</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	-49	-14	-7	0	-8	-7	-18	-26
Nettoskuld(+)/nettokassa(-) exkl. leasing	-49	-14	-7	0	-8	-7	-18	-26
Nettoskuld/EBITDA	1,5x	0,4x	0,6x	0,0x	18,3x	-4,4x	-3,6x	-2,6x
Nettoskuld/EK	0,0x	0,0x	0,0x	-1,7x	-4,6x	-3,8x	1,3x	0,6x
Soliditet	61%	26%	-2%	-8%	-3%	-3%	8%	16%
<b>Effektivitet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Avkastning på totalt kapital	-45%	-53%	-31%	-27%	-4%	-1%	4%	10%
Avkastning på eget kapital	-107%	-113%	-230%	538%	83%	19%	137%	78%
Avkastning på investerat kapital	-71%	-75%	-31%	-24%	-4%	1%	7%	17%

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	4	1	7	11
Delta RK	6	-3	9	2	0	-1	0	-1
KF, löpande verksamhet	-26	-32	-7	-14	4	0	6	10
KF, investeringsverksamhet	-4	-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Fritt KF	-29	-35	-9	-15	3	-1	5	9
KF, finansieringsverksamhet	77	0	2	15	5	0	5	0
Periodens kassaflöde	48	-35	-7	0	8	-1	10	9
Kassa, BaP	1	49	14	7	7	15	14	24
Kassa, SaP	49	14	7	7	15	14	24	33
<b>Nyckeltal</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Delta RK/Summa intäkter	3%	-2%	6%	2%	0%	0%	0%	0%
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	-14%	-21%	-5%	-9%	3%	0%	4%	5%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	77%	87%	59%	144%	-927%	-1%	133%	99%
KF, investeringsverksamhet/Summa intäkter	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Fritt KF/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	-61%	112%	89%

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	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Marknadsvärde	161	33	22	10	10	10	10	10
EV	98	13	19	10	14	14	14	14
P/S	0,9x	0,2x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
P/E	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,3x	4,8x
P/KF löpande verks.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,4	Neg.	1,6	1,0
EV/Sales	0,6x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
EV/Bruttores.	1,8x	0,2x	0,4x	0,2x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,2x	2,9x	1,4x
EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32,8x	3,8x	1,5x
CSQ motiverat värde per aktie	10,2	2,1	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
CSQ marknadsvärde	160,7	33	22	83	83	83	83	83
CSQ EV	98,4	13	19	83	75	76	66	57
P/S, CSQ implicit	0,9x	0,2x	0,2x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
P/E, CSQ implicit	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	34,6x	12,2x
P/KF löpande verks., CSQ implicit	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	19,6x	Neg.	13,0x	8,3x
EV/Sales, CSQ implicit	0,6x	0,1x	0,1x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	0,3x
EV/Bruttores., CSQ implicit	1,8x	0,2x	0,4x	0,2x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x
EV/EBITDA, CSQ implicit	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	45,4x	13,7x	5,6x
EV/EBIT, CSQ implicit	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	181,1x	18,2x	6,4x
Aktier (SaP)	33,0	15,8	15,8	15,8	38,1	40,6	40,6	51,7
Aktier, genomsnitt	32,8	24,4	15,8	15,8	26,9	39,3	40,6	46,2
Aktier full utspäd. (genomsnitt)	32,8	24,4	15,8	15,8	26,9	39,3	40,6	46,2
EPS (SEK)	-1,65	-2,52	-1,04	-0,77	-0,06	-0,01	0,04	0,13
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	-0,1	0,0	0,0	0,1
tBV per aktie (SEK)	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EV per aktie (SEK)	3,0	0,5	1,2	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3
EK per aktie	1,7	0,6	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,3
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32,4%	Neg.	53,5%	89,2%
FCF yield (obelånat)	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21,3%

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

# Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://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 och Herman Kuntscher äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.