



## Penser Access by Carnegie

Kommunikation | Sverige | 19 februari 2024

# Kebni

## Tillväxtresan har börjat

### Q4 blev det starkaste kvartalet genom tiderna

Nettoomsättningen var 37,4 mkr (5,4 mkr), vilket är 592% högre y/y. Justerad EBITDA var -2,0 mkr (-15,6 mkr) och periodens kassaflöde blev -9,2 mkr. Orderboken var på över 200 mkr vid ingången av 2024, efter att bolaget i december erhållit en tredje order från Saab på 58 mkr. Detta ger ett starkt stöd åt bolagets strategiska mål för 2024 om en omsättning på 150-200 mkr, en EBITDA-marginal på 5-10% och ett positivt operativt kassaflöde. Vår bedömning är att Kebni erhåller minst en order från Saab på 80-90 mkr under 2024. Produktionstakten i den nya anläggningen har accelererat under Q4 och vår bedömning är att det fortfarande finns ett stort utrymme att öka produktionen ytterligare de kommande kvartalen innan maxkapaciteten är nådd.

### Stort intresse för SensAltion och Satcom skapar fler tillväxtmöjligheter

Skräddarsydda IMUer till Saabs NLAW är ryggraden i Kebnis tillväxtresa, men intresset är mycket stort för bolagets nya "off-the-shelf" produktfamilj, SensAltion. Kebni är involverade i flera diskussioner som kan generera betydande affärsmöjligheter. Ett antal potentiella kunder testar just nu förserieenheter samtidigt som Kebni förbereder sig för serieproduktion av samma enheter. Kebni avslöjade i samband med Q4-rapporten att man inom kort är färdig med en ny IMU-variant, SensAltion AHRS (Attitude and Heading Reference System), som används i drönare och andra flygande farkoster. AHRS-funktionaliteten stärker och breddar bolagets produktbudande. Det pågår även dialoger med asiatiska Satcom-kunder rörande Satmission och den maritima antennen Kebni Gimbal.

### Vi upprepar motiverat värde på 1,7-1,9 kr per aktie

Vi lämnar våra omsättnings- och vinstprognoser för 2024-25e mer eller mindre oförändrade efter att bolaget levererat enligt våra förväntningar i det fjärde kvartalet. Vi introducerar även vårt scenario för 2026. Kebni har en god finansiell ställning med en nettokassa på 21 mkr och en soliditet på 66%, vilket skapar fina förutsättningar att exekvera på de potentiella affärsmöjligheter som bolagets produktportfölj erbjuder. Tillväxtresan har precis startat och det är uppenbart att Kebnis produkter inom Inertial Sensing och Satcom upplever ett kraftigt ökat intresse. Vi värderar Kebni med hjälp av en DCF-modell som är baserad på ett avkastningskrav på 14%, en långsiktig EBIT-marginal på 15%, och en långsiktig tillväxt på 3%, vilket ger ett värde på 1,8 kr.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	1,7 - 1,9 kr		
Totala intäkter	1,0%	1,3%	-	77	201	263	326	Aktiekurs	1,4 kr		
EBIT, just.	0,4%	1,3%	-	>100%	>100%	31%	24%	Riskenivå	Hög		
EPS, just.	0,6%	0,7%	-	-30	15	32	49	<b>Kursutveckling 12 mån</b>			
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-39	6	23	40			
Q1 - rapport	29 april 2024			EPS, just.	-0,2	0,0	0,1	0,1			
Q2 - rapport	15 augusti 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	76%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	0,2	0,2	0,3	0,4			
Antal aktier	271m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	1,0			
Börsvärde	390			EBIT-marginal	Neg.	3,0%	9,0%	12,7%			
Nettoskuld	-21			ROE, just.	Neg.	7,8%	25,1%	32,8%			
EV	370			ROCE, just.	Neg.	9,8%	31,7%	41,4%			
Free float	65%			EV/Sales	3,5x	1,8x	1,4x	1,1x			
Daglig handelsvolym, snitt	2 372k			EV/EBITDA	Neg.	25,4x	11,7x	7,5x			
Bloomberg Ticker	KEBNIB SS EQUITY			EV/EBIT	Neg.	63,4x	16,3x	9,2x	<b>Intressekonflikter</b>		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	-7,1x	82,6x	21,6x	12,3x			
Mathias Carlson	mathias.carlson@carnegie.se			P/EK	5,0x	6,2x	4,8x	3,5x	Yes	No	
				Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	69,4%	Likviditetsgarant		✓
				FCF yield	-15%	-1%	1%	4%	Certified adviser		✓
				Nettoskuld/EBITDA	0,7x	-1,3x	-0,8x	-0,9x	Transaktioner 12m		✓

## Investment case

**Inne i en kommersialiseringsfas:** Kebni har flera nyckelprodukter som är redo för att börja säljas. Produkterna har breda användningsområden som riktar sig mot expansiva marknader som försvarsindustrin och självkörande fordon där kraven på säkerhet och prestanda är höga, vilket leder till signifikanta inträdesbarriärer. Kebni har med sina två affärsområden, Inertial Sensing och Satcom, en unik kombination av teknikkunskaper och kan fokusera på segment med höga krav och därmed höga marginaler. Inom Satcom har bolaget världens mest testade maritima antenn för militära krav som nu kan börja säljas till världsledande systemintegratörer.

**Utökar sin adresserbara marknad:** Samtidigt utökar Kebni sin marknad inom satellitkommunikation på land genom att penetrera nya kundsegment samt genom nya unika produkter som snart kan lanseras. Utöver det lanseras de standardiserade IMU-sensornerna SensAltion samt en unik helhetslösning för intelligenta byggnadsställningar.

**Stor orderbok leder till accelererande försäljning kommande år:** Med sin kompetens inom utveckling och kalibrering kan Kebni erbjuda överlägsen pris/prestanda inom sina segment för tröghetssensorer (IMU:er), vilket ledde till att de fick prestigeordern att utveckla en skräddarsydd IMU-sensor för Saabs NLAW som nu börjat levereras. Bolaget går därmed in i 2024 med en rekordstor orderbok, vilket kommer leda till kraftiga försäljningsökningar. Det strategiska målet är att öka försäljningen från 66 mkr 2023 till 150-200 mkr 2024. Efter att Kebni annonserat sin strategiska plan för 2023-27 har Saab fått tre stora ordrar på NLAW, av vilka tre har förts vidare till beställningar av Kebnis IMU-sensorer på totalt 214 mkr. Vi räknar med att ytterligare ordrar från Saab kommer att få stor effekt på försäljningen. Därför känner vi oss bekväma med att våra prognoser ligger i det övre spannet av de finansiella målen.

**Värderingen reflekterar varken omställningen eller kommersialiseringen av produktportföljen:** Tack vare en stark produktportfölj samt en flexibel och skalbar organisation räknar vi med att den kraftiga volymtillväxten kommer leda till positiva kassaflöden samt lönsamhet 2024. Detta blir en stark kontrast mot en besvärlig historik av förluster och kontinuerliga emissioner. De senaste två åren har Kebni rekryterat en mängd nya anställda med hög kompetens samt utökat sin marknadsnärvaro till ett tjugotal länder över hela världen. Sammantaget innebär detta att Kebni går in i 2024 som ett starkt bolag med en enorm potential, vilket inte reflekteras i dagens aktievärdering.

## Bolagsprofil

Kebni är ett svenskt teknikbolag som utvecklar, producerar och säljer utrustning för navigering, positionering och stabilisering inom affärsområdena Inertial Sensing och Satcom. Gemensamt för utrustningarna är att de känner av och mäter rörelse för att kunna stabilisera.

Inom Inertial Sensing byggs tröghetssensorer, så kallade IMU-sensorer. Dessa gör Kebni antingen som standardiserade komponenter, skräddarsydda IMU:er eller som del av en helhetslösning där man gör slutprodukter till kunder. Användningsområdena är till exempel inom fordonsindustrin och militära applikationer. Inom Satcom byggs satellitkommunikationsantennerna för stillastående applikationer på land, rörliga applikationer på land samt rörliga applikationer till sjöss.

Bolagets varumärken erbjuder tekniskt avancerade och robusta produkter i form av både standardiserade och kundanpassade lösningar baserat på modulära plattformar för de mest krävande kunderna som kan vara statliga, militära eller kommersiella. Kunderna är ofta marknadsledande; exempel är Saab, Epiroc, Israel Aerospace Industries (IAI) och BAE Systems.

Det finns teknisynergier mellan affärsområdena, särskilt genom återanvändning av programvara och algoritmer samt användningen av IMU-sensorer i satellitkommunikationssystemen. Det finns även synergier inom försäljning, marknadsföring, leverans, produktion samt forskning och utveckling inom Kebnis verksamheter.

## Värdering

För att komma fram till vårt motiverade värde använder vi oss av en DCF-värdering med en WACC på 14%, en långsiktig tillväxt på 3% och en långsiktig EBIT-marginal på 15%, vilket ger ett värde på 1,8 kr. Värderingen baseras på våra prognoser som sträcker sig fram till 2035 och ett terminalvärde 2036. Eftersom Kebni går in i en ny fas där försäljning och lönsamhet ska ta stora kliv jämfört med historiken, finns det en osäkerhet i prognoserna. Därför sätter vi ett högt avkastningskrav på 14%, vilket indikerar en hög risk. I takt med att bolaget bevisar sig och försäljningen och lönsamheten utvecklas i den takt vi prognostiserar kommer vi att kunna sänka avkastningskravet. Detta åskådliggörs i känslighetsanalysen nedan.

Vårt motiverade värde enligt ovan landar på 1,7-1,9 kr.

Figur 1: DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	245	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3%
Nuvärdet av terminalvärde	218	Risikpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15%
<b>Företagsvärde (EV), mkr</b>	<b>463</b>	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2%
Nettoskuld, senast rapporterad	-21	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>Avkastningskrav, eget kapital</b>	<b>14,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	11%
<b>Eget kapital, mkr</b>	<b>483</b>			Skattesats	21%
Antal utstående aktier, full utspädning	274				
<b>Eget kapital per aktie, kr</b>	<b>1,8</b>				

Källa: Penser by Carnegie

Figur 2: DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			10%	13%	15%	18%	20%
WACC	10%	2,9	3,1	3,3	3,5	3,7	WACC	10%	2,3	2,8	3,3	3,7	4,2
	12%	2,1	2,2	2,3	2,4	2,6		12%	1,7	2,0	2,3	2,6	3,0
	14%	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9		14%	1,3	1,5	1,8	2,0	2,2
	16%	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5		16%	1,1	1,2	1,4	1,6	1,7
	18%	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2		18%	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>18</b>	<b>26</b>	<b>66</b>	<b>191</b>	<b>252</b>	<b>315</b>
Övriga rörelseintäkter	2	7	9	7	11	10	11	10
<b>Totala intäkter</b>	<b>36</b>	<b>46</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>77</b>	<b>201</b>	<b>263</b>	<b>326</b>
Kostnad sålda varor	-23	-25	-12	-23	-38	-113	-149	-186
<b>Bruttoresultat</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>28</b>	<b>78</b>	<b>103</b>	<b>129</b>
Övriga rörelsekostnader	-19	-46	-45	-50	-69	-74	-82	-91
<b>EBITDA</b>	<b>-5</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>	<b>-30</b>	<b>15</b>	<b>32</b>	<b>49</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-5</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>	<b>-30</b>	<b>15</b>	<b>32</b>	<b>49</b>
Avskrivningar	-7	-10	-9	-24	-9	-9	-9	-9
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-5</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>	<b>-30</b>	<b>15</b>	<b>32</b>	<b>49</b>
<b>EBIT</b>	<b>-12</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-39</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>40</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-12</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-39</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>40</b>
Finansnetto	-3	-2	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-16</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-39</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>41</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-39</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>41</b>
Total skatt	0	0	0	0	0	-1	-5	-8
<b>Nettoresultat</b>	<b>-16</b>	<b>-38</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-39</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	<b>32</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>-38</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-39</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	<b>32</b>
Intäkstillväxt	-	26%	-40%	22%	>100%	>100%	31%	24%
Bruttomarginal	34,6%	34,5%	34,5%	12,8%	42,1%	41,0%	41,0%	41,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	9,0%	12,7%
EPS, justerad	-0,23	-0,59	-0,39	-0,36	-0,15	0,02	0,07	0,12
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	76%

Källa: Kebni, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-12	-35	-38	-64	-39	6	23	40
Övriga kassaflödesposter	1	7	3	20	5	7	4	1
Förändringar i rörelsekapital	-14	-9	3	11	-2	-9	-11	-11
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-25</b>	<b>-37</b>	<b>-33</b>	<b>-32</b>	<b>-35</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>30</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-1	-2	0	-2	-3	-5	-6
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-12	-11	-7	-5	-4	-5	-6
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-1	1	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-5</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-30</b>	<b>-50</b>	<b>-45</b>	<b>-39</b>	<b>-42</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>	<b>18</b>
Nyemission / återköp	46	54	35	46	52	0	0	0
Förändring av skulder	-13	-1	12	-12	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>34</b>	<b>53</b>	<b>47</b>	<b>34</b>	<b>52</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>-6</b>	<b>10</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>	<b>18</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>-19</b>	<b>-25</b>	<b>-43</b>

Källa: Kebni, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	0	5	4	3	2	1	1	0
Övriga immateriella tillgångar	26	28	30	25	23	20	18	19
Materiella anläggningstillgångar	1	1	3	2	3	5	8	12
Andelar i intresseföretag	0	0	0	0	2	2	2	2
Övriga anläggningstillgångar	6	11	12	2	2	2	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>32</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>34</b>
Varulager	9	10	10	6	5	13	18	22
Kundfordringar	8	5	8	8	23	57	81	104
Övriga omsättningstillgångar	3	14	10	6	9	20	25	31
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	11	15	11	21	19	25	43
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>29</b>	<b>39</b>	<b>44</b>	<b>32</b>	<b>57</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>200</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>61</b>	<b>85</b>	<b>92</b>	<b>63</b>	<b>89</b>	<b>139</b>	<b>180</b>	<b>235</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	51	65	62	44	59	64	82	114
<b>Summa eget kapital</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	<b>62</b>	<b>44</b>	<b>59</b>	<b>64</b>	<b>82</b>	<b>114</b>
Övriga långfristiga skulder	0	9	6	5	1	1	1	1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Leverantörsskulder	7	3	7	6	19	56	74	93
Övriga kortfristiga skulder	3	7	17	9	10	19	23	27
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>24</b>	<b>15</b>	<b>29</b>	<b>75</b>	<b>97</b>	<b>120</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>61</b>	<b>85</b>	<b>92</b>	<b>63</b>	<b>89</b>	<b>139</b>	<b>180</b>	<b>235</b>

Källa: Kebni, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	26%	-40%	22%	>100%	>100%	31%	24%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	55%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	77%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	76%
Bruttomarginal	34,6%	34,5%	34,5%	12,8%	42,1%	41,0%	41,0%	41,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,6%	12,6%	15,6%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,6%	12,6%	15,6%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	9,0%	12,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	9,0%	12,7%
Vinstmarginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,5%	7,2%	10,2%

Källa: Kebni, Ca Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	25%	33%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%	32%	41%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14%	44%	62%

Källa: Kebni, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	25%	22%	38%	18%	6%	7%	7%	7%
Kundfordringar / totala intäkter	22%	10%	28%	24%	30%	29%	31%	32%
Leverantörsskulder / KSV	32%	13%	62%	25%	51%	50%	50%	50%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	24%	15%	42%	21%	27%	40%	42%	43%
Rörelsekapital / totala intäkter	29%	39%	16%	16%	9%	8%	10%	12%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,7x	0,4x	0,8x	1,3x	3,2x	3,2x	2,9x

Källa: Kebni, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-8	-11	-15	-11	-21	-19	-25	-43
Soliditet	83%	77%	67%	69%	66%	46%	46%	49%
Nettoskulsättningsgrad	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-0,4x	-0,3x	-0,3x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	0,4x	0,5x	0,3x	0,7x	-1,3x	-0,8x	-0,9x

Källa: Kebni, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,23	-0,59	-0,39	-0,36	-0,15	0,02	0,07	0,12
EPS, justerad	-0,23	-0,59	-0,39	-0,36	-0,15	0,02	0,07	0,12
FCF per aktie	-0,44	-0,79	-0,46	-0,23	-0,16	-0,01	0,02	0,06
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Eget kapital per aktie	3,96	1,03	0,63	0,17	0,21	0,23	0,30	0,42
Antal aktier vid årets slut, m	12,8	63,4	97,5	252	274	274	274	274
Antal aktier efter utspädning, snitt	67,7	63,4	97,5	175	256	274	274	274

Källa: Kebni, Penser by Carnegie

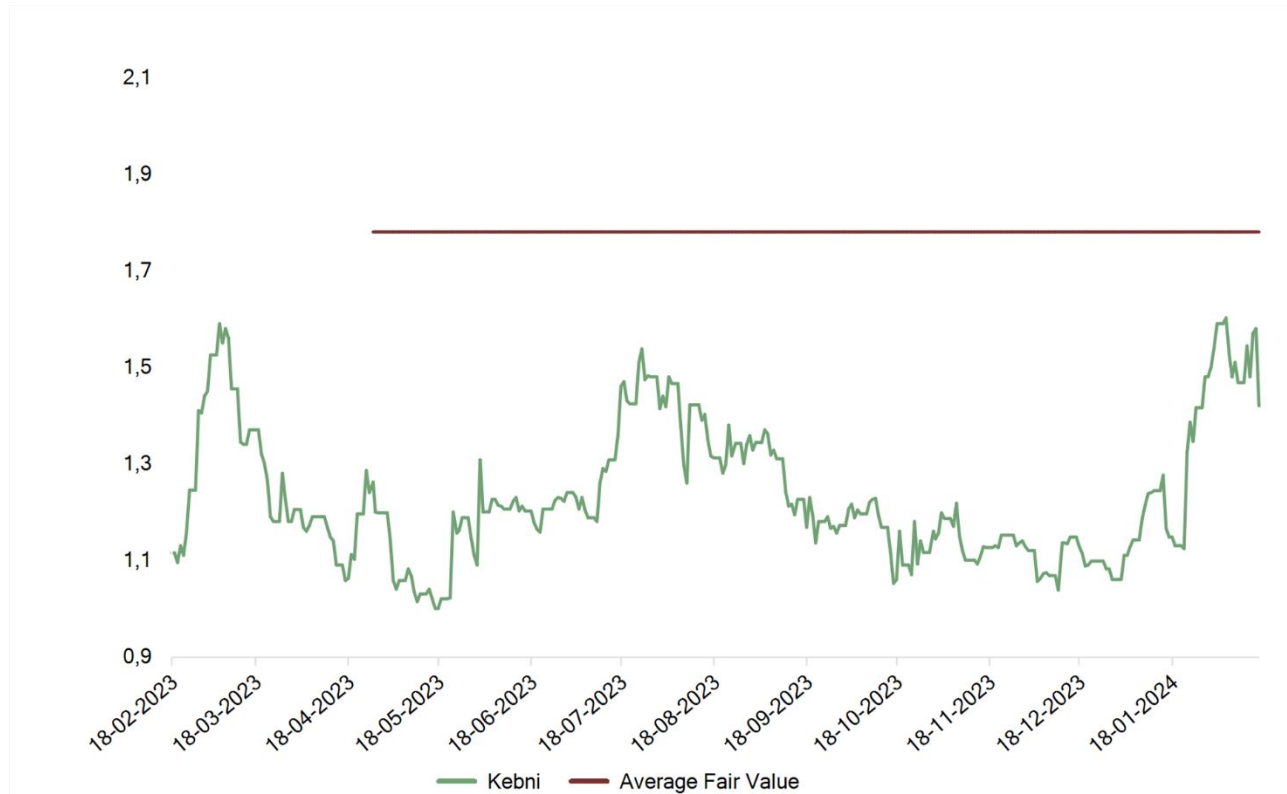
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	82,6x	21,6x	12,3x
P/EK	0,4x	1,3x	1,2x	5,7x	5,0x	6,2x	4,8x	3,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	74,6x	22,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	4%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	69,4%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	>100%
EV/Sales	Neg.	1,6x	2,1x	6,0x	3,5x	1,8x	1,4x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25,4x	11,7x	7,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	63,4x	16,3x	9,2x
EV	Neg.	73	59	202	272	370	370	370
Aktiekurs	-	1,3	0,8	1,0	1,1	1,4	1,4	1,4

Källa: Kebni, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Kebni (KEBNIB SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)



### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95