

## Uppdatering: Kv2 2022

### RISK INTELLIGENCE A/S

Via ett egenutvecklat risksystem tillhandahåller Risk Intelligence bearbetad, analyserad och handlingsbar riskinformation med tillhörande rådgivningstjänster. Systemintäkterna är av återkommande karaktär.

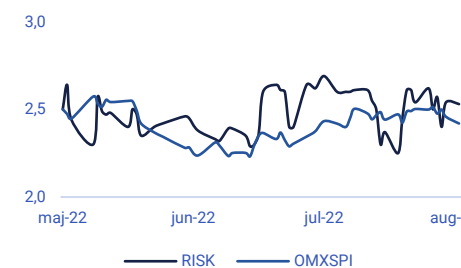
VD: Hans Tino Hansen  
SO: Jan Holm  
[investor.riskintelligence.eu](http://investor.riskintelligence.eu)

Bloomberg: RISK:SS  
Reuters Eikon: RISK.TE

Lista: Spotlight Stock Market DK

Aktie, senast: 2,5 DKK  
Marknadsvärde: 28 MDKK

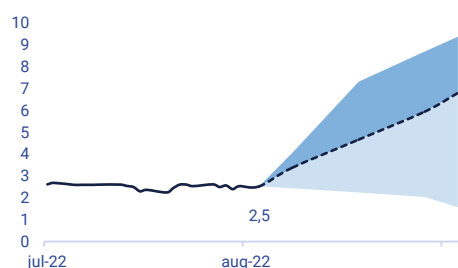
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-50	-59	-40	-6

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	1,6	6,8	9,4
Upp-/nedsida (%)	-38	169	271

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson  
Head of Equity Research

Fredrik Nilsson  
Associate Equity Analyst

Lars Johansen Öh  
Senior Advisor

## Stark utveckling för KPI:er kommer bära frukt

Trots tapp i rådgivningsintäkter växte Risk Intelligence nettoomsättningen under det gångna kvartalet med 7,1 procent till 3,0 miljoner DKK. Utfallet var dock under vår förväntan. Samtidigt fortsätter ARR och ARPU att växa i hög takt vilket kommer bära frukt framgent. Efter justeringar beräknar vi ett motiverat värde på 6,8 DKK (7,5) per aktie. Finansiering är säkrad för året och vi ser bra potentiell uppsida i en pressad aktie.

### Upprepad målsättning efter kvartal under förväntan

Summa ARR (inkl. riskrapporter) kom in på 16,9 miljoner DKK motsvarande en stark tillväxt på årsbasis om 19,9 procent och sekventiellt med 3,7 procent. ARPU ökade på årsbasis med 15,4 procent till 142 000 DKK. Den sekventiella tillväxten var 2,2 procent. NRR landade på starka på 111 procent. KPI:er var i linje med våra förväntningar men nettoomsättningen på 3,0 miljoner DKK var dock under vår prognos på 3,7 miljoner DKK. Avvikelsen förklaras av lägre konsultrelaterade intäkter som fortsätter hämma verksamhetens finansiella utveckling i det korta perspektivet. Samtidigt skall nämnas att tre nya kundavtal innefattande både system- och konsulttjänster har slutits under juli och augusti. Det lovar gott för de kommande kvartalen. Bolaget upprepar också sin målsättning om en nettoomsättning på helåret mellan 21,5-23,5 miljoner DKK.

EBITDA-resultat uppgick till minus 3,5 miljoner DKK. Vår prognos låg på minus 2,4 miljoner DKK. Avvikelsen beror på lägre intäkter och högre kostnadsbas än väntat. Som framgår i rapporten bedömer ledningen att kostnadsbasen nu är tillbaka på "normala" nivåer efter pandemin. Med möjlighet att resa bör också tillväxttakten kunna öka.

### Nedjusterade förväntningar på LandRisk Logistics

Vi har höga förväntningar på lanseringen av LandRisk Logistics. För denna applikation räknar bolaget med en genomsnittlig systemrelaterad ARPU kring 300 000 DKK – alltså mer än den dubbla ARPU för den maritima lösningen. I början av det gångna kvartalet signerades avtal med Monitoring Services ESOES, ett polskt företag som erbjuder tjänster för assistans till kontrollcentraler och skräddarsydda riskbedömningar av ruttor för ägare av värdefulla laster. Försäljningspipen var vid detta tillfälle stark men försäljningsprocesserna förefaller längre än vad vi initialt räknat med. Därför justerar vi ned intäktsförväntningarna för LandRisk Logistics 2023-2024, vilket också påverkar marginalantagandena negativt. Prognoser för 2025-2026 är dock lämnade oförändrade.

### Låg värdering i förhållande till återkommande intäkter

Genom att kombinera en multipelvärdering med en DCF-värdering beräknas ett motiverat värde på 6,8 DKK (7,5) per aktie. Nedrevideringen förklaras av justeringar i prognoserna. För multipelvärderingen har vi också ökat rabatten i förhållande till referensgruppen med en förhöjd osäkerhet kring utvecklingen för LandRisk Logistics. Vår värdering motsvarar EV/Sales NTM på 5,4x. Referensgruppen handlas i median till EV/Sales NTM om mycket höga 9,8x. Parallellt handlas aktien i dag till omotiverat låga 1,8x i förhållande till vår intäktsprognos NTM och 2,7x senast rapporterad summa ARR. Samtidigt har den kortsiktiga finansieringsrisken kommit ned med lån om 5,5 miljoner DKK.

### Finansiella nyckeltal (MDKK)

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	18,8	21,5	25,9	37,7	50,5
Summa ARR	16,0	17,9	24,5	34,0	46,4
ARPU	0,138	0,144	0,165	0,185	0,213
EBITDA	-0,9	-5,6	-4,1	2,4	10,2
EBIT	-2,8	-7,8	-6,3	-0,1	7,6
EBT	-4,8	-10,1	-8,4	-2,9	4,8
Resultat per aktie (DKK)	-0,3	-0,7	-0,4	-0,1	0,2
Tillväxt, nettooms.	19,8%	14,4%	20,2%	45,7%	33,9%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	6,3%	20,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,0%
EV/Sales	2,2x	1,9x	1,6x	1,1x	0,8x
EV/EBITDA (nuv.)	NM	NM	NM	17,5x	4,1x
EV/EBIT (nuv.)	NM	NM	NM	NM	5,5x

Summa ARR = Årliga återkommande intäkter (långa kontrakt). ARPU = Genomsnittlig intäkt per kund.  
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Uppföljning och kommentarer

Åter höll låg aktivitet för konsultverksamheten tillbaka intäktsutvecklingen. Nettoomsättningen var därmed under vår förväntan. Med lägre intäkter än väntat var också lönsamheten under vår prognos. Positivt är att KPI:er som återkommande intäkter och genomsnittlig intäkt per kund fortsatte växa, både på årsbasis och sekventiellt. Vidare har bolaget erhållit finansiering om 5,5 miljoner DKK, vilket vi bedömer finansiera verksamheten året ut.

### Bra utveckling för viktiga värde drivare

I tabell nedan visas utfallet för det andra kvartalet 2022, jämfört med våra prognoser. Utfallet var genomgående under vår förväntan. Positivt är att viktiga KPI:er som årliga återkommande intäkter (ARR) och genomsnittlig intäkt per kund fortsätter att öka i rask takt. Detta kommer bära frukt framgent.

#### Prognos vs utfall (MDKK)

	Kv2, 2022P	Kv2, 2021U	Kv2, 2022U	Tillväxt	Avvikelse
ARR, system	15,4	12,5	15,5	23%	1%
ARR, totalt	16,6	14,1	16,9	20%	2%
ARPU (000 DKK)	142	123	142	15%	0%
Nettoomsättning	3,7	2,8	3,0	7%	-17%
EBITDA	-2,4	-2,5	-3,5	-42%	-46%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	-	-
EBIT	-3,0	-2,9	-4,0	-39%	-33%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	-	-
EBT	-3,8	-3,4	-4,5	-34%	-19%
Resultat per aktie (DKK)	-0,27	-0,26	-0,32	-24%	-20%

ARR = Återkommande intäkter på årsbasis. ARPU = Genomsnittlig årlig intäkt per kund. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Stark utveckling för system

#### Viktiga återkommande intäkter växer även sekventiellt

Återkommande intäkter ger ökad förutsägbarhet och därmed ökad trygghet i intäktstillflödet. Under det gångna kvartalet visade Risk Intelligence årliga återkommande systemintäkter (ARR, system) på 15,5 miljoner DKK, motsvarande en tillväxt på 23,5 procent. Sekventiellt, alltså jämfört med det föregående kvartalet, var tillväxten 4,5 procent. Återkommande systemintäkter hamnade marginellt över vår prognos på 15,4 miljoner DKK.

Återkommande systemintäkter (ARR, system) är kontrakterade över 12 månader.

Summa återkommande (ARR, totalt), som även innefattar kontrakterade intäkter för bolagets riskrapporter, ökade med 19,9 procent till 16,9 miljoner DKK. Den sekventiella tillväxten var 3,7 procent. Summa återkommande intäkter översteg marginellt vår prognos på 16,0 miljoner DKK.

Summa återkommande intäkter inkluderar intäkter från system plus riskrapporter som normalt sett kontrakterade på ett kvartal eller längre.

#### Merförsäljning och prishöjning banar vägen för lönsamhet

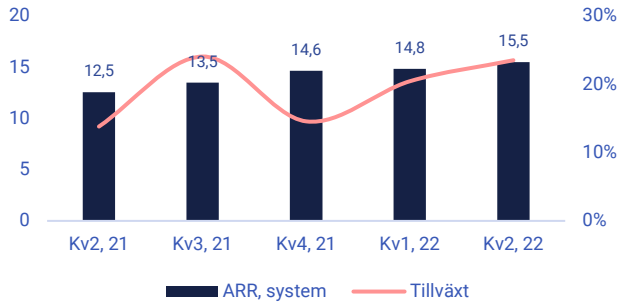
NRR, eller "netto intäktsförändring" (Net Revenue Retention), visar den procentuella förändringen i intäkter från befintliga kunder efter avslutade kontrakt över en given period (ett år). Bolagets NRR var vid utgången av det andra kvartalet 111 procent. Det innebär att kunder i genomsnitt genererar 11 procent mer i intäkter jämfört med samma kvartal föregående år, efter avbrutna kontrakt. Enligt bolaget förklaras ökningen fler användare per kund och prisökningar som är viktiga komponenter i strategin för att öka lönsamheten.

NRR under det första kvartalet 2022 var 105 procent.

## NRR växer ARPU i väntan på fler kunder till LandRisk Logistics

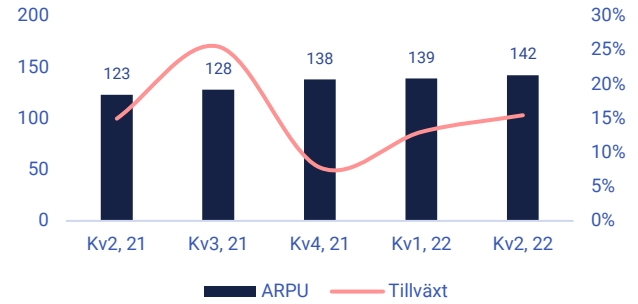
Till utgången av det föregående kvartalet ökade ARPU (genomsnittlig intäkt per kund Maritima systemet plus LandRisk Logistics) med 15,4 procent till 142 000 DKK. Det var i linje med vår prognos på 142 100 DKK. Tillväxten bedöms i huvudsak bero på det goda utfallet för NRR.

### ARR, system (MDKK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation

### ARPU (000 DKK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation

Bolaget uppskattar att kunder på LandRisk Logistics över tid kommer att betala 300 000 DKK i genomsnitt. Det är mer än dubbla den befintliga ARPU:n. Således väntas ARPU öka i takt med att fler kunder tecknas på LandRisk Logistics.

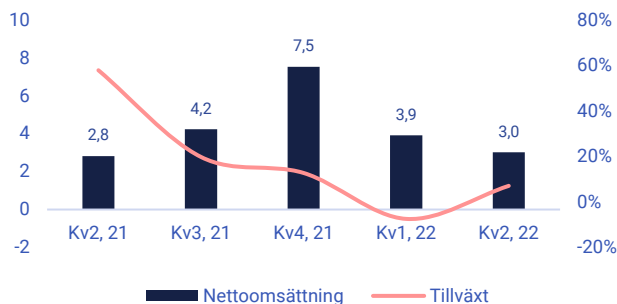
Att nya kunder tecknas på LandRisk Logistics är därmed också en huvudkomponent för bolaget att kunna uppnå god lönsamhet över tid. Under det gångna kvartalet tecknades en ny kund till LandRisk Logistics. Vi hade hoppats på att någon/några fler kunder hade tecknats. Rimligtvis är försäljningsprocesserna något mer komplexa och tidskrävande än vad vi initialt räknat med. Produkten är fortfarande i tidig lanseringsfas men hur utvecklingen tar sig under andra halvan av innevarande år kommer medföra bättre förståelse för marknadens mottagande av LandRisk Logistics.

## Nettoomsättningen hölls tillbaka av rådgivning

Nettoomsättningen under det andra kvartalet med 7,1 procent på årsbasis till 3,0 miljoner DKK. Det var under vår förväntan på 3,7 miljoner DKK. Nettoomsättningen hölls tillbaka av låg aktivitet för konsult- och rådgivningsverksamheten. Detta var också den huvudsakliga förklaringen till avvikelsen i utfall jämfört med vår prognos.

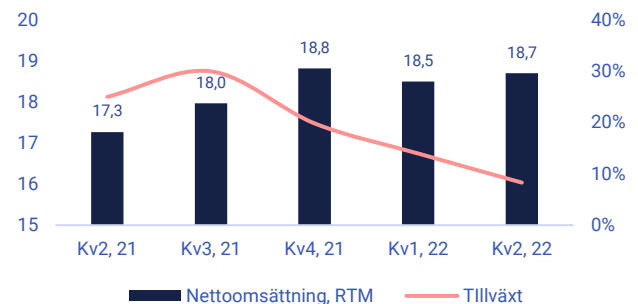
Det andra och tredje kvartalet har typiskt sett låga återkommande systemintäkter. Det fjärde kvartalet har högst återkommande systemintäkter.

### Nettoomsättning (MDKK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation

### Nettoomsättning (MDKK) och tillväxt (%), RTM



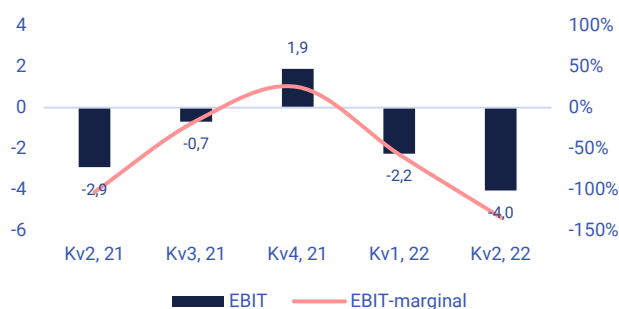
RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation

På rullande 12 månader steg nettoomsättningen på årsbasis landade på 8,3 procent. Det är klart positivt trots låga aktivitet för konsult- och rådgivningsverksamheten. Se graf ovan till höger.

## Rörelseresultat under förväntan

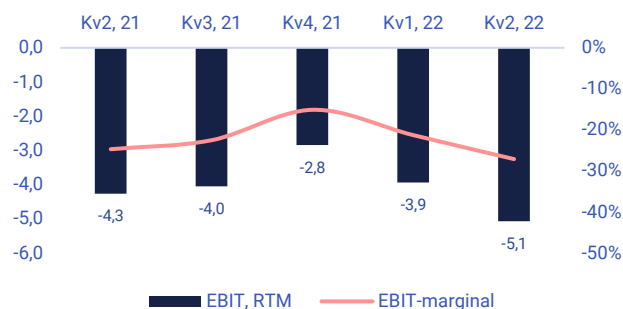
Rörelseresultatet kom in på minus 4,0 miljoner DKK. Vår prognos var minus 3,0 miljoner DKK. Avvikelsen förklaras av lägre intäkter samt en något högre kostnadsbas än väntat. Som framgår i kvartalsrapporten bedömer bolaget att kostnadsmassan är tillbaka på "normala" nivåer nu när det åter är möjligt att resa, vilket inte var möjligt i samma utsträckning under Covid-pandemin.

### EBIT (MDKK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation

### EBIT (MDKK) och marginal (%), RTM

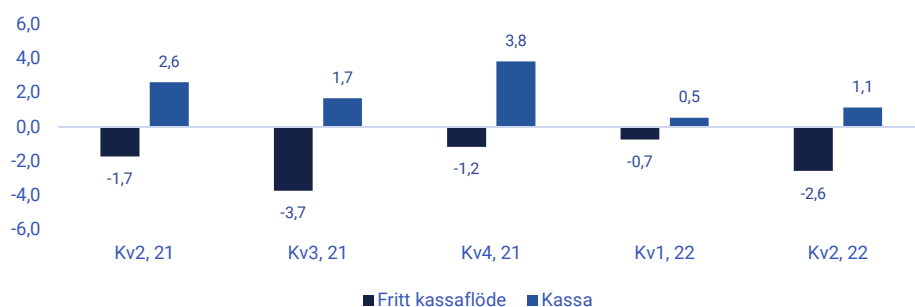


RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation

## Kassaflöde och likviditet

Under det gångna kvartalet uppgick det fria kassaflödet till minus 2,6 miljoner DKK, motsvarande cirka 74 procent av det negativa EBITDA-resultatet. I kassan fanns 1,1 miljoner DKK vid utgången av det andra kvartalet efter netto nya lån på 3,2 miljoner DKK.

### Kassaflöde och kassa (MDKK)



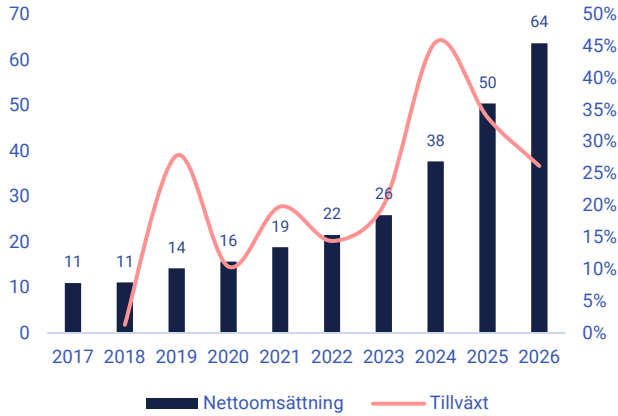
Källa: Bolagsinformation

Den 25 juli lät bolaget meddela att bolaget erhållit ett lån från privata långivare om totalt 5,5 miljoner DKK. Lånet förfaller i trancher som löper över tre, sex och nio månader och har en ränta på årsbasis om 12 procent. Möjlighet att förlänga lånen finns givet att parterna kan enas om villkor.

Vi räknar med att detta lån kommer räcka att tillsammans med kassaflöden finansiera verksamheten under resterande del av innevarande år. Den skall också noteras att det egna kapitalet för koncernen nu är negativt.

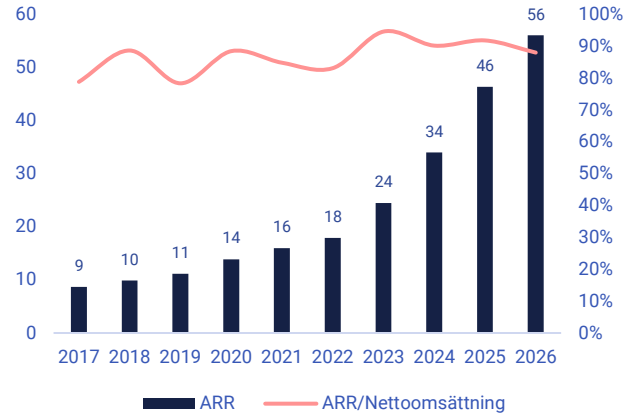
# Equity story i sex grafer

## Goda utsikter för tillväxt med ny produkt på stor marknad



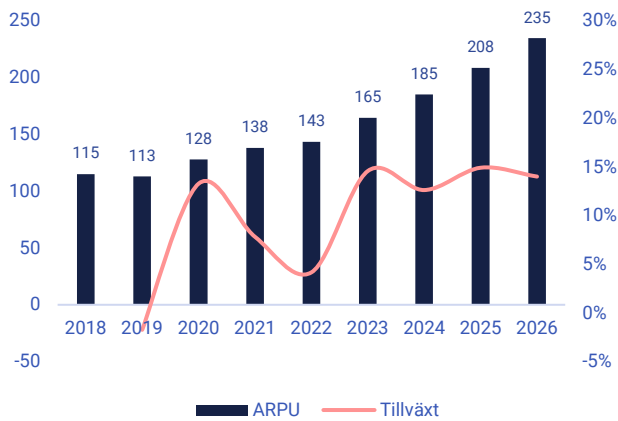
Miljoner DKK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Hög andel återkommande intäkter



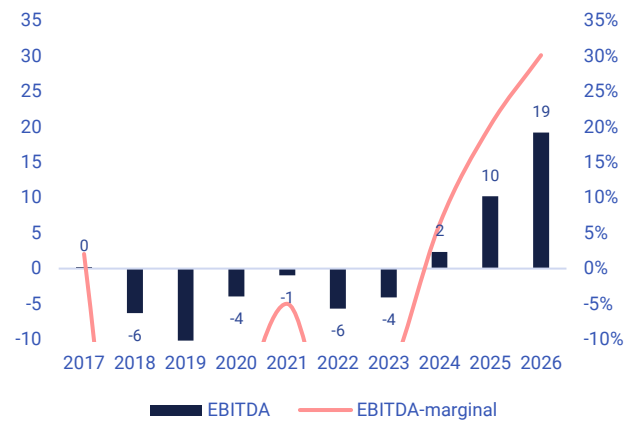
Miljoner DKK. ARR avser periodens slut. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Högre ARPU med merförsäljning och ny tjänst



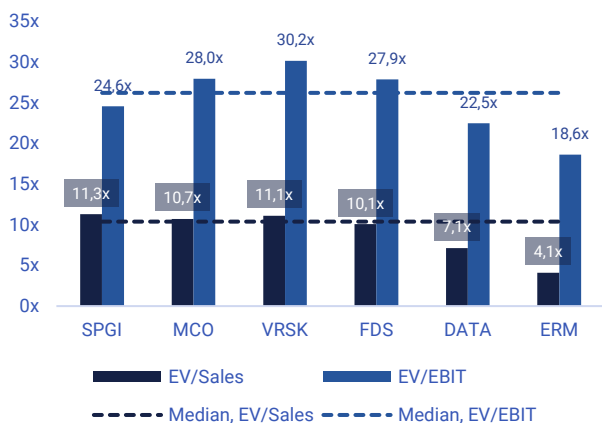
Miljoner DKK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Bra marginalpotential över tid



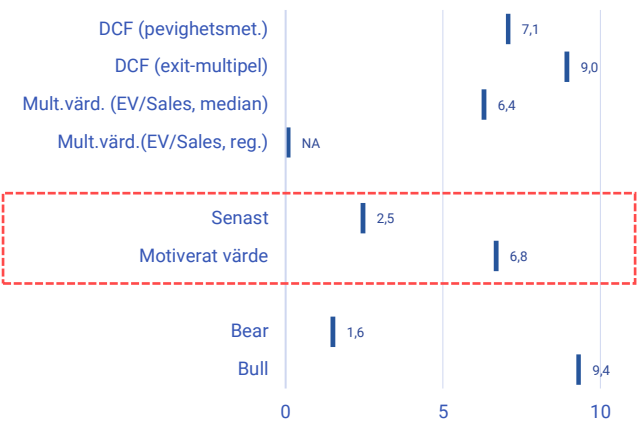
Miljoner DKK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Höga värderingsmultiplar för "intelligence providers"



Källa: S&P Capital IQ

## Motiverat värde inom ett intervall



DKK per aktie. Källa: Carlsquare prognoser

# Investment case, prognoser och värdering

Risk Intelligence är en väletablerad leverantör till sjöfartsindustrin, inkluderat olja och gasssektorn av sitt risksystem och tillhörande rådgivning. Historiskt har tillväxten drivits av i) nya kunder och ii) ökad ARPU, exempelvis genom merförsäljning och prishöjningar. Vi förväntar oss att detta mönster fortsätter samtidigt som LandRisk Logistics kan ta bolaget till nästa nivå vad gäller både tillväxt och lönsamhet. I vårt basscenario beräknas ett motiverat värde om 6,8 DKK per aktie (7,5), motsvarande en EV/Sales NTM på 5,4x. Referensgruppens medianvärde för EV/Sales NTM är 9,8x.

## Tillväxt, skalbarhet och lönsamhet

Risk Intelligence intäkter består i huvudsak av återkommande systemintäkter kontrakterade på 12 månader. Vi menar att det är återkommande (system)intäkter som driver värdet i Risk Intelligence. Återkommande intäkter är värdefulla för de skapar förutsägbarhet i intäktsflödet. Detta avspeglas typiskt sett också i värderingsmultiplar som EV/Sales eller P/S. Vårt case bygger på merförsäljning till befintliga kunder samt migrering av nya kunder från konkurrerande lösningar. Den mest avgörande värdedrivaren är dock LandRisk Logistics. I vårt scenario ger de två drivarna en högre ARPU som medför skalbarhet och möjliggör för lönsamhet.

- **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 styrka och kapacitet.
- **Återkommande intäkter på långa kontrakt.** Årliga återkommande systemintäkter på långa kontrakt (12 månader) uppgick till 15,5 miljoner DKK vid utgången av andra kvartalet 2022. Med en stor andel återkommande intäkter ökar förutsägbarheten i intäktsflödena.
- **En ny marknad.** Lanseringen av applikationen LandRisk Logistics har en god potential på en mångmiljardmarknad. Det är ingen lätt uppgift men produktutvecklingen har skett i samarbete med kunden Sony. Det innebär att lösningen innehåller funktioner som efterfrågas. LandRisk Logistics kommer 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 prognos för nästa tolv månader (NTM) på 1,8x och ARR-multipeln ligger på låga 2,7x. Vår referensgrupp, som består av leverantörer av handlingsbar information med en liknande affärsmodell, så som FactSet och S&P Global, handlas till EV/Sales NTM på 9,8x. Vårt motiverade värde på 6,8 DKK per aktie representerar en bra uppsida och motsvarar en implicit EV/Sales NTM på 5,4x. Det är ändå en rabatt på 45 procent gentemot referensgruppen som motiveras av osäkerhet i prognoser givet nylanseringen av LandRisk Logistics liksom att Risk Intelligence inte är lönsamt för tillfället, storlek och därmed lönsamhetsutsikter.

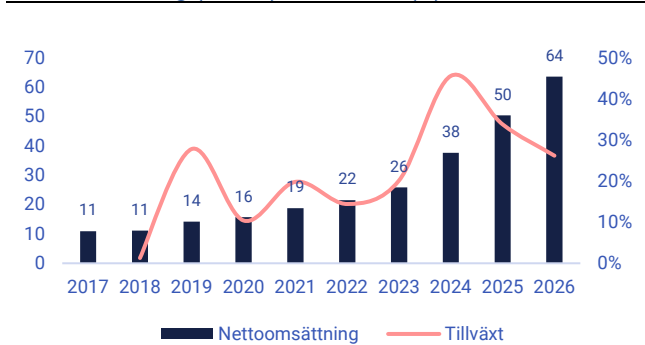
## Antaganden och prognoser

### Nya tillväxtinitiativ kommer att öka nettoomsättningen

Givet liten avvikelse i absoluta tal för utfall jämfört med prognos, bolagets bibehållna intäktsmål för året samt en stark kundstillväxt under innevarande kvartal gör vi endast en marginell förändring i intäktsprognos för 2022 – vi räknar med en nettoomsättning 2022 på 21,5 miljoner DKK (21,6). Vi har dock justerat ned intäktsprognoserna för åren 2023 och 2024 med anledning av antagandet om längre och mer komplexa införsäljningsprocesser av LandRisk Logistics än vad som initialt var väntat. Samtidigt lämnar intäktsantagande för 2025 och 2026 oförändrade. Således är även den genomsnittliga tillväxttakten över hela prognosperioden 2022-2026 nära oförändrad på cirka 28 procent.

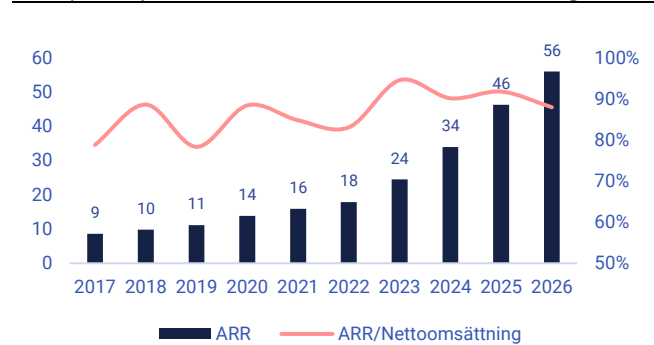
Nettoomsättningen omfattar intäkter från risk intelligence-lösningen, riskrapporter och konsulttjänster. Bolaget har guidat för en nettoomsättning mellan 21,5 och 23,5 miljoner DKK under 2022.

**Nettoomsättning (MDKK) och tillväxt (%)**



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**ARR (MDKK) och ARR som andel av nettoomsättning**



ARR avser periodens slut. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

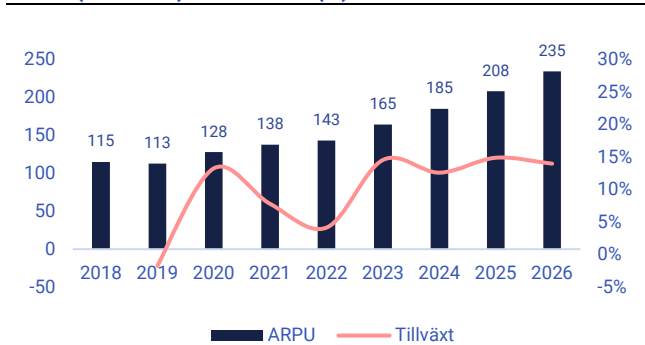
## Marginalpotential med skalbarhet, högre ARPU och AI

### Högre intäkter per anställd är nyckeln till lönsamhet

Som framgår i den vänstra grafen nedan förväntar vi oss en ARPU om 143 000 DKK vid utgången av 2022. Det är en nedjustering orsakad av lägre antal kunder på LandRisk Logistics än tidigare antaget. Vi räknar med en EBITDA-resultat på minus 5,6 miljoner DKK (-1,2).

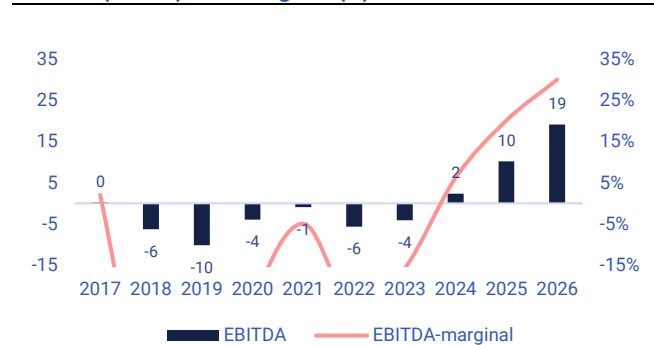
Bolaget har guidat för ett negativt EBITDA-resultat 2022. Tidigare var bolagets långsiktiga mål för EBITDA-marginalen att komma upp i en nivå på minst 30 procent.

**ARPU (000 DKK) och tillväxt (%)**



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**EBITDA (DKKm) och marginal (%)**



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Samtidigt har vi fortsatt tilltro till bolagets erbjudande och strategi där nya kunder på LandRisk Logistics, merförsäljning och ökade priser ger en högre genomsnittlig intäkt per kund som i sin tur resulterar i en bra lönsamhet. Under 2026 räknar vi med att bolaget kan komma upp i en EBITDA-marginal på 30,1 procent (30,4). Vårt antagande är i linje med bolagets tidigare kommunicerade mål för EBITDA-marginal.

## Motiverat värde inom ett intervall

### Låg värdering given tillväxtpotential och referensgrupp

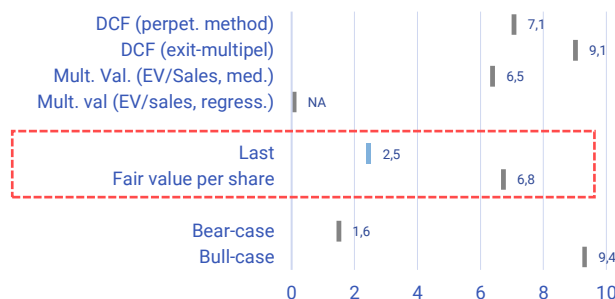
Vi har kombinerat en DCF-modell med en multipelvärderingsmodell för att beräkna ett motiverat värde per aktie. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie på 7,1-9,0DKK. Vår multipelvärdering ger ett värde per aktie på 6,5 DKK. Genom att kombinera det lägsta värdet i DCF-modellen med multipelvärderingen i ett genomsnitt beräknar vi ett verkligt värde per aktie på 6,8 DKK (7,5) efter full finansiering och utspädning för de kommande 6-12 månaderna. Revidering av motiverat värde beror på nedreviderade intäktsprognoser för åren 2023 och 2024 samt nedjusterade vinstprognoser för åren 2022-2024. Vi har också höjt den bolagsspecifika riskpremien i diskonteringsräntan och rabatten i multipelvärderingen då vi bedömer att osäkerheten kring LandRisk Logistics framgång har ökat.

#### Motiverat värde per aktie (DKK), basscenario

Multipelvärdering	6,4
DCF-värdering	7,1
<b>Motiverat värde per aktie</b>	<b>6,8</b>
Möjlig upp-/nedsida	169%
Utestående aktier efter finansiering och utspädning (milj.)	18,3
<b>Aktievärde (MDKK)</b>	<b>125</b>
Kassa (MDKK)	0,3
Skulder (MDKK)	12,7
PV kassa från nyemissioner (MDKK)	13,9
<b>EV (MDKK)</b>	<b>123</b>

Källa: Carlsquare prognoser

#### Motiverat värde per aktie inom ett intervall (DKK)



Källa: Carlsquare prognoser

#### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2022E	2023E	2024E	2025E
EV/Sales	5,4x	5,7x	4,8x	3,3x	2,4x
EV/Total ARR	5,9x	6,9x	5,0x	3,6x	2,7x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	52,2x	12,1x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	16,3x

NTM = nästa tolv månader. Källa: Carlsquare prognoser

Som visas i tabell ovan motsvarar vår värdering en EV/Sales multipel NTM på 5,4x. Vår referensgrupp bestående av leverantörer av bearbetad, analyserad och handlingsbar information handlas för närvarande till en median EV/Sales NTM på 9,8x och en EV/EBITDA NTM på 22,1x. Jämfört med referensgruppen motiveras rabatten av högre osäkerhet samt den långsiktiga lönsamhetsutsikten.

#### DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Disk.ränta		Antaganden	
PV(UFCF)	6,4	Risikfri ränta	1,5%	CAGR, 2020-2026	27,6%
PV(TV)	123	Marknadsriskprem.	6,7%	EBITDA-marginal, 2026	30,1%
<b>Enterprise value</b>	<b>129</b>	Storleksprem	4,2%	EBIT-marginal, 2026	25,7%
Nettoskuld	-12,4	Beta	1,2x	Skatt	22,0%
<b>Aktievärde</b>	<b>117</b>	Förväntad avkastning EK	14,6%		
PV(kapital, nyemissioner)	13,9			<b>Implicita multiplar</b>	
<b>Aktievärde efter finansiering</b>	<b>131</b>	Ränte, just. för skatt	7,5%	EV/Sales, NTM	5,4x
Utestående aktier	11,1	Belåning	20,0%	EV/Sales 2022	5,7x
Nya aktier	7,2	WACC	13,2%	EV/EBITDA, NTM	NM
Utestående aktier efter finansiering och utspädning	18,3			EV/EBITDA 2022	NM
Värde per aktie före finansiering och utspädning	10,6	Bolagsspecifik prem.	2,9%	EV/EBIT NTM	NM
<b>Värde per aktie efter finansiering och utspädning</b>	<b>7,1</b>	<b>Diskonteringsränta</b>	<b>16,1%</b>	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%
14,1%	7,7	8,5	9,5	10,7
15,1%	7,1	7,8	8,6	9,6
16,1%	6,6	7,1	7,8	8,6
17,1%	6,1	6,6	7,2	7,9
18,1%	5,7	6,1	6,6	7,2

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

#### Känslighetsanalys med exit-multipel (DKK/aktie)

	15,7x (40%)	18,4x (30%)	21,0x (20%)	23,6x (10%)
14,1%	8,4	9,7	11,1	12,4
15,1%	8,1	9,4	10,6	11,9
16,1%	7,8	9,0	10,2	11,5
17,1%	7,5	8,7	9,9	11,0
18,1%	7,2	8,3	9,5	10,6

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 30 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 9,0 DKK.

Nedan följer multipelvärderingen. Som framgår har vi tillämpat en rabatt på 50 procent (30 procent) på grund av osäkerhet i våra prognoser, skillnader i storlek och lönsamhet. Med en förväntad försäljning under de kommande 12 månaderna på 22,9 miljoner DKK ger multipelvärderingen ett värde per aktie på 6,4 DKK efter full finansiering och utspädning.

#### Multipelvärdering, basscenario

	HQ	Mcap (DKKm)	CAGR, 2020-2023	µEBIT-marg., 2021-2023	EV/Sales, NTM
S&P Global Inc.	US	925 681	24%	49%	10,9x
Moody's Corporation	US	408 061	8%	41%	10,3x
Verisk Analytics, Inc.	US	227 253	8%	39%	11,0x
FactSet Research Systems Inc.	US	124 138	17%	35%	9,2x
GlobalData Plc	GB	12 153	11%	34%	7,1x
Euromoney Institutional Investor PLC	GB	13 854	11%	23%	3,9x
<b>Median</b>		<b>175 695</b>	<b>11%</b>	<b>37%</b>	<b>9,8x</b>
Genomsnitt		285 190	13%	37%	8,8x
Rabatt					50%
<b>Använd EV/Sales-multipel</b>					<b>4,9x</b>
Förväntad försäljning, NTM					22,9
<b>Enterprise value</b>					<b>111,6</b>
Nettoskuld (31-Dec)					-12,4
Kassa från nyemissioner					17,7
<b>Aktievärde efter finansiering</b>					<b>116,8</b>
Utestående aktier					11,1
Nya aktier					7,2
Utestående aktier efter finansiering och utspädning					18,3
Värde per aktie före finansiering och utspädning					8,9
<b>Värde per aktie efter finansiering och utspädning</b>					<b>6,4</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

## Värderingsintervall

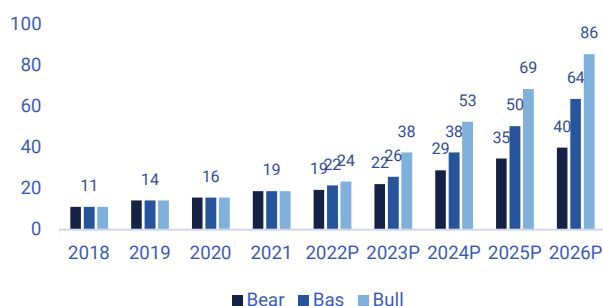
I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I Bull-scenariot modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 36,0 procent (27,6 procent i

basscenariot). EBITDA-marginalen antas öka till 33,0 procent (30,1 procent i bas-scenariot). Efter full finansiering och utspädning beräknas ett värde per aktie på 9,4 DKK.

För Bear-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 16,3 procent. EBITDA-marginalen antas öka till 19,6 procent år 2026. Efter full finansiering och utspädning ger det mer pessimistiska scenariot ett värde per aktie på 1,6 DKK.

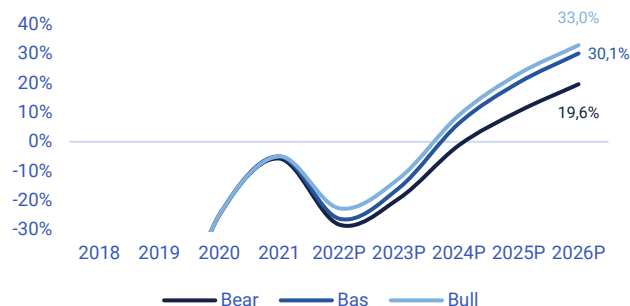
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBITDA-marginal visas nedan.

### Nettoomsättning (MDKK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

### EBITDA-marginal (MDKK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

## Risker och utmaningar

Nyligen lanserades programmet LandRisk Logistics, en utökad version av LandRisk-modulen. Hittills använder endast två kunder 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 på ett negativt sätt.

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.

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 2,1 miljoner DKK under 2022. Eftersom de största investeringarna i LandRisk Logistics redan bör ha gjorts antar vi att investeringar minskar fram till 2026.

För att leva upp till sina skuldåtaganden och leverera på tillväxtutsikter har vi antagit att bolaget tar in cirka 15 miljoner DKK via nyemission och 13,5 miljoner DKK i lån under 2023-2024. Detta utöver de utestående teckningsoptionerna. Om eget kapital inte emitteras (eller tillgångar skrivs upp) riskerar företaget att få ett negativt eget kapital i balansräkningen under en längre tidsperiod. Negativt eget kapital på gruppnivå kan bli fallet redan nästa kvartal.

I vårt scenario genomförs aktieemission först 2023 eftersom investerare i Danmark vanligtvis har en annan syn på negativt eget kapital, 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
<b>Per aktie</b>							
EPS	-0,66	-0,33	-0,72	-0,41	-0,14	0,20	0,59
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	-0,3	0,4	-0,3	0,3	0,2	0,5	1,1
<b>Värdering (nuvarande)</b>							
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	0,0x	0,0x
P/B	NM	5,7x	NM	5,2x	7,1x	3,3x	1,4x
EV/Sales	2,6x	2,2x	1,9x	1,6x	1,1x	0,8x	0,6x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	17,5x	4,1x	2,2x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	5,5x	2,5x
<b>Övrigt</b>							
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	-21,4%	-10,2%	-19,8%	-31,9%	20,9%	32,1%	73,7%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Resultaträkning (MDKK), kvartalsbasis

	2021, kv1	2021, kv2	2021, kv3	2021, kv4	2022, kv1	2022, kv2	2022, kv3	2022, kv4
<b>Nettoomsättning</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>7,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,9</b>	<b>9,7</b>
Totala intäkter	4,2	2,8	4,2	7,5	3,9	3,0	4,9	9,7
Övriga rörelsekostnader	-1,5	-1,6	-1,5	-1,7	-1,7	-2,3	-2,8	-5,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>5,9</b>	<b>2,2</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>4,6</b>
Personalkostnader	-3,4	-3,7	-3,0	-3,4	-3,9	-4,2	-3,5	-3,8
Av- och nedskrivningar	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5
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	-6,2	-7,1	-6,8	-9,3
<b>EBIT</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-4,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,3</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,9</b>
<b>EBT</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,3</b>
<b>Resultat</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,2</b>
<b>Vinst per aktie (DKK)</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,13</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,32</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,02</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning (MDKK)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Nettoomsättning</b>	<b>15,7</b>	<b>18,8</b>	<b>21,5</b>	<b>25,9</b>	<b>37,7</b>	<b>50,5</b>	<b>63,7</b>
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>15,7</b>	<b>18,8</b>	<b>21,5</b>	<b>25,9</b>	<b>37,7</b>	<b>50,5</b>	<b>63,7</b>
Övriga rörelsekostnader	-6,5	-6,2	-11,9	-14,0	-18,8	-23,0	-26,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,2</b>	<b>12,6</b>	<b>9,7</b>	<b>11,8</b>	<b>18,9</b>	<b>27,4</b>	<b>37,5</b>
Personalkostnader	-13,1	-13,5	-15,3	-15,9	-16,6	-17,2	-18,3
Av- och nedskrivningar	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2	-2,4	-2,6	-2,8
Övriga externa kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala rörelsekostnader	-21,4	-21,7	-29,3	-32,2	-37,8	-42,9	-47,3
<b>EBIT</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-7,8</b>	<b>-6,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>7,6</b>	<b>16,4</b>
<b>EBITDA marginal</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-5,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>2,4</b>	<b>10,2</b>	<b>19,2</b>
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-2,1	-1,9	-2,3	-2,1	-2,9	-2,8	-2,4
Finansnetto	-2,0	-1,9	-2,3	-2,1	-2,9	-2,8	-2,4
<b>EBT</b>	<b>-7,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>-10,1</b>	<b>-8,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>4,8</b>	<b>14,0</b>
Skatt	1,8	1,2	2,2	1,8	0,6	-1,0	-3,1
<b>Resultat</b>	<b>-6,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-7,9</b>	<b>-6,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,7</b>	<b>10,9</b>
<b>Resultat per aktie</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>
Aktier, EoP	9,1	11,1	11,1	17,4	17,8	18,1	18,5
<b>Tillväxt</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Nettoomsättning	10,4%	19,8%	14,4%	20,2%	45,7%	33,9%	26,2%
Totala intäkter	10,4%	19,8%	14,4%	20,2%	45,7%	33,9%	26,2%
Bruttoresultat	162,3%	37,1%	-23,2%	22,4%	59,8%	45,0%	36,6%
EBIT	49,9%	50,4%	-174,0%	18,9%	98,8%	10188,4%	116,6%
EBITDA	61,3%	76,2%	-502,6%	27,5%	157,6%	332,2%	88,4%
EBT	36,8%	38,8%	-112,2%	17,0%	64,9%	261,4%	194,1%
Resultat	38,0%	39,4%	-118,5%	17,1%	64,9%	261,4%	194,1%
Vinst per aktie	42,1%	50,0%	-117,9%	42,8%	67,1%	248,8%	192,9%
<b>Marginaler</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Bruttomarginal	58,5%	66,9%	44,9%	45,7%	50,2%	54,3%	58,8%
EBIT-marginal	-36,5%	-15,1%	-36,2%	-24,4%	-0,2%	15,0%	25,7%
EBITDA-marginal	-25,1%	-5,0%	-26,2%	-15,8%	6,3%	20,2%	30,1%
EBT-marginal	-49,6%	-25,3%	-46,9%	-32,4%	-7,8%	9,4%	21,9%
Vinstmarginal	-38,0%	-19,2%	-36,6%	-25,3%	-6,1%	7,3%	17,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning (MDKK)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Summa immateriella tillgångar	10,6	11,6	11,3	10,5	9,5	8,5	7,4
Summa materiella tillgångar	1,5	1,5	1,7	2,0	2,0	1,8	1,5
Summa finansiella tillgångar	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Summa anläggningstillgångar	12,5	13,5	13,5	12,8	11,9	10,7	9,3
Kundfordringar	4,5	5,2	5,9	6,9	10,4	13,6	16,8
Övriga kortfristiga fordringar	0,0	0,1	0,0	1,1	1,3	1,3	1,6
Skatt	1,8	2,3	1,9	1,1	0,4	0,4	0,4
Uppskjutet skatt	3,7	4,4	6,6	8,5	9,1	8,1	5,0
Periodiseringsposter	1,0	0,9	1,3	1,4	2,2	2,8	3,5
Kassa	0,6	3,8	0,3	1,9	12,7	13,5	31,5
Summa omsättningstillgångar	11,6	16,7	16,1	20,9	36,1	39,7	58,8
	<b>24,1</b>	<b>30,2</b>	<b>29,5</b>	<b>33,7</b>	<b>48,0</b>	<b>50,4</b>	<b>68,1</b>
<b>EGET KAPITAL</b>							
Summa eget kapital	-2,5	4,9	-3,1	5,4	4,0	8,6	20,4
<b>SKULDER</b>							
Skulder till kreditinstitut	4,8	3,5	6,0	5,1	14,4	10,0	10,0
Skuld till aktieäg. och management	6,3	5,1	3,9	2,6	1,2	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	11,2	8,5	10,0	7,7	15,6	10,0	10,0
Kortfristig del av långfristig skuld	1,6	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Leverantörsskulder	1,2	1,0	2,0	2,4	3,6	4,7	5,8
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	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Övriga kortfristiga skulder	3,7	2,5	9,7	7,4	14,1	16,5	21,6
Kreditinstitut	2,8	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Upplupna kost. och förutbetalda int.	1,1	0,7	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5
Summa kortfristiga skulder	15,4	16,8	22,6	20,6	28,4	31,8	37,8
Summa skulder	<b>26,6</b>	<b>25,3</b>	<b>32,6</b>	<b>28,3</b>	<b>44,0</b>	<b>41,8</b>	<b>47,8</b>
Summa eget kapital och skulder	<b>24,1</b>	<b>30,2</b>	<b>29,5</b>	<b>33,7</b>	<b>48,0</b>	<b>50,4</b>	<b>68,1</b>
<b>Likviditet</b>							
Current ratio	0,8	1,0	0,7	1,0	1,3	1,2	1,6
Cash ratio	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,1
<b>Belåning</b>							
Net debt(-)/Net cash(+)	-12,1	-7,5	-12,4	-8,5	-5,6	0,8	18,8
Net debt/EBITDA	NM	NM	NM	NM	237%	NM	NM
Net debt/Equity	NM	154%	NM	159%	141%	NM	NM
Debt/Equity	NM	518%	NM	527%	1107%	488%	235%
Assets/Equity	NM	16%	NM	16%	8%	17%	30%
<b>Effektivitet</b>							
ROA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,4%	16,0%
ROE	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	59,1%	75,3%
ROIC	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,7%	38,6%

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	-5,6	-8,9	5,9	9,0	20,7
Delta rörelsekapital	-1,4	-3,3	0,7	-0,6	-2,3	-2,1	-2,1
KF löpande verksamhet	-7,4	-6,1	-4,9	-9,5	3,5	6,9	18,5
KF investeringsverksamhet	-2,2	-2,9	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3	-1,3
KF finansieringsverksamhet	9,3	12,2	3,2	12,6	8,7	-4,8	0,8
<b>Kassaflöde</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>1,6</b>	<b>10,8</b>	<b>0,8</b>	<b>18,0</b>
Kassa, BoP	0,8	0,6	3,8	0,3	1,9	12,7	13,5
<b>Kassa EoP</b>	<b>0,6</b>	<b>3,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>12,7</b>	<b>13,5</b>	<b>31,5</b>
<b>Nyckeltal</b>							
KF löp. verk./nettoomsättning	-47%	-32%	-23%	-37%	9%	14%	29%
KF löp. Verk./tillgångar	-31%	-20%	-16%	-28%	7%	14%	27%

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