

## Uppdatering: Kv4 2022

### H&D WIRELESS AB

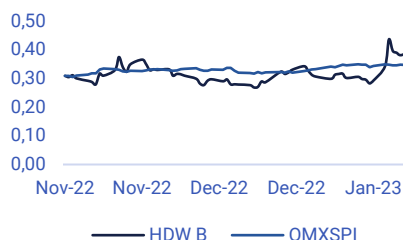
VD: Pär Bergsten  
 SO: Christer Färegård  
[www.hd-wireless.com](http://www.hd-wireless.com)

Bloomberg: HDWB.SS  
 Reuters Eikon: HDWb.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 0,32 kr  
 Marknadsvärde: 88 MSEK

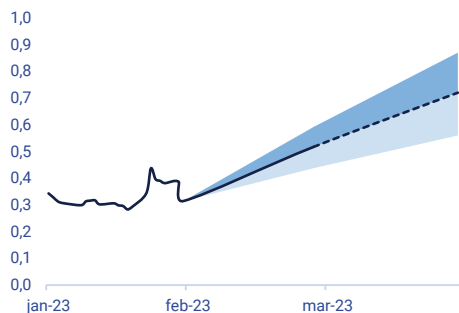
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	31,2	-4,7	-39,3	-4,7

Källa: Thomson Reuters Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	0,47	0,73	0,98
Upp-/nedsida (%)	46,9%	127,3%	207,7%

Källa: Carlsquare

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson  
 Head of Equity Research

## Ökad sannolikhet att följa storkunder utomlands

H&D Wireless intäkter i kv4 2022 översteg vår prognos med ca 1 miljon kronor. Kostnaderna ökade också, så att resultatavvikelsen mot prognos blev minus 1,7 miljon kronor på EBITDA-nivå. Med en orderingång på 20 miljon kronor under andra halvåret 2022 och intressanta diskussioner med svenska storbolag att även sälja till deras utländska fabriker ser vi ingen anledning att annat än marginellt justera våra prognoser för 2023–2025. Vi höjer riktkursen till 0,73 kronor per aktie i Bas-scenariot (tidigare 0,72 kronor per aktie).

### Bra position på växande IoT-marknad

H&D Wireless erbjuder sina kunder skraddasydda lösningar inom IoT och automatisering. Fokus ligger på RTLS-lösningen GEPS™ men också på MES-tjänster Casat™. Inom industrin effektiviserar lösningarna processflöden, vilket reducerar kostnader och kapitalbindning samt påskyndar produktion och ökar kvaliteten. Genom samarbeten med distributörer som Avnet samt industriföretag som Atlas Copco, Volvo och Astra Zeneca är H&D Wireless väl positionerade på en marknad med hög förväntad tillväxt.

### Samarbete med Avnet ger växande intäkter

H&D Wireless redovisade intäkter om 9,2 miljoner kronor i kv4 2022, vilket översteg vår prognos med 13 procent. Trots genomförda prisökningar på sålda varor och tjänster slog även högre kostnader igenom på energi och materiel. Det innebar att rörelseresultatet före avskrivningar blev minus 4,2 miljoner kronor, jämfört med vårt estimat på minus 2,5 miljoner kronor för kv4 2022.

Antalet industriella kunder som kan beställa GEPS i kommersiell fullskaledrift har ökat, liksom intresset att göra det nu. Framför allt är det kunskapen om var produktflöden som flyttas många gånger mellan olika fabriker innan det blir en färdig produkt som är värdefull för storbolagen. Priset för insatsmaterial har som bekant stigit, vilket innebär att värdet av en effektiv logistik ökat.

Samarbetet med Avnet innebär att H&D Wireless har fått en partner med stora inköpsvolymer, vilket garanterar ökade leveranser framöver (leveranser som väntas taktas upp gradvis, med en ungefärlig fördubbling varje år under de kommande fem åren).

H&D Wireless har efter avrop av resterande kreditfacilitet om 5 miljoner kronor en kassa på ca 10 miljoner kronor i skrivande stund. Givet våra resultatprognoser för kommande treårsperiod (2023–2025) ser vi inte att något ytterligare finansieringsbehov föreligger. Utestående lån på 6,5 miljoner kronor kan potentiellt konverteras till nya H&D Wireless-aktier under våren 2023, men vi har inte räknat med att så sker. Samtidigt visar den konvertering av lån på 4,5 miljoner kronor till ca 20,3 miljoner nya HDW-aktier som skedde 25 januari 2023 rimligen en tilltro till bolagets möjlighet att leverera framöver.

### Höjd rikt Kurs till 0,73 kronor per aktie i Bas-scenariot

Vi gör endast marginella justeringar av våra prognoser för perioden 2023–2025. Givet våra prognoser når H&D Wireless break-even på EBITDA-nivå i kv4 2023. Vår rikt Kurs ökar från 0,72 kronor till 0,73 kronor per aktie i Bas-scenariot. Rikt Kursen varierar från 0,47 kronor per aktie i vårt Bear-scenario (tidigare 0,56 kronor per aktie) till 0,98 kronor per aktie i ett Bull-scenario (tidigare 0,87 kronor per aktie).

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Nettoomsättning	20,3	16,0	13,4	23,0	63,2	129,5
Totala intäkter	31,5	23,0	16,7	24,3	64,4	131,0
EBITDA	-33,1	-23,3	-23,1	-21,2	-3,5	29,9
EBIT	-37,1	-26,4	-26,9	-38,2	-19,9	12,9
Just. EBIT	-48,3	-33,5	-30,2	-39,5	-21,1	11,4
Vinst per aktie	-0,83	-0,28	-0,15	-0,15	-0,07	0,04
Tillväxt, nettoomsättning	310%	-27%	-28%	46%	165%	103%
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10%
EV/Sales	2,8x	3,4x	3,5x	3,6x	1,3x	0,7x
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,7x
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	8,1x
P/BV	0,9x	1,1x	0,8x	2,8x	5,6x	3,3x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Utfall och kommentarer på fjärde kvartalet 2022

H&D Wireless (HDW) redovisade högre intäkter och en ordergång på drygt 5 miljoner kronor under kv4 2022. Men resultatet understeg vår prognos. H&D Wireless jobbar intensivt med projekt för storbolagskunder kopplad till produktionslogistik där stora värden finns. HDW börjar också få förfrågningar att leverera till dessa storbolags fabriker utanför Sverige. Den största potentialen finns dock fortsatt hos Avnet Europe som stod för 60% av ordergången till H&D Wireless under andra halvåret 2022.

### Större intäkter, men lägre kv4-resultat än vår prognos

Nettoomsättningen för H&D Wireless på ca 9,2 miljoner kronor blev 13 procent högre än våra prognoser.

Ordergången under kv4 2022 uppgick till drygt 5 miljoner kronor, där de större beställningar sedan tidigare har offentliggjorts i separata pressmeddelanden. Koncernens totala orderstock för helåret 2022 ökade med 107 procent jämfört med helåret 2021.

Rörelseresultatet före avskrivningar blev minus 4,2 miljoner kronor i kv4 2022 jämfört med vår prognos om minus 2,5 miljoner kronor.

Av- och nedskrivningar av anläggningstillgångar om 7,0 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2022 blev dubbelt så höga som våra prognoser på 3,5 miljoner kronor. Men dessa avskrivningar är inte kassaflödespåverkande.

Kassaflödet från den löpande verksamheten blev minus 4,5 miljoner kronor i kv4 2022, vilket kan jämföras med minus 5,1 miljoner kronor för kv3 2022. Kassan var 4,7 miljoner kronor per 31 december 2022, men har ökat till ca 10 miljoner kronor i januari 2023 genom avrop av lån om ytterligare 5 miljoner kronor (avtalat sedan tidigare).

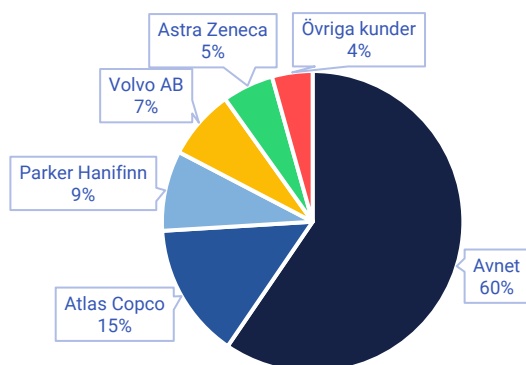
### Utfall och prognos kv4, 2022 (MSEK)

	Kv4 2022A	Kv4 2022P	Differens
Nettoomsättning	9,222	8,161	13%
Aktiverat arbete	0,000	0,000	n.m.
Övriga rörelseintäkter	0,265	0,422	-37%
<b>Totala intäkter</b>	<b>9,487</b>	<b>8,583</b>	<b>11%</b>
Kostnad sålda varor	0,000	0,000	n.m.
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,487</b>	<b>8,583</b>	<b>11%</b>
Övriga externa kostnader	-7,160	-5,061	41%
Personalkostnader	-6,019	-5,593	8%
Av- och nedskrivningar	-7,016	-3,589	96%
Övriga rörelsekostnader	-0,513	-0,447	15%
<b>Rörelseresultat efter avskrivningar</b>	<b>-11,221</b>	<b>-6,107</b>	<b>-84%</b>
Resultatandel andelar koncernföretag	0,000	0,000	n.m.
Finansnetto	-0,319	-0,210	52%
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-11,540</b>	<b>-6,316</b>	<b>-83%</b>
Skatt	0,000	0,000	n.m.
<b>Periodens resultat</b>	<b>-11,540</b>	<b>-6,316</b>	<b>-83%</b>
Hänförligt till minoritetsintresse	0,000	0,000	n.m.
<b>Hänförligt till moderbolaget</b>	<b>-11,540</b>	<b>-6,316</b>	<b>-83%</b>
Vinst per stamaktie (kronor)	-0,04	-0,02	n.m.

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

H&D Wireless tecknade i juni 2022 ett avtal med distributören Avnet som de närmaste fem åren beräknas vara värt minst mellan 300 och 500 miljoner kronor i leveranser. Dessa leveranser väntas öka gradvis, så att H&D Wireless intäkter från detta kontrakt ungefärligen fördubblas varje år (från år 1 till år 2, från år 2 till år 3 osv). Av H&D Wireless ordergång under andra halvåret 2022 stod Avnet för 60 procent enligt diagram nedan. Under tredje kvartalet 2022 fick H&D Wireless order om ca 15 miljoner kronor samt ca 5 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2022.

### H&D Wireless, Ordergång under andra halvåret 2022-fördelning per kund



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Intäkts/Kostnadstalet för H&D Wireless har förbättrats markant sedan kv2 2022, när den stora ordergången har börjat faktureras ut mot kund från och med tredje kvartalet 2022. Mot slutet av 2022 höjde också bolaget priserna mot kund, vilket kommer att slå igenom i ett förbättrat resultat under 2023. Med detta sagt så var lönsamheten lägre i kv4 2022 än vi hade väntat oss. Högre kostnader för energi och materiel har uppenbarligen pressat bolagets bruttomarginaler.

### Intäkts-/kostnadstal, kv2 2020-kv4 2022



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Margineffekterna på resultatet vid försäljning av enbart mjukvarulösningar för H&D Wireless vidkommande är uppskattningsvis mellan 85 och 90 procent. Med hänsyn till att bolaget kommer att sälja en mix av mjuk- och hårdvara bedömer vi den genomsnittliga margineffekten på resultatet till mellan 40 och 45 procent.

## Nyheter under fjärde kvartalet 2022 samt januari 2023:

- Avnet Europe ropade av IoT-projekt för slutkunders räkning till ett värde av 1,3 miljoner kronor.
- Parker Hanifinn lade beställningar om totalt 1,6 miljoner kronor. Dessa bestod av en ny semiautomatiserad produktionslinje samt en tilläggsbeställning till en tidigare beställd sådan produktionslinje liksom en förnyad Casat-licens.
- Volvo AB beställde en Casat-licens för 1,1 miljoner kronor.
- Övriga kunder (Atlas Copco, Borg Warner, No-Isolation, Swegon och Volvo Cars) lade sammanlagt beställningar hos H&D Wireless för omkring 1 miljon kronor under fjärde kvartalet 2022.
- Under januari 2023 lade Astra Zeneca en order för ytterligare tolv månader av GEPS för produktion till ett värde av 500 tusen kronor.
- Den 26 augusti annonserades att H&D Wireless fått en lånekreditsfacilitet om 15 miljoner kronor för att kunna finansiera sin expansion. Lånet löper med en procent månatlig ränta till 31 maj 2023. Hela eller delar av lånet har kunnat konverteras till H&D Wireless-aktier med 15 procent kursrabatt från den 26 september 2022. Den 30 september 2022 genomfördes en konvertering av fyra miljoner kronor av detta lån till cirka 16,1 miljoner nyemitterade H&D Wireless-aktier. Den 25 januari 2023 valde långivarna att konvertera ytterligare 4,5 miljoner kronor av lånet till ca 20,3 miljoner nya H&D Wireless-aktier. Under januari 2023 har H&D Wireless lyft lån på återstående 5 miljoner kronor så att bolagets kassa i skrivande stund uppgår till knappt 10 miljoner kronor. Totalt har H&D Wireless 6,5 miljoner kronor i utestående lån per 31 januari 2023.

## Investment case

H&D Wireless har långt gångna projekt med sin GEPS™-lösning hos flera större industriföretag. Bolaget har fått genombrottsorder med GEPS hos Volvo och IoT-moduler till Atlas Copco samt även fått GEPS-order från Astra Zeneca. Samarbetsavtalet med Avnet är det intäktsmässigt största och viktigaste för H&D Wireless del. Lönsamheten lär bli god givet återkommande mjukvaruintäkter med hög marginal. Intäkterna bör öka relativt snabbt kommande kvartal. Vi räknar med att bolaget når break-even på EBITDA-resultatet under fjärde kvartalet 2023. I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde om 0,73 kronor per aktie (tidigare 0,72 kronor/aktie).

## IoT-lösningar för industrin

H&D Wireless erbjuder sina kunder skräddarsydda lösningar inom IoT och automatisering. Fokus ligger på RTLS-lösningen GEPS™ men också på MES-tjänster Casat™ som är en produktionsmjukvara. Inom industrin effektiviserar lösningarna processflöden, vilket reducerar kostnader och kapitalbindning samt påskyndar produktion och ökar kvaliteten.

Intäkterna utgörs av återkommande licensavgifter för applikationsmjukvaran med hög marginal.

Bolagets erbjudande består av mjukvaruapplikationer med analys och AI-funktionalitet samt hårdvara. Även konsulttjänster inom design, integration och underhåll ingår. Intäktsmodellen består av olika intäktsflöden där licensintäkter från mjukvara har den högsta marginalen. Avtal brukar tecknas på två till fem år vilket ger återkommande intäkter.

Griffin IoT är bolagets IoT plattform. Den används bland annat till EU-projektet inom digitaliserad Hälsovård. Åkerstedts Fläktar och Scania inom lyftkranar har lagt beställningar. Inom detta område erbjuder H&D Wireless tjänsten Behovsstyrt underhåll.

Mot slutet av 2022 har H&D Wireless även börjat jobba med en ny SmartCity-applikation riktad mot upprustning av äldre offentlig infrastruktur inför krig- och katastrofhot.

## Flera större referenskunder inom industri och transport

I dag har H&D Wireless test- och pilotinstallationer hos flera ledande tillverkningsföretag enligt konceptet Industri 4.0. Den 13 januari 2022 lade Volvo Personvagnar en order på 0,5 miljoner kronor avseende H&D Wireless GEPS-lösning under en treårs-period. Den största och viktigaste enskilda ordern (bortsett från ramavtalet med Avnet) inträffade under kv2 2022 då Atlas Copco tecknade ett ramavtal avseende leveranser av IoT-moduler kopplat till en företags produkter. Under det kommande decenniet uppskattas detta avtal resultera i intäkter på mellan 25 och 30 miljoner kronor.

H&D Wireless vill växa tillsammans med sina internationella kunder utanför Norden. Det kan handla om att exempelvis Volvo rullar ut H&D Wireless lösning såväl i sina svenska fabriker, som i några av bolagets anläggningar utomlands. Nu har H&D Wireless fått sådana förfrågningar om att rulla ut sina lösningar även till kundernas utländska fabriker. Vårt intryck är att det i dagsläget handlar om Astra Zeneca och Volvo Cars. Intäktpotentialen på detta bedöms vara stor.

Konkurrensen på den växande marknaden för industriell digitalisering är betydande. Utvecklingen mot digitaliserade fabriker har pågått några år i övriga Europa och då främst i Tyskland. Försäljnings- och projekttiderna är långa, ibland över flera

år med piloter vilket följs av POF:s (Proof of Concept). Först därefter kan en kommersiell fullskaleleverans av IoT-lösningar (hård- och mjukvara) bli aktuell.

H&D Wireless har bolagiserat sina produktlinjer i fyra olika divisioner: En med GEPS och Casat, en annan med Griffin IoT-moduler, en tredje med IoT Labs samt den fjärde bestående av den mekaniska verkstaden Dalumverken.

### Intäktsstillväxt och lönsamhet

Nedan till vänster visas den historiska utvecklingen för koncernens nettoomsättning 2018–2022 samt våra prognoser för 2023–2025, där vi endast gör marginella justeringar jämfört med tidigare revidering den 31 oktober 2022 bortsett från antagna avskrivningar som vi höjer väsentligt med anledning av utfallet i kv4 2022 (en dubbling till 7 miljoner kronor i avskrivningar jämfört med 3,5 miljoner kronor i kv3 2022). I vårt basscenario räknar vi med en genomsnittlig årlig intäktsstillväxt om 67 procent under perioden 2020–2025 (jämfört med tidigare 66 procent).

#### Nettoomsättning (MSEK), 2018-2025P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

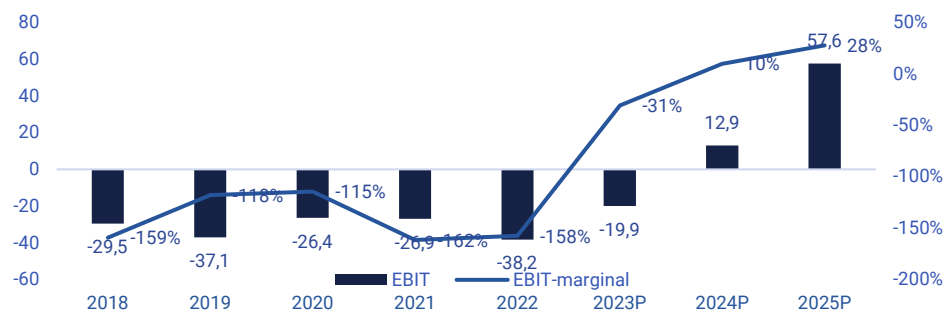
#### Nettoomsättning (MSEK), kv3 2022-kv2 2023P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nedan visas historiska rörelseresultatet och rörelsemarginal samt våra prognoser för åren 2023–2025. I våra prognoser bedömer vi att H&D Wireless når ett break-even resultat på EBITDA-nivå i kv4 2023. Vi räknar med att rörelsemarginalen successivt förbättras för att nå 28 procent helåret 2025.

#### EBIT och EBIT-marginal, 2018-2025P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Per 31 december 2022 hade koncernen en kassa på cirka 4,7 miljoner kronor och rätdebärande skulder på 3,6 miljoner kronor. Under januari 2023 förstärkte bolaget sin likviditet med 5 miljoner kronor genom att ropa av kvarvarande lånelöfte.

## Värdering

För att beräkna ett motiverat värde i ett basscenario har vi diskonterat framtida förväntade kassaflöden i vår DCF-modell. Vi har använt en diskonteringsränta om 17,5 procent. Vi har använt de avkastningskrav som investerare i PwC:s riskpremiestudie 2022 har sagt sig ha. Som riskfri ränta använder vi avkastningen på en svensk statsobligation på 2,04 procent den 31 januari 2023. Övriga komponenter för att beräkna avkastningskravet är oförändrade jämfört med vår senaste analys-uppdatering den 31 oktober 2022.

DCF-värdet överstiger dagens aktiekurs med 127%.

Vi har antagit att bolaget kommer att börja betala skatt på sina vinster från år 2024.

I bas-scenariot beräknar vi ett aktievärde för H&D Wireless om cirka 215 miljoner kronor. Det motiverade värdet blir då 0,73 kronor per aktie med hänsyn till antalet aktier per 31 januari 2023 samt cirka 14 miljoner nya aktier via teckningsoptionsprogrammet till personalen som antas utnyttjas 2025. Den nya rikt kursen kan jämföras med 0,72 kronor per aktie i vår senaste uppdatering den 31 oktober 2022.

### Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	70,6	Riskfri ränta, prognostiserad period	2,0%	CAGR, 2020–2025	66,8%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	144,0	Marknadsriskpremie	6,6%	Just. EBITDA 2025	66,7
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>214,6</b>	Småbolagspremie	4,2%	Just. EBIT-marginal, 2025	27,1%
		Beta	1,2x		
Kassa (inkl. nyemissioner)	13,9	<b>Avkastningskrav, EK</b>	<b>14,5%</b>	Skattesats	20,6%
Räntebärande skuld	-4,4			Bolagsspec. tillägg	30% av Re
<b>Aktievärde</b>	<b>224,0</b>	Skattejust. Kreditränta	10,0%	Disk.ränta TV	17,5%
		Belåningsgrad	14,6%		
Befintligt antal aktier	273,8			<b>Implicita värderingsmultiplar</b>	
Nya akter efter emissioner	34,3	<b>WACC (vägd kalkylränta)</b>	17,5%	EV/sales, 2022P	8,8x
Antalet aktier	308,0	bolags specifikt tillägg	4,3%	EV/EBITDA, 2022P	neg.
				P/S, 2022P	9,2x
<b>Värde per aktier i ett basscenario</b>	<b>0,73</b>			P/E, 2022P	neg.

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Implicita multiplar på ovanstående rörelsevärde och marknadsvärde för H&D Wireless

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/S	2,8x	4,0x	3,1x	9,7x	3,5x	1,7x	1,1x
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	22,5x	5,1x
EV/Sales	10,6x	13,5x	16,1x	9,3x	3,4x	1,7x	1,0x
EV/EBITDA	n.m..	n.m..	n.m..	n.m.	n.m.	7,6x	3,2x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Värderingsintervall: Bull och Bear-scenarion

I en känslighetsanalys räknar vi med att bolagets i vårt Bear-scenario når 70 procent av Bas-scenariots prognosticerade EBITDA 2024–2028. Vi kommer då fram till en rikt kurs om 0,47 kronor per aktie (tidigare 0,56 kronor/aktie).

I vårt Bull-scenario räknar vi med att bolaget når 130 procent av Bas-scenariots EBITDA 2024–2028. Vi hamnar då på en rikt kurs om 0,98 kronor per aktie (tidigare 0,87 kronor/aktie).

## Risker

### Långa säljcykler, men avtal med Avnet och Atlas Copco dämpar risken

Samtidigt som beställningar från industriella kunder visar att H&D Wireless erbjudande är attraktivt, befinner sig bolaget i en tidig kommersialiseringsfas. Industrieföretagen har ofta långa cykler med överväganden på flera olika chefsnivåer innan ett investeringsbeslut kan tas. Många projekt avbryts i PoC-fasen ("Proof of Concept"). Det finns också risker när pilotinstallationer skall skalas upp att något oväntat inträffar.

Samarbetsavtalet med Avnet liksom ramavtalet med Atlas Copco ger H&D Wireless stora volymer oaktat ytterligare order från andra större industriföretag.

### Finansiell ställning och kortfristigt lån som kan konverteras till nya aktier

H&D Wireless hade en så kallad "burn-rate" på 4,5 miljoner kronor i kv4 2022 räknat på resultat efter finansnetto med återlagda avskrivningar. Denna "burn-rate" bedöms minska under 2023 när mottagna order faktureras till kunderna. Vi ser inget ytterligare kapitalbehov för bolaget, förutsatt att de håller en mycket låg investeringstakt under 2023 och 2024.

Det kvarvarande lånet på 6,5 miljoner kronor skulle kunna konverteras till omkring 24 miljoner nya H&D Wireless-aktier givet nuvarande aktiekurs på 0,32 kronor och 15% rabatt mot genomsnittskursen. Det skulle i så fall innebära en utspädning av nuvarande aktieägare med ca 8 procent.



## Räkenskaper och nyckeltal

### Resultaträkning 2018-2025P (MSEK)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	4,9	20,3	16,0	13,4	23,0	63,2	129,5	206,1
Aktiverat arbete	12,9	11,0	1,7	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,7	0,2	5,4	0,9	1,3	1,2	1,5	1,8
<b>Totala intäkter</b>	<b>18,5</b>	<b>31,5</b>	<b>23,0</b>	<b>16,7</b>	<b>24,3</b>	<b>64,4</b>	<b>131,0</b>	<b>207,9</b>
Övriga externa kostnader	-18,4	-21,4	-17,3	-15,8	-21,3	-33,9	-47,2	-62,5
Personalkostnader	-28,8	-42,9	-28,8	-23,7	-22,9	-31,2	-49,1	-69,8
Av- och nedskrivningar	-0,3	-4,0	-3,2	-3,8	-17,0	-16,3	-17,0	-11,0
Övriga rörelsekostnader	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8	-4,8	-7,1
<b>EBIT</b>	<b>-29,5</b>	<b>-37,1</b>	<b>-26,4</b>	<b>-26,9</b>	<b>-38,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>12,9</b>	<b>57,6</b>
Just. EBIT	-43,1	-48,3	-33,5	-30,2	-39,5	-21,1	11,4	55,8
<b>EBITDA</b>	<b>-29,2</b>	<b>-33,1</b>	<b>-23,3</b>	<b>-23,1</b>	<b>-21,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>29,9</b>	<b>68,6</b>
Just. EBITDA	-42,8	-44,3	-30,4	-26,4	-22,5	-4,7	28,4	66,7
Finansnetto	-0,7	-2,4	3,3	0,3	-1,4	-0,2	-0,2	0,9
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-30,2</b>	<b>-39,5</b>	<b>-23,1</b>	<b>-26,6</b>	<b>-39,6</b>	<b>-20,0</b>	<b>12,8</b>	<b>58,5</b>
Just. Resultat efter finansnetto	-43,8	-50,7	-33,5	-30,2	-39,5	-21,1	11,4	55,8
Skatt	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-1,9	-12,1
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-30,2</b>	<b>-39,5</b>	<b>-23,0</b>	<b>-26,6</b>	<b>-39,6</b>	<b>-20,0</b>	<b>10,8</b>	<b>46,5</b>
Just. resultat efter skatt	-43,8	-50,7	-33,4	-30,2	-39,5	-21,1	9,5	43,7
Hänförligt till moderbolaget	-30,2	-38,8	-22,8	-26,6	-39,6	-20,0	10,8	46,5
Hänförligt till minoritetsintresse	0,0	-0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tillväxt	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning		310%	-21%	-16%	72%	175%	105%	59%
Totala intäkter		70%	-27%	-28%	46%	165%	103%	59%
EBITDA		13%	-30%	-1%	-8%	-83%	-951%	129%
Just. EBITDA		3%	-31%	-13%	-15%	-79%	-699%	135%
EBIT		26%	-29%	2%	42%	-48%	-165%	346%
Just. EBIT		12%	-31%	-10%	31%	-47%	-154%	389%
EBT		31%	-42%	15%	49%	-49%	-164%	359%
Just. EBT		16%	-34%	-10%	31%	-47%	-154%	389%
Resultat efter skatt		31%	-42%	16%	49%	-49%	-154%	329%
Just. resultat efter skatt		16%	-34%	-10%	31%	-47%	-145%	360%

Marginaler	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	23%	33%
Just. EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	22%	32%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10%	28%
Just. EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9%	27%
EBT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10%	28%
Just. EBT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9%	27%
Vinstmarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	8%	22%
Just. Vinstmarginal	neg.	-250%	-210%	-226%	-172%	-33%	7%	21%

Källa: Bolagsinformation samt Carlsquare prognoser

**Balansräkning 2018-2025P (MSEK)**

	2 018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Anläggningstillgångar</b>								
Balanserade utvecklingskostnader	36,8	56,0	55,2	55,3	39,0	25,1	10,7	1,3
Övriga immateriella tillgångar	0,4	5,4	5,0	4,4	4,0	2,7	1,5	0,6
Inventarier	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga materiella tillgångar	0,0	7,2	4,8	3,9	3,7	6,6	14,4	25,9
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>37,6</b>	<b>68,9</b>	<b>65,1</b>	<b>63,6</b>	<b>46,7</b>	<b>34,4</b>	<b>26,5</b>	<b>27,8</b>
<b>Omsättningstillgångar</b>								
Varulager	0,6	1,4	1,1	1,3	1,6	1,8	1,9	2,0
Kundfordringar	1,0	5,6	1,9	1,8	4,6	5,8	7,0	8,4
Övriga ford., förutbet. kost & upplup int.	1,7	4,0	2,0	2,1	3,6	5,4	7,3	9,4
Kassa och bank	6,2	12,5	12,3	1,3	4,7	2,0	16,2	62,2
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>9,5</b>	<b>23,5</b>	<b>17,2</b>	<b>6,5</b>	<b>14,5</b>	<b>14,9</b>	<b>32,5</b>	<b>81,9</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>47,1</b>	<b>92,4</b>	<b>82,3</b>	<b>70,1</b>	<b>61,2</b>	<b>49,3</b>	<b>59,0</b>	<b>109,7</b>
<b>Eget kapital</b>								
Aktiekapital	1,3	3,0	5,1	8,7	13,7	14,7	14,7	15,4
Övrigt eget kapital	85,8	145,5	163,3	177,5	193,2	196,5	196,5	201,3
Balanserad vinst eller förlust	-16,5	-46,7	-86,2	-109,2	-135,8	-192,5	-190,6	-154,5
Periodens resultat	-30,2	-39,5	-23,0	-26,6	-39,6	-3,0	6,0	16,4
Eget kapital hänf. till moderbol	40,3	62,3	59,2	50,4	31,5	15,8	26,6	78,6
Inneh. utan bestäm. inflyt.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>40,3</b>	<b>62,4</b>	<b>59,2</b>	<b>50,4</b>	<b>31,5</b>	<b>15,8</b>	<b>26,6</b>	<b>78,6</b>
Avsättningar	0,0	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Långfristiga skulder</b>								
Skulder till kreditinstitut & övriga LF skulder	0,0	1,9	1,7	6,6	8,2	8,2	8,2	8,2
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>6,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>
<b>Kortfristiga skulder</b>								
Skulder till kreditinstitut	0,0	11,6	1,4	0,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Leverantörsskulder	2,5	4,0	2,5	1,4	2,2	2,1	1,9	1,8
Övriga skulder., och förskott fr. kund	1,8	3,2	10,5	6,0	11,8	16,2	15,5	14,9
Upplup. kost. & förutbet. intäkt.	2,5	8,3	6,5	5,2	5,2	4,8	4,4	4,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>6,8</b>	<b>27,1</b>	<b>20,8</b>	<b>12,6</b>	<b>21,1</b>	<b>24,9</b>	<b>23,7</b>	<b>22,5</b>
<b>Summa skulder</b>	<b>6,8</b>	<b>28,9</b>	<b>22,6</b>	<b>19,2</b>	<b>29,3</b>	<b>33,1</b>	<b>31,9</b>	<b>30,7</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>47,1</b>	<b>92,4</b>	<b>82,3</b>	<b>70,1</b>	<b>61,2</b>	<b>49,3</b>	<b>59,0</b>	<b>109,7</b>
<b>Rörelsekapital</b>								
Rörelsekapital (utan kassa)	-3,5	-16,1	-15,9	-7,4	-11,2	-11,9	-7,4	-2,7
Rörelsekapital, rörelsen	2,7	-3,6	-3,6	-6,1	-6,5	-9,9	8,9	59,5
Rörelsekapital/Nettoomsättning	0,6x	-0,2x	-0,2x	-0,5x	-0,3x	-0,2x	0,1x	0,3x
<b>Likviditet</b>								
Balanslikviditet	1,4	0,9	0,8	0,5	0,7	0,6	1,4	3,6
Likviditetsgrad	1,3	0,8	0,8	0,4	0,6	0,5	1,3	3,6
Kassalikviditet	0,9	0,5	0,6	0,1	0,2	0,1	0,7	2,8
<b>Soliditet</b>								
Nettoskuld (-) / nettokassa (+)	6,2	-1,0	9,1	-5,3	-5,4	-8,1	6,2	52,1
Nettoskuld/EBITDA	0,2	0,0	0,4	-0,2	-0,3	-2,3	-0,2	-0,8
Nettoskuld/just. EBITDA	0,1	0,0	0,3	-0,2	-0,2	-1,7	-0,2	-0,8
Nettoskuld/EK	-15%	2%	-15%	10%	17%	51%	-23%	-66%
Skuld/EK	0%	22%	5%	13%	32%	64%	38%	13%
Soliditet	86%	67%	72%	72%	51%	32%	45%	72%
<b>Lönsamhetsmått</b>								
Avkastning på totalt kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	22%	53%
Avkastning på eget kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	41%	59%
Avkastning på investerat kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	30%	52%

Källa: Bolagsinformation samt Carlsquare prognoser

**Kassaflöde 2018-2025P**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Den löpande verksamheten</b>								
Resultat efter skatt	-30,2	-39,5	-22,5	-27,1	-39,6	-20,0	10,8	46,5
Av- och nedskrivningar	0,3	4,0	6,2	3,8	17,0	16,3	17,0	11,0
Andra justeringar	0,0	-8,5	-10,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Förändring rörelsekapital</b>								
Varulager	0,0	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Rörelsefordringar	3,5	-5,7	0,6	0,0	-4,4	-3,0	-3,2	-3,4
Rörelseskulder	-6,9	9,3	8,7	-6,3	4,5	-1,2	-1,2	-1,2
<b>Kassaflöde från den löp. verksam.</b>	<b>-33,3</b>	<b>-40,1</b>	<b>-17,7</b>	<b>-29,3</b>	<b>-22,7</b>	<b>-8,0</b>	<b>23,4</b>	<b>52,7</b>
<b>Investeringsverksamheten</b>								
Förvärv av imm. anläggningstillg.	-13,1	-12,0	-1,7	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Förvärv av mat. anläggningstillg.	-0,1	0,0	-0,3	0,0	-0,1	-4,1	-9,1	-12,3
Andra investeringar	0,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från invest. verksam.</b>	<b>-13,2</b>	<b>-14,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,3</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>								
Nyemission, nettolikvid	26,1	61,1	20,0	17,8	20,6	4,4	0,0	5,5
Nettoförändring lån & krediter	-0,5	-0,3	-0,5	2,9	5,5	5,0	0,0	0,0
Övrig finansieringsverksamhet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från fin. verksam.</b>	<b>25,6</b>	<b>60,9</b>	<b>19,4</b>	<b>20,8</b>	<b>26,2</b>	<b>9,4</b>	<b>0,0</b>	<b>5,5</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>-21,0</b>	<b>6,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-10,9</b>	<b>3,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>14,3</b>	<b>45,9</b>
Likvida medel, periodens börj.	27,2	6,2	12,5	12,3	1,3	4,7	2,0	16,2
Likvida medel, periodens slut	6,2	12,5	12,3	1,3	4,7	2,0	16,2	62,2
<b>Nyckeltal</b>								
Kassaflöde, löp. verk. /nettoomsätt.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	0,2x	0,3x
Kassaflöde, löp. verk./tillgångar	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	0,4x	0,5x
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Källa: Bolagsinformation samt 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 Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.