Uppdatering: Kv4 2021

RISK INTELLIGENCE A/S

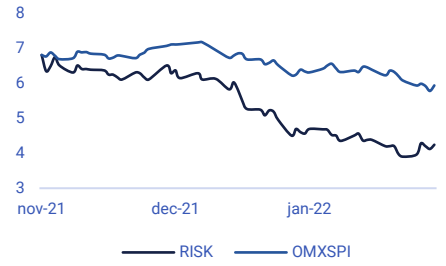
VD: Hans Tino Hansen
SO: Jan Holm
investor.riskintelligence.eu

Bloomberg: RISK:SS
Reuters Eikon: RISK.TE

Lista: Spotlight Stock Market

Aktie, senast: 4,2 DKK
Marknadsvärde: 47 MDKK

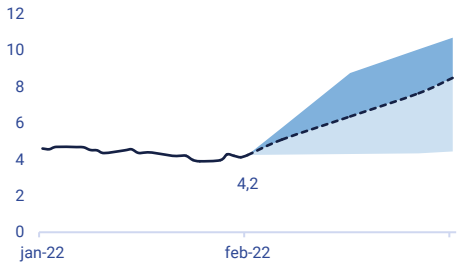
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-45	-31	-18	-7

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	4,2	9,3	11,9
Upp-/nedsida (%)	0	120	180

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Jonatan Andersson
Equity Analyst

Fredrik Nilsson
Associate Equity Analyst

Lars Johansen Öh
Senior Advisor

Initiativ börjar bära frukt

Risk Intelligence kunde under det fjärde kvartalet redovisa en nettoomsättning på 7,5 miljoner DKK, motsvarande en tillväxt på 12,7 procent. Parallellt ökade summa återkommande systemintäkterna med 14,9 procent. Försäljningsaktiviteten är hög. Bolaget förväntansbild är att teckna 3–4 nya kunder på LandRisk Logistics under årets första halva. Det lovar gott inför de kommande kvartalen. Dock har bolaget tagit ned den genomsnittliga förväntade intäkten. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde på 9,3 DKK (11,7).

Väletablerad leverantör av risksystem utökar sin potential

Via sitt risksystem tillhandahåller Risk Intelligence bearbetad, analyserad och handlingsbar riskinformation med tillhörande rådgivningstjänster. Bolaget är en väletablerad leverantör till sjöfarts- samt olja- och gasindustrin med kunder som Maersk och US Navy. I augusti 2021 lanserades applikationen LandRisk Logistics. Applikationen täcker risksituationen längs vägar, parkeringsplatser, städer och utsatta områden. Detta ökar marknadspotentialen avsevärt, uppskattningsvis med faktor 40x.

Bolaget har flera intäktsströmmar, varav den största kommer från återkommande systemintäkter med långa kontrakt och hög skalbarhet. Den genomsnittliga tillväxttakten per år under de senaste fem åren landade på 13,5 procent. Det kan jämföras med den årliga tillväxttakten under de tre senaste åren som ligger på 19,2 procent. Med andra ord tilltar tillväxten. De kommande åren förväntar vi oss att den maritima lösningen kommer att fortsätta växa i en takt över tio procent per år. Vi förväntar oss dock att den nya applikationen LandRisk Logistics kommer a tillväxttakten till en ännu högre nivå och lyfta den genomsnittliga intäkten per kund. Således kan bolaget växa till hög takt till förbättrad lönsamhet.

Stark tillväxt för intäkter och lönsamhet

Det gångna kvartalet präglades av god tillväxt både vad gäller intäkter och lönsamhet. Nettoomsättningen kom in på 7,5 miljoner DKK, i linje med förväntan och växte med 12,7 procent. De årliga återkommande intäkterna på det maritima systemet växte än snabbare, med 14,9 procent till 14,6 miljoner DKK, vilket förklaras av god tillväxt i genomsnittlig intäkt per kund. EBITDA-resultatet landade på 2,4 miljoner DKK, något över vår förväntan på 1,8 miljoner DKK. Även om nivåerna är låga ökade EBITDA-resultatet med hela 113 procent, vilket är klart imponerande.

Nedvärderad referensgrupp sänker motiverat värde

I kvartalsrapporten framgår att bolaget förväntar sig att flertalet nya kunder signeras under årets första halva, varav 3–4 på LandRisk Logistics. Det signalerar att bolagets satsningar börjar bära frukt vilket är viktigt för investeringstesen. Dock har bolaget sänkt sitt antagande för LandRisk, ARPU, vilket också sänker våra intäktsprognoser. För att beräkna ett motiverat värde per aktie har vi kombinerat en multipelvärdering med en DCF-modell. Genom denna metod beräknas ett motiverat värde per aktie till 9,3 DKK (11,7 DKK) för de kommande 6–12 månaderna. Nedjusteringen förklaras av justerade prognoser, en nedvärdering av referensgruppen och ett högre ränteläge.

Finansiella nyckeltal (MDKK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	15,7	18,8	23,3	32,5	46,5
Summa ARR	13,9	16,0	19,7	28,6	40,9
Summa intäkter	15,7	18,8	23,3	32,5	46,5
EBITDA	-3,9	-0,9	-3,7	-0,3	7,1
EBIT	-5,7	-2,8	-6,2	-3,0	4,1
EBT	-7,8	-4,8	-9,1	-6,1	1,3
Resultat per aktie	-0,7	-0,3	-0,6	-0,4	0,1
Tillväxt, nettooms.	10%	20%	24%	39%	43%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,4%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,8%
EV/Sales	3,8x	3,2x	2,6x	1,9x	1,3x
EV/EBITDA (nuv.)	NM	NM	NM	NM	8,4x
EV/EBIT (nuv.)	NM	NM	NM	NM	14,7x
P/E (nov.)	NM	NM	NM	NM	72,6x

Summa ARR = Årliga återkommande intäkter (långa kontrakt). Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

Risk Intelligence redovisade en nettoomsättning som växte med 12,7 procent, vilket också var i linje med våra förväntningar. Det presenterade EBITDA-resultatet ligger kvar på låga nivåer men var dock aningen bättre än vår prognos. I kvartalsrapporten framgår också att bolaget ser förväntar sig att kunna signera ett antal nya kunder på den maritima lösningen och mellan 3-4 nya kunder till LandRisk Logistics under årets första sex månader. För 2022 förväntar sig bolaget en nettoomsättningstillväxt mellan 15–25 procent till ett negativt EBITDA-resultat.

Starkt kvartal men under våra förväntningar

Bra intäktstillväxt med högre återkommande intäkter

Årliga återkommande systemintäkter på 12-månaderskontrakt för bolagets Maritima lösning ökade med 14,9 procent till 14,6 miljoner DKK. Summa återkommande, som även intäkter innefattar även kontrakterade intäkter för bolagets riskrapporter, ökade till 16,0 miljoner DKK och växte med 9,0 procent. Återkommande intäkter är värdefulla för de skapar förutsägbarhet i intäktsflödet. Detta avspeglas typiskt sett också i de intäktsbaserade värderingsmultiplarna, så som EV/Sales eller P/S. De båda flödena av återkommande intäkter ökade dock något långsammare än vad vi räknat med vilket bland annat förklaras av en lägre genomsnittlig intäkt per kund på den Maritima lösning.

Ändock kunde bolaget redovisa en nettoomsättning i linje med förväntan med högre än väntade icke-återkommande intäkter från exempelvis rådgivning. Nettoomsättning uppgick till 7,5 miljoner DKK, vilket motsvarar en tillväxt på 12,7 procent.

Utfall och prognos, kv4 2021 (MSEK)

	Kv4, 2021A	Kv4, 2021P	Diff. (abs)
Återkommande systemintäkter	14,6	15,2	-0,6
Summa återkommande intäkter	16,0	16,6	-0,6
ARPU	138	142	-4,0
Nettoomsättning	7,5	7,5	0,0
EBITDA	2,4	1,8	0,6
EBITDA-marginal	*32,3%*	*24,0%*	
EBIT	1,9	1,0	0,9
EBIT-marginal	*25,1%*	*13,3%*	
EBT	1,3	0,6	0,7
Resultat per aktie	0,13	0,04	0,1

ARPU = Genomsnittlig årlig intäkt per kund. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Dock har bolaget tagit ned sitt antagande för genomsnittlig årlig intäkt från kunder på LandRisk till 0,3 miljoner DKK, från 0,425 miljoner DKK som angavs under det tredje kvartalet. Detta är en förhållandevis tydlig nedjustering av bolagets tidigare uppskattning, vilket påverkar våra intäktsprognoser negativt.

På den positiva sidan har bolaget meddelat en förväntansbild om att 3–4 nya kunder kan signeras till LandRisk Logistics-applikationen redan under årets första 6 månader. Det är en tydlig signal på att bolagets satsningar börjar bära frukt.

Tillväxt även för lönsamheten

Även det redovisade EBITDA-resultatet växte med höga 113 procent till 2,4 miljoner DKK, vilket också var över vår förväntan på 1,8 miljoner kronor. Avvikelsen förklaras till i huvudsak av kostnadsposten övriga rörelsekostnader. Det redovisade EBITDA-resultatet motsvarande en bra marginal på hela 32,3 procent.

Den höga marginalen påvisar lönsamhetspotentialen. Dock skall noteras att det fjärde kvartalet är bolagets starkaste då det är under detta kvartal som många av de befintliga avtalen för den maritima lösningen förnyas, och därmed faktureras. Churn under 2021, vilket bolaget beräknar som värdet på avbrutna kontrakt som andel av det totala värdet vid periodens utgång, uppgick till 3,2 procent. Under 2020 var motsvarande siffra 1,4 procent.

15–25 procent tillväxt under 2022

Under helåret 2021 signerades 12 nya kunder på den maritima lösningen och affärsutvecklingen fortlöpte således bra trots att bolaget fortfarande i olika utsträckning hämmades av Covid-pandemin, då främst i Asien. Nya säljchefer i både Asien och Europa tror vi att en hög tillväxttakt under 2022 kan upprätthållas. Ryssland/Ukraina-krisen är mycket tråkig men bör inte hämma bolagets utveckling i någon större utsträckning.

Bolaget har släppt guidning för 2022 för intäkter inom intervallet 21,5-23,5 miljoner DKK. Med den utlagda tillväxtstrategin räknar bolaget med ett negativt EBITDA-resultat.

15-25 procent tillväxt under 2022.

Investment case, prognoser och värdering

Risk Intelligence är en väletablerad leverantör till sjöfartsindustrin, inkluderat olja och gassektorn av sitt risksystem med tillhörande rådgivningstjänster. Under de senaste åren har tillväxten drivits av i) nya kunder och ii) ökad genomsnittlig intäkt per kund, exempelvis genom att befintliga kunder adderat fler användarlicenser. Vi förväntar oss att detta mönster fortsätter samtidigt som applikationen LandRisk Logistics kan bidra till att både tillväxt och lönsamhet når nya nivåer. I vårt basscenario antar vi en genomsnittlig tillväxttakt per år på 35,1 procent, 2021–2026. EBITDA-marginalen bedöms kunna uppgå till 32,3 procent år 2026. Mot bakgrund av lägre prognosen den genomsnittliga intäkten per kund på LandRisk Logistics och en lägre värderingen av referensgruppen har vårt motiverade värde per aktie sänkts till 9,3 DKK (11,7) för de kommande 6–12 månaderna. Detta motsvarar en EV/Sales-multipel för 2022 på 6,0x. Referensgruppen handlas för närvarande till en median EV/Sales-multipel för 2022 på 8,8x.

Tilltagen tillväxt, skalbarhet och lönsamhet

Företag som möjliggör internationell och nationell handel genom att transportera värdefulla varor står inför olika risker eller hot mot personal och tillgångar. Till sjöss har antalet fall av sjöröveri och väpnade rån fluktuerat runt ett genomsnitt på 186 fall per år. För landbaserade godstransportörer har stöldincidenter ökat avsevärt under de senaste 5–10 åren. Mot bakgrund av den dagliga riskexponeringen efterfrågar företag som transporterar varor till havs eller på land ett riskhanteringsverktyg för att kunna bedriva sin verksamhet. Med utgångspunkt i denna efterfrågan har Risk Intelligence utvecklat ett system som omfattar en digital lösning med tillhörande tjänster, som tillhandahåller agerbar riskinformation som ett verktyg för företag att förstå den aktuella risksituationen och planera för att minska exponeringen för hot. Nedan motiveras Risk Intelligence som intressant investering.

- **Historik påvisar förmågor.** Risk Intelligence grundades 2001 och har sedan dess blivit en av de framstående leverantörerna av riskinformation till sjöfartsindustrin. Detta bevisas av den historiska tillväxten och den imponerande listan över referenskunder. Det låga antalet avbrutna kontrakt är också en bekräftelse på bolagets kapacitet.
- **Återkommande intäkter på långa kontrakt.** Årliga återkommande systemintäkter på långa kontrakt (12 månader) uppgick vid utgången till 14,6 miljoner DKK vid utgången av 2021. Med en stor andel återkommande intäkter ökar förutsägbarheten i intäktsflödena, vilket är värdefullt.
- **En ny marknad.** Lanseringen av applikationen LandRisk Logistics har en bra potential på en mångmiljardmarknad. Det är ingen lätt uppgift, men produktutvecklingen har skett i samarbete med kunderna (Sony), vilket innebär att lösningen innehåller funktioner som efterfrågas. Vi bedömer utsikterna som goda för LandRisk Logistics att bli en viktig faktor som kan lyfta tillväxttakten.
- **En högre genomsnittlig intäkt per kund ger goda utsikter till lönsamhet.** Den antagna tillväxten för LandRisk Logisitcs kommer att avsevärt öka bolagets genomsnittliga intäkter per kund (ARPU). En förbättrad ARPU och ytterligare användning av artificiell intelligens banar väg för bra lönsamhet över tid.
- **Låg värdering jämfört med referensgruppen.** Risk Intelligence handlas för närvarande till en EV/Sales-multipel på vår uppskattning för 2022 på 2,5x. Vår referensgrupp, som består av leverantörer av handlingsbar information med en liknande affärsmodell, så som FactSet, handlas till 8,8x. Vårt motiverade värde på 9,3 DKK per aktie motsvarar en implicit EV/Sales-multipel 2022 på 6,0x. Rabatten motiveras av att Risk Intelligence inte är lönsamt för tillfället, storlek och lönsamhetsutsikter.

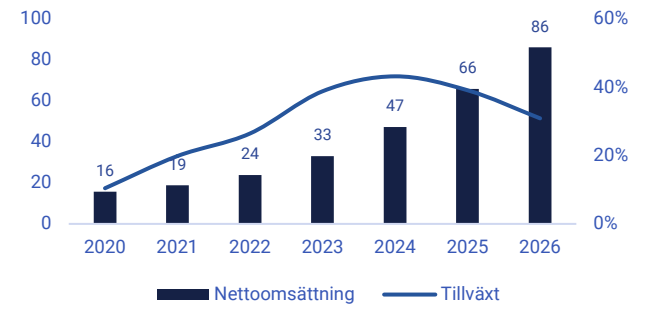
Antaganden och prognoser

Nya tillväxtinitiativ kommer att öka nettoomsättningen

Med anledning av bolagets förväntningar har vi tagit upp vårt antagande för antalet signerade kunder på LandRisk Logistics under 2022 men också sänkt den genomsnittliga intäkter i linje med bolagets nya uppskattning. Detta renderar i en marginellt sänkt prognos för nettoomsättning 2022 på 23 miljoner DKK. Det motsvarar en tillväxt på 24 procent och är således inom bolagets målintervall. Över åren 2023–2026 är nettoeffekten av uppreviderade antagande för antal kunder på LandRisk och nedjusterad ARPU att intäktsprognosen i genomsnitt sänks med 9,2 procent.

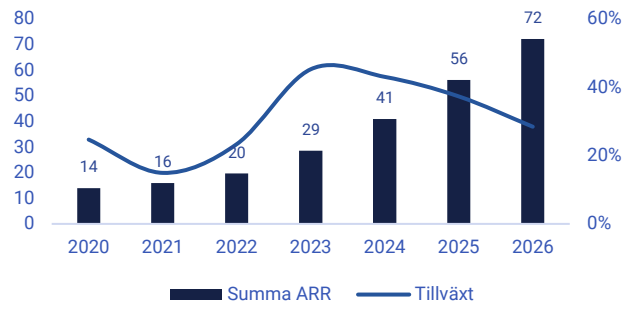
Nettoomsättningen omfattar intäkter från risk intelligence-lösningen, riskrapporter och konsulttjänster. Bolaget har guidat för en nettoomsättningstillväxt mellan 15-25 procent.

Nettoomsättning (MDKK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Summa återkommande intäkter (MDKK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

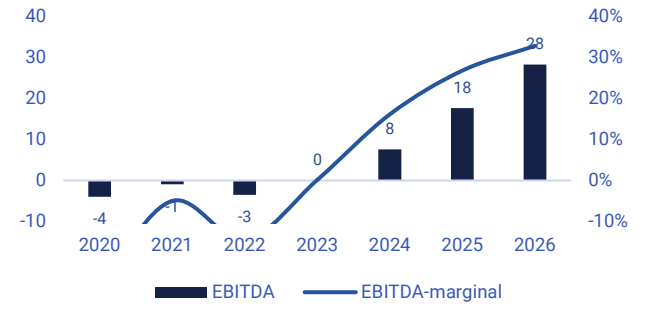
Marginalpotential med skalbarhet, högre ARPU och AI

Högre intäkter per anställd är nyckeln till lönsamhet

Som framgår i den vänstra grafen nedan förväntar vi oss ett EBITDA-resultat under 2022 på -3,7 miljoner DKK. Under 2023 räknar vi med att bolaget når break-even på EBITDA-nivå. Samtidigt påverkar en lägre genomsnittlig intäkt per kund på LandRisk Logistics lönsamhetspotentialen. Under 2026 räknar vi med att bolaget kan komma upp i en EBITDA-marginal på 32,3 procent, vilket är en nedjustering från tidigare 35,8 procent. Dock skall noteras att det fortfarande är i linje med tidigare kommunicerad långsiktig målbild för EBITDA-marginal.

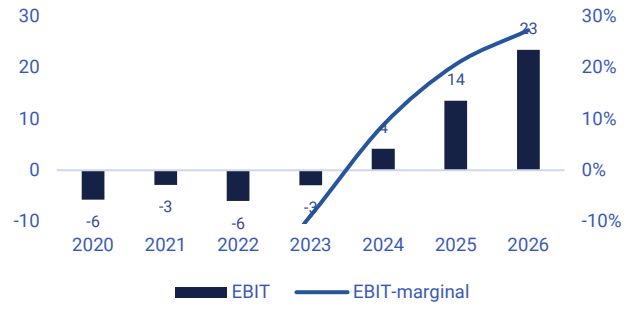
Bolaget har guidat för ett negativt EBITDA-resultat 2022. Tidigare var bolagets långsiktiga mål för EBITDA-marginalen är att komma upp i en nivå på minst 30 procent.

EBITDA (DKKm) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBIT (DKKm) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

I den högra grafen ovan visas rörelseresultat. Som framgår räknar vi med att rörelseresultatet 2022 kommer in på -6,2 miljoner DKK, nära oförändrat sedan tidigare analys.

Motiverat värde inom ett intervall

Låg värdering givet tillväxtpotential och referensgrupp

Vi har kombinerat en DCF-modell med en multipelvärderingsmodell för att beräkna ett motiverat värde per aktie. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie på 8,9–11,5 DKK. Vår multipelvärdering ger ett värde per aktie på 9,8 DKK. Genom att kombinera det lägsta värdet i DCF-modellen med multipelvärderingen i ett genomsnitt beräknar vi ett verkligt värde per aktie på 9,3 DKK (11,7) efter full finansiering och medföljande utspädning för de kommande 6–12 månaderna.

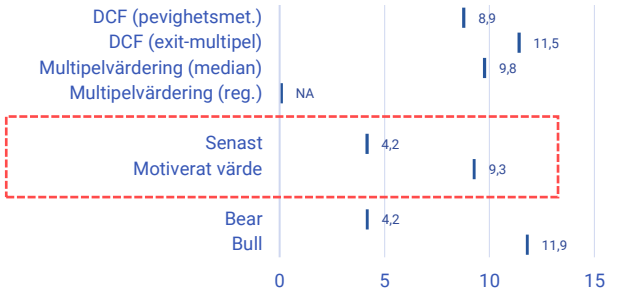
Vårt motiverade värde per aktie i basscenariot motsvarar en bra potentiell uppsida till det senast betalda aktiepriset på 120 procent. Tillväxtscenariot bygger på merförsäljning till befintliga kunder på MaRisk och PortRisk och migrering av nya kunder från konkurrerande lösningar. Den mest avgörande faktorn för framtida tillväxt är dock lanseringen av LandRisk Logistics. I vårt scenario ger de två tillväxtfaktorerna en högre ARPU, vilket möjliggör skalbarhet.

Motiverat värde per aktie (DKK), basscenario

Multipelvärdering	9,8
DCF-värdering	8,9
Motiverat värde per aktie	**9,3**
Möjlig upp-/nedsida	120%
Utestående aktier efter finansiering och utspädning (milj.)	15,9
Aktievärde (MDKK)	**149**
Kassa (MDKK, 31 dec.)	3,8
Skulder (MDKK, 31 dec.)	11,4
PV kassa från nyemissioner (MDKK)	15,4
EV (MDKK)	**141**

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde per aktie inom ett intervall (DKK)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2022E	2023E	2024E
EV/Sales	6,0x	6,0x	4,3x	3,0x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	19,7x
EV/EBIT	NM	NM	NM	34,4x

Källa: Carlsquare prognoser

Som visas i tabell ovan motsvarar vår värdering en EV/Sales multipel 2022 på 6,0x. Vår referensgrupp bestående av leverantörer av bearbetad, analyserad och handlingsbar information handlas för närvarande till en median EV/Sales-multipel 2022 på 8,8x och en EV/EBIT-multipel 2022 på 24,2x. Jämfört med referensgruppen motiveras rabatten av bristen på lönsamhet i nuläget och storlek som påverkar den långsiktiga lönsamheten.

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Disk.ränta		Antaganden	
PV(UFCF)	12,0	Riskfri ränta	0,6%	CAGR, 2020–2026	35,1%
PV(TV)	121	Marknadsriskprem.	6,7%	EBITDA-marginal, 2026	32,3%
Enterprise value	**133**	Storleksprem.	4,2%	EBIT-marginal, 2026	28,1%
Nettoskuld (31-Dec)	-7,5	Beta	1,2x	Skatt	22,0%
Aktievärde	**126**	Förväntad avkastning EK	13,7%		
PV(kapital, nyemissioner)	15,4			Implicita multiplar	
Aktievärde efter finansiering	**141**	Ränte, just. för skatt	7,5%	EV/Sales, NTM	5,7x
Utestående aktier	11,1	Belåning	20,0%	EV/Sales 2022	5,7x
Nya aktier	4,9	WACC	12,4%	EV/EBITDA, NTM	NM
Utestående aktier efter finansiering och utspädning	15,9			EV/EBITDA 2022	NM
Värde per aktie före finansiering och utspädning	11,3	Bolagsspecifik prem.	0,0%	EV/EBIT NTM	NM
Värde per aktie efter finansiering och utspädning	**8,9**	**Diskonteringsränta**	**12,4%**	EV/EBIT, 2022	NM

Källa: Carlsquare prognoser

Nedan till vänster visas en känslighetsanalys med variablerna diskonteringsränta och antagen tillväxttakt för beräkning av slutvärdet.

Känslighetsanalys (DKK/aktie)

	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
10,4%	10,7	12,2	14,4	17,4
11,4%	9,2	10,3	11,8	13,9
12,4%	8,0	**8,9**	10,0	11,4
13,4%	7,0	7,7	8,5	9,6
14,4%	6,2	6,8	7,4	8,2

Diskonteringsränta på Y-axeln och tillväxt i evighet på X-axeln.
Källa: Carlsquare prognoser

Känslighetsanalys med exit-multipel (DKK/aktie)

	9,7x (60%)	12,1x (50%)	14,5x (40%)	17,0x (30%)
10,4%	10,3	12,5	14,8	17,0
11,4%	9,9	12,0	14,1	16,3
12,4%	9,4	**11,5**	13,5	15,6
13,4%	9,0	11,0	13,0	14,9
14,4%	8,7	10,5	12,4	14,3

Diskonteringsränta på Y-axeln och exitmultipel på X-axeln.
(XX%) = rabatt som tillämpas på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT.
Källa: Carlsquare prognoser

Till höger visas en andra känslighetsanalys för värderingen baserad på en DCF-modell med en exit-multipel som metod för att beräkna evighetsvärdet - ett alternativ till evighetskapitalisering. För denna metod vi tagit referensgruppens medianvärde för EBIT-multiplikatorn, rabatterat multipeln med 50 procent och applicerat på det antagna EBIT-resultatet år 2026. Detta värde diskonteras sedan till sitt nuvärde och utgör evighetsvärdet i DCF-modellen. Som framgår renderar denna modell ett motiverat värde per aktie på 11,5 DKK.

Multipelvärdering, basscenario

Nedan följer multipelvärderingen. Som framgår har vi tillämpat en rabatt på 30 procent på grund av skillnader i storlek och lönsamhet. Med en förväntad försäljning på 23,3 miljoner DKK år 2022 ger multipelvärderingen ett värde per aktie på 9,8 DKK efter full finansiering och utspädning.

Multipelvärdering, basscenario

	HQ	Mcap (DKKm)	CAGR, 2020-2023	µEBIT-marg., 2021-2023	EV/Sales, 2022
S&P Global Inc.	US	607 045	6%	57%	10,1x
Moody's Corporation	US	396 285	8%	47%	9,2x
Verisk Analytics, Inc.	US	191 414	7%	39%	9,8x
FactSet Research Systems Inc.	US	101 622	9%	34%	8,4x
GlobalData Plc	GB	13 701	9%	30%	8,0x
Euromoney Institutional Investor PLC	GB	8 557	10%	22%	2,4x
Median		**146 518**	**8%**	**36%**	**8,8x**
Genomsnitt		219 771	8%	38%	8,0x
Rabatt	30%				
Använd EV/Sales-multipel	**6,2x**				
Förväntad försäljning, 2022	23,3				
Enterprise value	**144,2**				
Nettoskuld (31-Dec	-7,5				
Kassa från nyemissioner	20,1				
Aktievärde efter finansiering	**156,7**				
Utestående aktier	11,1				
Nya aktier	4,9				
Utestående aktier efter finansiering och utspädning	15,9				
Värde per aktie före finansiering och utspädning	12,3				
Värde per aktie efter finansiering och utspädning	**9,8**				

Källa: S&P Caital IQ och Carlsquare prognoser

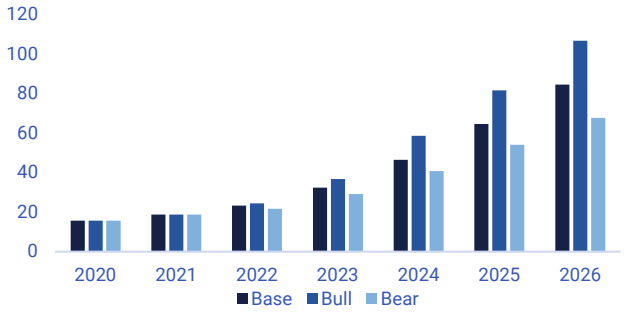
Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I Bull-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 41,5 procent (35,1 procent i basscenariot). Efter full finansiering och utspädning beräknas ett verkligt värde per aktie på 11,9 DKK. EBITDA-marginalen antas öka till 34,6 procent (32,3 procent i bas).

För Bear-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 29,2 procent. EBITDA-marginalen antas öka till 25,0 procent år 2026. Efter full finansiering och utspädning ger det mer pessimistiska scenariot ett verkligt värde per aktie på 4,2 DKK.

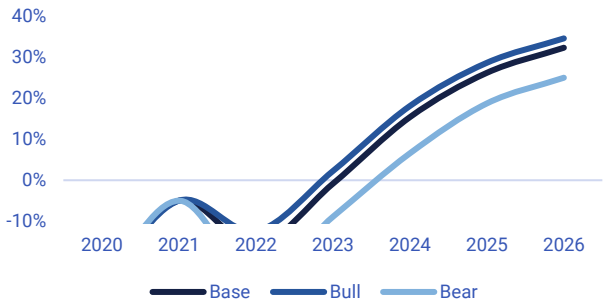
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBITDA-marginal visas är nedan.

Nettoomsättning (MDKK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBITDA-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Nyligen lanserades programmet LandRisk Logistics, en utökad version av LandRisk-modulen. Hittills använder endast en kund denna applikation. Produktlanseringen befinner sig alltså fortfarande i ett tidigt skede, vilket innebär stor osäkerhet. Vidare är produktens prissättning osäker, försäljningscyklerna är långa och nya potentiella kunder kräver ofta skräddarsydda lösningar, vilket medför resurskrav från båda sidor. Konkurrenssituationen är också komplex. Lösningen möter konkurrens från relaterade system, så som Fleet Management-system som har överlappande funktioner.

När företaget fastställde en ny strategi 2017 var målet att ha intäkter på över 30 miljoner DKK i slutet av 2020. Intensifierade försäljnings- och marknadsföringsinsatser av det förstärkta erbjudandet, inklusive modulen LandRisk, förväntades vara de främsta tillväxtdrivarna. Tillväxten på 27,9 procent var stark under 2019, vilket gav en total omsättning på 14,2 miljoner DKK. Även om Covid påverkade utfallet negativt, uppnåddes inte målet om 30 miljoner DKK i nettoomsättning år 2020. Detta är också ett exempel som illustrerar denna osäkerhet och faktorer utanför bolagets kontroll som kan påverka utfallet negativt.

En ny våg av restriktioner i kölvattnet av Covid-19-pandemin kommer sannolikt att försämra marknadsförhållanden och bolagets möjligheter att bedriva försäljning. I ett sådant scenario kan den accelererande tillväxten ta längre tid än vad vi antagit.

Den nuvarande geopolitiska osäkerheten anses av oss inte löpa risk för att negativt påverka företagets förmåga att bedriva verksamhet på sina huvudmarknader. Om situationen trappas upp ytterligare kan dock verksamheten hämmas.

Möjligt finansieringsbehov

Bolaget har varit lönsamt i flera år sedan starten 2001. År 2021 har bolaget investerat 2,9 miljoner DKK. Vi antar att investeringarna sjunker till 2,6 miljoner DKK år 2022. Eftersom de största investeringarna i LandRisk Logistics redan bör ha gjorts antar vi att investeringar minskar fram till slutet av den beräknade perioden, 2026.

Därtill ska utestående skulder till kreditinstitut och till aktieägare återbetalas 2026. Detta ger ett kassautflöde på 2,1 miljoner DKK per år. Så för att företaget

ska kunna realisera tillväxtmöjligheterna modellerar vi med ett behov av kapitaltillskott på nära 30 miljoner DKK under perioden 2021–2026.

Vi har antagit cirka 15 miljoner DKK i eget kapital och 15 miljoner DKK i lån. Detta utöver de utestående teckningsoptionerna. Om eget kapital inte emitteras riskerar företaget att få ett negativt eget kapital i balansräkningen under en längre tidsperiod. Negativt eget kapital i balansräkningen kan bli fallet 2022 om inga aktieemissioner görs.

I vårt scenario genomförs aktieemission först 2023 eftersom investerare i Danmark vanligtvis har en annan syn på detta, jämfört med investerare i Sverige. År 2020 var till exempel det egna kapitalet negativt.

Nyckeltal och räkenskaper

Nyckeltal (DKK)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Per aktie							
EPS	-0,66	-0,33	-0,64	-0,39	0,06	0,57	1,12
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS		0,4	-0,2	0,6	0,7	1,4	2,5
Värdering (nuvarande)							
P/E	NM	NM	NM	NM	72,6x	7,5x	3,8x
P/B	NM	9,6x	NM	5,4x	4,2x	2,2x	1,1x
EV/Sales	3,8x	3,2x	2,6x	1,9x	1,3x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	8,4x	3,6x	2,2x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	14,7x	4,4x	2,5x
Övrigt							
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	-12,7%	-6,1%	-28,8%	-5,8%	10,9%	31,0%	56,5%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MDKK), kvartalsbasis

	2021, kv1	2021, kv2	2021, kv3	2021, kv4	2022, kv1	2022, kv2	2022, kv3	2022, kv4
Nettoomsättning	**4,2**	**2,8**	**4,2**	**7,5**	**5,4**	**3,2**	**5,6**	**9,2**
Totala intäkter	4,2	2,8	4,2	7,5	5,4	3,2	5,6	9,2
Övriga rörelsekostnader	-1,5	-1,6	-1,5	-1,7	-2,4	-2,2	-2,5	-4,1
Bruttoresultat	**2,7**	**1,2**	**2,8**	**5,9**	**3,0**	**0,9**	**3,1**	**5,1**
Personalkostnader	-3,4	-3,7	-3,0	-3,4	-3,7	-4,1	-3,6	-4,3
Av- och nedskrivningar	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,5	-0,7
Övriga externa kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala rörelsekostnader	-5,4	-5,7	-4,9	-5,6	-6,6	-7,0	-6,7	-9,2
EBIT	**-1,1**	**-2,9**	**-0,7**	**1,9**	**-1,2**	**-3,9**	**-1,1**	**0,0**
EBITDA	**-0,7**	**-2,5**	**-0,2**	**2,4**	**-0,7**	**-3,2**	**-0,6**	**0,8**
EBT	**-1,6**	**-3,4**	**-1,1**	**1,3**	**-1,8**	**-4,7**	**-1,8**	**-0,8**
Resultat	**-1,1**	**-2,7**	**-0,9**	**1,5**	**-1,4**	**-3,6**	**-1,4**	**-0,6**
Vinst per aktie (DKK)	**-0,11**	**-0,26**	**-0,08**	**0,13**	**-0,12**	**-0,33**	**-0,13**	**-0,06**

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MDKK)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nettoomsättning	**15,7**	**18,8**	**23,3**	**32,5**	**46,5**	**64,6**	**84,6**
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	**15,7**	**18,8**	**23,3**	**32,5**	**46,5**	**64,6**	**84,6**
Övriga rörelsekostnader	-6,5	-6,2	-11,3	-14,9	-19,7	-26,5	-34,7
Bruttoresultat	**9,2**	**12,6**	**12,1**	**17,5**	**26,8**	**38,1**	**49,9**
Personalkostnader	-13,1	-13,5	-15,8	-17,8	-19,6	-21,2	-22,6
Av- och nedskrivningar	-1,8	-1,9	-2,5	-2,8	-3,0	-3,3	-3,6
Övriga externa kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala rörelsekostnader	-21,4	-21,7	-29,5	-35,5	-42,4	-51,0	-60,8
EBIT	**-5,7**	**-2,8**	**-6,2**	**-3,0**	**4,1**	**13,6**	**23,7**
EBITDA marginal	**-3,9**	**-0,9**	**-3,7**	**-0,3**	**7,1**	**16,9**	**27,3**
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-2,1	-1,9	-2,9	-3,1	-2,8	-2,2	-0,7
Finansnetto	-2,0	-1,9	-2,9	-3,1	-2,8	-2,2	-0,7
EBT	**-7,8**	**-4,8**	**-9,1**	**-6,1**	**1,3**	**11,5**	**23,0**
Skatt	1,8	1,2	2,0	1,4	-0,3	-2,5	-5,1
Resultat	**-6,0**	**-3,6**	**-7,1**	**-4,8**	**1,0**	**8,9**	**18,0**
Resultat per aktie	**-0,7**	**-0,3**	**-0,6**	**-0,4**	**0,1**	**0,6**	**1,1**
Aktier, EoP	9,1	11,1	11,1	15,0	15,4	15,7	16,1

Tillväxt	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nettoomsättning	10,4%	19,8%	24,1%	39,0%	43,2%	39,0%	30,8%
Totala intäkter	10,4%	19,8%	24,1%	39,0%	43,2%	39,0%	30,8%
Bruttoresultat	162,3%	37,1%	-4,3%	45,4%	52,8%	42,4%	30,8%
EBIT	49,9%	50,4%	-117,2%	50,7%	234,7%	231,9%	74,3%
EBITDA	61,3%	76,2%	-295,8%	92,6%	2698,2%	136,8%	61,3%
EBT	36,8%	38,8%	-90,0%	32,1%	120,4%	812,9%	100,9%
Resultat	38,0%	39,4%	-95,5%	32,1%	120,4%	812,9%	100,9%
Vinst per aktie	42,1%	50,0%	-93,1%	38,2%	114,8%	872,8%	97,4%

Marginaler	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bruttomarginal	58,5%	66,9%	51,6%	54,0%	57,6%	59,0%	59,0%
EBIT-marginal	-36,5%	-15,1%	-26,5%	-9,4%	8,8%	21,1%	28,1%
EBITDA-marginal	-25,1%	-5,0%	-15,9%	-0,8%	15,4%	26,2%	32,3%
EBT-marginal	-49,6%	-25,3%	-38,8%	-18,9%	2,7%	17,7%	27,2%
Vinstmarginal	-38,0%	-19,2%	-30,2%	-14,8%	2,1%	13,8%	21,2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MDKK)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
TILLGÅNGAR							
Summa immateriella tillgångar	10,6	11,6	11,1	10,4	9,5	8,6	7,6
Summa materiella tillgångar	1,5	1,5	2,1	2,4	2,4	2,2	1,8
Summa finansiella tillgångar	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Summa anläggningstillgångar	12,5	13,5	13,6	13,2	12,3	11,2	9,8
Kundfordringar	4,5	5,2	5,7	8,1	11,7	16,0	20,6
Övriga kortfristiga fordringar	0,0	0,1	1,1	1,3	1,4	1,6	2,0
Skatt	1,8	2,3	1,5	0,8	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skatt	3,7	4,4	6,4	7,8	7,5	5,0	0,0
Periodiseringsposter	1,0	0,9	1,0	1,3	1,9	2,7	3,4
Kassa	0,6	3,8	1,1	7,9	7,9	2,2	24,2
Summa omsättningstillgångar	11,6	16,7	16,8	27,2	30,5	27,4	50,3
	24,1	**30,2**	**30,5**	**40,4**	**42,8**	**38,6**	**60,1**
EGET KAPITAL							
Summa eget kapital	**-2,5**	**4,9**	**-2,2**	**8,6**	**11,1**	**21,5**	**40,8**
SKULDER							
Skulder till kreditinstitut	4,8	3,5	17,7	17,0	16,2	0,4	0,0
Skuld till aktieäg. och management	6,3	5,1	3,7	2,4	1,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	11,2	8,5	21,4	19,3	17,2	0,4	0,0
Kortfristig del av långfristig skuld	1,6	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Leverantörsskulder	1,2	1,0	1,9	2,8	4,0	5,5	7,1
Skulder till dotterbolag	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Leasingskulder	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Aktieägare och management	3,9	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	3,7	2,5	1,8	2,0	2,4	2,6	3,3
Kreditinstitut	2,8	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Upplupna kost. och förutbetalda int.	1,1	0,7	0,8	1,0	1,4	1,8	2,2
Summa kortfristiga skulder	15,4	16,8	11,2	12,5	14,5	16,6	19,3
Summa skulder	**26,6**	**25,3**	**32,6**	**31,8**	**31,7**	**17,0**	**19,3**
Summa eget kapital och skulder	**24,1**	**30,2**	**30,5**	**40,4**	**42,8**	**38,6**	**60,1**

Likviditet	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Current ratio	0,8	1,0	1,5	2,2	2,1	1,7	2,6
Cash ratio	0,2	0,3	0,6	0,6	0,5	0,3	0,0

Belåning	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Net debt(-)/Net cash(+)	-12,1	-7,5	-23,2	-14,3	-12,1	-1,1	21,4
Net debt/EBITDA	NM	NM	NM	NM	170%	6%	NM
Net debt/Equity	NM	154%	NM	165%	109%	5%	NM
Debt/Equity	NM	518%	NM	369%	285%	79%	47%
Assets/Equity	NM	16%	NM	21%	26%	56%	68%

Effektivitet	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ROA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,3%	23,2%	29,9%
ROE	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,9%	54,8%	57,7%
ROIC	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,6%	42,8%	42,5%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (DKKm)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FK löp. verksam. före delta rör.kap.	-6,0	-2,9	-13,5	-2,7	5,1	14,6	26,5
Delta rörelsekapital	-1,4	-3,3	0,5	-1,6	-2,3	-2,8	-3,0
KF löpande verksamhet	-7,4	-6,1	-13,0	-4,3	2,8	11,7	23,5
KF investeringsverksamhet	-2,2	-2,9	-2,2	-1,9	-1,7	-1,7	-1,7
KF finansieringsverksamhet	9,3	12,2	12,5	13,0	-1,1	-15,8	0,2
Kassaflöde	**-0,2**	**3,2**	**-2,8**	**6,8**	**0,0**	**-5,7**	**22,0**
Kassa, BoP	0,8	0,6	3,8	1,1	7,9	7,9	2,2
Kassa EoP	**0,6**	**3,8**	**1,1**	**7,9**	**7,9**	**2,2**	**24,2**

Nyckeltal	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
KF löp. verk./nettoomsättning	-47%	-32%	-56%	-13%	6%	18%	28%
KF löp. Verk./tillgångar	-31%	-20%	-43%	-11%	7%	30%	39%

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, Jonatan Andersson, Fredrik Nilsson och Lars Johansen Öh äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.