



Analyst Group

# COMINTELLI

NYA LICENSINTÄKTER PÅVISAR STARK PLATTFORM

2019-11-29

## BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:  
PHILIP JOHANSSON



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

Comintelli AB ("Comintelli" eller "Bolaget") är ett svenskt mjukvarubolag vars produktbjudande består av tjänsten Intelligence2day®. Tjänsten är en omvärlds- och bevakningstjänst med visionen att hjälpa företag att tillförsäkra sig information om sitt respektive verksamhetsområde. Genom Bolagets tjänst Intelligence2day® paketeras information, som ofta är ostrukturerad, från flertalet olika datakällor och presenteras för användaren på ett effektivt och användarvänligt sätt. Comintellis aktie är sedan november 2018 noterad på Spotlight Stock Market.

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q3-19	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-11
Värdering	12
Bull & Bear	13
VD-intervju, Jesper Martell	14
Ledning & styrelse	15
Appendix	16-17
Disclaimer	18



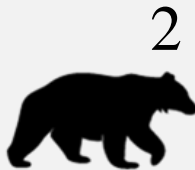
### Värde drivare

En okänd men växande marknad, intensifierat försäljningsarbete, ökade investeringar i marknadsföring för att nå en bredare kundbas är alla exempel på värde drivare. Detta i kombination med att IT-plattformen är till stora delar färdigutvecklad, talar för att Comintelli kan visa hög tillväxt med god lönsamhet under de kommande åren.



### Historisk Lönsamhet

Comintelli har historiskt visat lönsamhet, där en del av kundbasen utgörs av omsättningsmässigt stora och stabila kunder. Av nuvarande kundbas kan 80 % klassificeras som återkommande, något som resulterar i en stabil intjäning för Comintelli. Bolagets kassa förstärktes i samband med noteringsemissionen H2-18, där den tillkommande likviden kommer användas till att intensifiera kommersialisering.



### Riskprofil

Marknaden som Comintelli adresserar är trögriklig, vilket gör att återkommande kunder och repetitiva intäkter blir en viktig faktor för Bolaget. Trots att Comintelli historiskt har en hög andel återkommande kunder, kan det få negativa konsekvenser om vissa kunder väljer att inte förlänga sina avtal. Bolaget jobbar nu aktivt med att bredda kundbasen, vilket minimerar risken.



### Ledning & Styrelse

Comintelli består av ett erfaret team gällande teknik och produktutveckling, men med nysatsning på försäljning så återstår det att se huruvida kommande rekryteringar faller väl in. Insynsägandet i Bolaget är högt, med ledande befattningshavare som äger 34 % av Bolagets utestående aktier, något som inger förtroende.



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

# COMINTELLI (PUBL) (COMINT)

## NYA LICENSINTÄKTER PÅVISAR STARK PLATTFORM



Comintelli erbjuder via sin plattform Intelligence2day® omvärlds- och analysbevakning. Plattformen är ett resultat av närmare 20 års arbete med att erbjuda kundlösningar till stora och krävande multinationella kunder, bl.a. Exxon Mobile och Tetra Pak. Comintelli styr sin kassa i och med noteringen H2-18 om 6 MSEK, vilket möjliggör ökat fokus på försäljning, där tillväxten primärt förväntas drivas av dels ökad exponering och marknadsföring, dels genom bearbetning av medelstora företag istället för som tidigare större företag. År 2020 estimeras en omsättning om 21,5 MSEK, vilket med en målmultipel om P/S 2,5, härled från en relativvärdering, motiverar ett pris per aktie om 7,2 kr i ett Base scenario.

### ▪ Kvalitetsverifierad och prisbelönt plattform

Comintellis kunder består idag till stor del av stora multinationella företag, t.ex. Exxon Mobile och Tetra Pak, vilka ställer stora krav på komplexa lösningar. Comintelli har en *churn* som understiger 10 %, en hög andel återkommande kunder och intäkter skapar således en trygghet i verksamheten. Efter Q3-19 blev Comintellis plattform utnämnd till en av de mest betydelsefulla aktörerna i världen inom ramen för sitt affärsområde omvärldsbevakning- och analys av analysföretaget Forrester Research. Utnämndet påvisar Comintellis starka plattform och att marknaden nu börjar bli uppmärksam till följd av ökade affärer i branschen.

### ▪ Comintelli växer med ca 160 %

Under Q3-19 uppgick omsättningen till ca 6,5 MSEK (2,5), motsvarande en tillväxt om ca 160 % mot jämförbart kvartal 2018. Omsättningen är också 65 % högre omsättning jämfört med föregående kvartal (Q2-19). Trots att Bolaget kännetecknas av kvartalsvågningar och att ovanligt fler försäljningsavslut genomfördes under kvartalet, påvisar Q3-19 den marknadspotential som Comintelli har framför sig.

### • Motiverat potentiellt värde per aktie om 7,2 kr

Trots att Comintelli idag är ett lönsamt bolag anses en omsättningsmultipel vara rimlig som målmultipel då Bolaget nu satsar på ökad försäljning närmsta åren. Givet en målmultipel om P/S 2,5x på estimerad omsättning år 2020, härleds ett börsvärde om ca 54 MSEK, vilket motsvarar ett värde per aktie om 7,2 kr.

### ▪ Något vikande försäljning innebär risker

Comintelli verkar inom ett nischat tjänsteområde som ska definieras som en sällanköpstjänst. Tjänsten är skalbar, men kräver en handpåläggning i installations- och säljprocessen, vilket till viss del minskar skalbarheten. Dessa ledtider utgör således en risk då detta kan påverka kassaflödet negativt på kort- och medellång sikt. Däremot anses den finansiella risken vara låg då Comintelli har visat sig kunna ställa om till positiva marginaler vid behov.

### AKTIEKURS | 2,4 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL 2020 ÅRS PROGNOIS

<b>BEAR</b> 1,7 kr	<b>BASE</b> 7,2 kr	<b>BULL</b> 11,3 kr
-----------------------	-----------------------	------------------------

#### COMINTELLI AB (PUBL)

Stängningskurs (2019-11-28)	2,4
Antal Aktier	7 490 000
Market Cap (MSEK)	18,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	0,9
Enterprise Value (MSEK)	19,9
V.52 prisintervall (SEK)	2,0 – 8,2

Lista	Spotlight Stock Market
-------	------------------------

#### UTVECKLING

1 månad	-23,7 %
3 månader	-34,2 %
1 år	-42,4 %
YTD	-27,3 %

#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, MODULAR FINANCE)

Jesper Martell	22,4 %
Gabriel Anderbjörk	20,04 %
Anders Thulin	11,23 %
Avanza Pension	7,06 %
Peter Sävsblom	3,92 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Jesper Martell
Styrelseordförande	Pelle Hjortblad

#### FINANSIELL KALENDER

Bokslutskommuniké 2019	2020-02-25
------------------------	------------

Prognos (Base), MSEK	2017	2018	2019E	2020E
<b>Nettoomsättning</b>	20.6	21.3	21.1	21.5
<i>Omsättningsstillväxt</i>	22.8%	3.6%	-1.0%	2.0%
Rörelsekostnader	-17.0	-19.0	-21.6	-22.3
<b>EBITDA</b>	3.5	2.3	-0.5	-0.8
<i>EBITDA-marginal</i>	17%	11%	-2%	-4%
<b>Nettoresultat</b>	3.3	1.7	0.2	0.0
<i>Nettomarginal</i>	16%	8%	1%	0%
P/S	0.9	0.8	0.9	0.8
EV/S	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBT	5.4	8.2	-6.0	-4.0

# KOMMENTAR Q3-19

## Ökad omsättning

Inför Q3-rapporten var marknads förväntningar låga gällande hur försäljningen hade utvecklats under kvartalet, där frågan var om Comintelli kunde överträffa försäljningen om ca 2 MSEK under Q2-18 efter flera kvartal av omsättningsminskning. Q3-19 rapporten motbevisade detta och Comintelli har brutit sin nedåtgående trend med råge visandes en omsättning som under Q3-19 uppgick till ca 6,5 MSEK (2,5), motsvarande en tillväxt om ca 160 % mot jämförbart kvartal 2018. Omsättningen är också 65 % högre omsättning jämfört med föregående kvartal (Q2-19), detta kan därmed vara inledningen på en successiv stigande trend Q-Q. Comintelli skriver dock i rapporten att fler försäljningsavslut än vanligt realiserades under årets tredje kvartal. Försäljningsavslut i detta kvartalet beträffar både förlängningar av licensavtal och utökning av antal användare för existerande kunder, samt nyförsäljning av licensavtal och SaaS-prenumerationer.

## Oregelbudna avslut påverkar fortfarande resultatet

Comintelli arbetar just nu enligt en hybrid modell där Bolaget har både prenumurationsavtal (SaaS) samt traditionella licensavtal. Intäktsmodellen medför att hela licensintäkter redovisas i resultaträkningen när avtal signeras med kund och leverans skett, vilket innebär att intäkterna inte periodiseras över avtalstiden. I takt med en högre andel prenumurationsförsäljning (SaaS) förväntas också kvartalssvängningarna till följd av minskad licensförsäljningen att minska. Kvartalssvängningar fortfarande påverkar Bolaget som en konsekvens av oregelbudna affärsavslut med stora ordervärden, vilket bidrar till kraftfulla svängningar i omsättningen från kvartal till kvartal (Q-Q). Justerat för detta, så är detta ändå en bra rapport som bryter den omsättningsminskning som Bolaget under tidigare delen av 2019 har bråttats med.

## Rörelsekostnaderna högre än förväntat

Under Q3-19 går det att utläsa att rörelsekostnaderna för bolaget har ökat till 5,6 MSEK, vilket är en ökning om ca 33 % jämfört med samma period föregående år. Bolaget beskriver att ökningen bland annat beror på utvecklingskostnader kopplade till att ta fram en mer renodlad SaaS-lösning samt ökade kostnader gällande marknadsföringsinsatser.

## Initiala kostnader tagna för satsning i USA

Bolaget skriver också att en del av ökningen beror på uppbyggnaden av verksamheten i USA, där Bolaget precis har startat ett kontor i Chicago samt att flera återförsäljare med rörlig ersättning har knutits till Bolaget. Vi förväntade oss att övriga externa kostnader och personalkostnader skulle uppgå till mellan 3-4 MSEK, utfallet blev ca 4,3 MSEK, vilket alltså var något över våra estimat. Vi ser dock inte detta som något större problem på kort sikt eftersom kostnaderna är hänförliga till faktiskt tillväxtskapande aktiviteter, samtidigt som en del av uppstartskostnaderna som tas nu.

## Utmärkelse av Forrester Research

Den goda omsättningstillväxten är ett kvitto på att Comintellis mjukvaruplattform håller hög kvalitet och skapar värde för sina kunder. Bolaget beskriver, precis som vi tidigare har kommenterat, att en positiv nyhet efter kvartalet var att plattformen har utnämnts till en av de mest betydelsefulla aktörerna i världen inom ramen för sitt affärsområde omvärldsbevakning- och analys av analysföretaget Forrester Research.

## Fortsatt lågt värderat till P/S 2,5x

Comintellis aktieutveckling har under året uppvisat kraftiga svängningar, mycket på grund av låg likviditet i aktien. Analyst Group är dock trygga i vår värdering och det tjänsterbjudnade som Comintelli erbjuder. Comintelli besitter en teknikplattform med en allt större del av intäkterna från prediktiva licensintäkter (SaaS) som dessutom har tilldelats pris av välrenommerade Forrester, vilket vi anser motiverar en högre värdering. Att plattformen dessutom bevisligen är internationellt skalbar och som attraherar fina referenskunder styrker vår tes om att Comintelli bör värderas upp.

Med ett positivt utnämmande av Forrester gällande Comintellis plattform, nytt säljkontor i USA, nya ingångna avtal med återförsäljare samt goda nyckeltal i termer av låg churn rate och en hög andel återkommande intäkter, ser vi fram emot att följa resterande delen av 2019 för Comintelli.

# INVESTERINGSIDÉ

Comintelli erbjuder via sin plattform Intelligence2day® omvärlds- och analysbevakning. Plattformen är ett resultat av närmare 20 års arbete med att erbjuda kundlösningar till stora och krävande kunder. Efterfrågan för denna typ av lösningar är stadigt växande och marknaden beräknas växa till ca 2 400 mdUSD år 2023, motsvarande en CAGR om 24,5 %. Comintelli genomgår nu en transformation från att mestadels fokusera på stora företag till att även rikta sig mer mot en bredare marknad genom försäljning mot medelstora företag. En av Comintellis styrkor idag är att de har lojala och återkommande kunder och med en emissionslikvid om 6 MSEK, som är öronmärkta specifikt för tillväxt, ger det ett bra läge för att öka försäljningen framgent. Comintelli prognostiseras omsätta 21,5 MSEK under 2020, baserat på gjord prognos härleds ett värde per aktie i ett Base scenario om ca 7,2 kr.

## Marknaden för Insight växer med 24,5 %

Tillväxten för den globala "Insight Engines"-marknaden, i vilken Comintellis tjänst tillhör, estimeras att växa från ca 1 000 MUSD år 2019 till ca 2 400 MUSD år 2023, motsvarande ca 24,5 % i årlig tillväxttakt. Denna höga marknadstillväxt förväntas primärt drivas av ett ökat behov av lösningar för djupare marknadsanalyser, vilket i sin tur kan bero på att i takt med att konkurrensen på flera marknader i allmänhet hela tiden ökar så behöver företag anpassa sig. Samtidigt väntas stora överflödiga datamängder från flera olika typer av datakällor och dataformat göra att efterfrågan på tjänster eller plattformar som kan analysera och presentera komplex data, på ett användarvänligt sätt, väntas öka.

**24,5 %**  
MARKNADS-  
TILLVÄXT

## Högt insiderägande om ca 34 %

Ledande befattningshavare och styrelse äger idag ca 34 % av Bolagets utestående aktier, VD Jesper Martell äger ca 22,3 %, vilket ingjuter förtroende. Vidare har ledande befattningshavare och styrelse samtliga relevant och gedigen erfarenhet och kompetens inom de områden som Comintelli verkar inom. I styrelsen återfinns bland annat erfarenhet från större koncerner såsom Ericsson men även mindre bolag, vilket torde underlätta bearbetningen och förståelsen för större och mellanstora bolags inköpsprocesser. Samtidigt kan nuvarande nyckelpersoners kontaktnät komma till användning för att enklare bearbeta och erhålla nya kunder framgent.

## Återkommande storföretag bevisar efterfrågan och utgör samtidigt goda referenskunder

Comintelli har idag ungefär 50 kunder som till stor del består av ett antal multinationella storföretag, såsom TetraPak, Essity och Akzo Nobel. Bolagets kunder är inte kopplade till någon specifik bransch utan riktar sig till företag, dock företrädesvis stora organisationer, som behöver stöd i sin omvärldsanalys. Under 2018 hade Bolaget en återkommande kundandel om 90 %, vilket genererar stabila och prediktiva kassaflöden. Det bevisar samtidigt att Comintelli kan leverera specialanpassade lösningar till internationella storföretagskunder med avdelningar, och data, över hela världen.

**90 %**  
ANDEL  
ÅTERKOMMANDE  
KUNDER UNDER  
2018

## 100 % fokus på försäljning och marknadsföring framgent

Comintellis uttalade strategi om att med emissionslikviden från noteringen satsa på tillväxtdrivande aktiviteter i form av marknadsföring och försäljning tolkar Analyst Group som att Bolaget framgent skall ställa om sitt säljfokus mot att även rikta in sig mer mot mindre företagskunder. Genom denna omställning antas en mer generisk version av Intelligence2Day®, utan specialanpassningar, erbjudas mot detta segment. I kombination med att marknaden för omvärldsbevakning och analys växer med 24,5 % per år, så skapas goda möjligheter för Bolaget att dels kapitalisera på denna marknadstrend, dels att även nå ut till en bredare kundbas.

## Värderas till 54 MSEK på 2020 års prognos

Givet en målmultipel om P/S 2,5x på estimerad omsättning år 2020, estimeras ett marknadsvärde till omkring 54 MSEK, vilket motsvarar ett pris per aktie om ca 7,2 kr. Vid annorlunda utfall av gjord prognos, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras.

## Återkommande kunder viktigt för framtida expansion

Störst risk idag bedöms vara huruvida Bolaget kan behålla sin höga andel återkommande kunder när medelstora företag förväntas utgöra en allt viktigare del i expansionsplanen. Samtidigt antas Bolagets mjukvara vara i stort sett färdigutvecklad, vilket i sig innebär att vi inte förväntar oss någon kapitalkrävande teknikomläggning. Eventuella tillkommande kostnader kommer dock att bevakas framgent.

# BOLAGSBESKRIVNING

Comintelli är ett svenskt mjukvarubolag som grundades 1999 av f.d. anställda på Ericsson. Med sin tjänst Intelligence2day® är Comintelli primärt verksam inom *Competitive Intelligence* som är ett segment inom *Insight*-marknaden. Tjänsten kan beskrivas som en "insiktsmotor" som hjälper företag att tillförskaffa sig information och insikter om deras respektive verksamhetsområden. Med insikter menas bland annat information och analys av konkurrenter och trender som rör verksamhetsområdets produkter, marknader och teknologier. Genom Intelligence2day®, paketeras information, som ofta är ostrukturerad, från flertalet olika datakällor och presenteras för användaren på ett effektivt och användarvänligt sätt. Med ett föränderligt och omfattande informationsflöde skapar Intelligence2day® värde genom att göra det enkelt för kunderna att tillförskaffa sig relevant och smidig omvärlds- och analysbevakning. Comintelli har idag ungefär 50 kunder vilka till stor del består av ett antal multinationella storföretag, exempelvis TetraPak, Essity och AkzoNobel.

50 ST  
KUNDER  
IDAG

URVAL AV  
BEFINTLIGA  
KUNDER



## Affärsmodell och intäktsmodell

Comintellis affärsidé är att via en licensmodell av mjukvaran Intelligence2day® erhålla licensintäkter och därtill tillhörande intäkter. Intäktsmodellen för Comintelli ser ut enligt följande;

### Licensavgifter

En prenumerationsbaserad prissättningsmodell som baseras på antalet användare. Kunderna betalar en licensavgift per år.

**Står för ca 70 % av omsättning**

### Serviceavgifter

En timkostnad på antalet timmar på förfrågan.

**Står för ca 20 % av omsättning**

### Support och underhållsavgifter

Innefattar uppdateringar och serviceunderhåll. Intäkten består av en årsavgift vilken motsvarar ca 10-18 % av ursprunglig licensavgift.

**Står för ca 10 % av omsättningen**

Idag är den typiska kunden en internationell aktör som har en kontraktstid mellan 12-36 månader med en månatlig avgift om ca 500 TSEK per år. Internationella kunder står idag för ungefär 80 % av kundbasen. Efter samtal med ledningspersoner i Comintelli, kan Bolagets affärsrelation till deras kunder generellt beskrivas både som långsiktig och lojal, vilket även Bolagets relation till flertalet av deras kunder visar. T.ex. har AkzoNobel varit kund i nästan 10 år. Under 2018 var andelen kunder som valde att förlänga Intelligence2day® över 90 %.

## Långa försäljningsprocesser skapar höga inträdesbarriärer

En anledning till att andelen återkommande kunder är så hög kan bero på att implementationsprocessen med kund är relativt lång och består av flera olika steg. Processen från start till slut, dvs. då Comintelli implementerat slutversionen av Intelligence2day®, estimeras uppgå till ca 4 veckor. Första steget innefattar att skapa en behovsanalys, för att i det andra skedet implementera överenskommen omfattning av programmet. Trots långa försäljningsprocesser skapas en positiv inlåsnings effekt då varje version har specialanpassats till kund.

POSITIVA  
INLÅSNINGS-  
EFFEKTER

### Kund

**Definiera affärsproblem**  
T.ex. marknadsinfo, kundanalys, strategiska uppdateringar

### Kund + Comintelli

**Identifiera datakällor**  
Det kan vara inom företaget (ex. medarbetare, databaser) eller utanför företaget (ex. webb)

### Intelligence2day®

**Samla in och organisera datan**  
Allt från olika hemsidor, social media till pdf'er

### Intelligence2day®

**Analysera och presentera**  
Hitta trender, relationer etc.

### Intelligence2day®

**Kommunicera och distribuera**  
Informationen går ut till beslutsfattare i form av t.ex. rapport, nyhetsbrev etc.

# MARKNADSANALYS

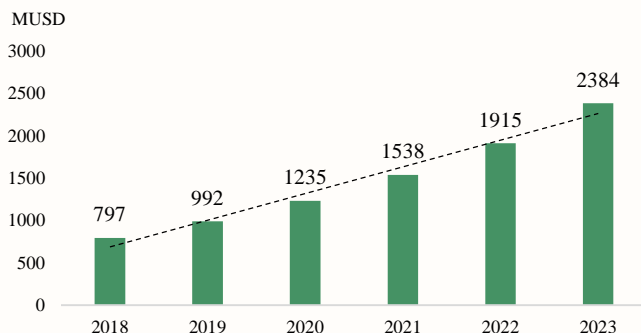
## Den globala marknaden för omvärldsanalys väntas växa kraftigt

**24,5 %**  
ÅRLIG  
MARKNADS-  
TILLVÄXT

Tillväxten för den globala "Insight Engines"-marknaden estimeras att växa från ca 1 000 MUSD år 2019 till ca 2 400 MUSD år 2023, enligt en rapport från 2017 av Market & Markets estimeras en genomsnittlig tillväxttakt om ca 24,5 % mellan 2017 och 2023. År 2023 förväntas Nordamerika vara den största marknaden, vilket ska bero på att de flesta leverantörer av Insight-system återfinns på denna marknad. Comintelli verkar inom segmentet Competitive Intelligence som är en del av Insight marknaden.

Den globala Insight-marknaden förväntas växa om ca 24,5 % fram tills 2023.

Prognostiserat omsättning för den globala Insight-marknaden.



Källa: Markets and Markets "Insight Engine market" (2018)

Comintellis position på marknaden handlar inte bara om att bevaka.

Marknadsposition för Comintelli och Meltwater.



## Competitive Intelligence handlar inte bara om att bevaka

Insight och omvärldsbevakning är relativt nya begrepp som har blivit mer vedertaget på senaste tiden, speciellt sedan bevakningsplattformen Meltwater rönt stor uppmärksamhet. Meltwater och Comintelli verkar inom samma marknad men de ska inte ses som direkta konkurrenter, då Comintelli mer fokuserar på att hantera och analysera data från flertalet olika datakällor och inte nödvändigtvis från sociala medier likt Meltwater. Meltwater fokuserar primärt på "webbscraping" eller bevaka vad som skrivs om ett visst ämne eller sökord på internet, framför allt på sociala medier och på olika hemsidor. Comintellis edge på marknaden ligger i att de kan definiera, analysera och lösa specifika affärsproblem, primärt genom bevakning, vilket är en mycket bredare fråga. Vid en jämförelse mellan Meltwaters och Comintellis kunder kan man sammanfatta det som att Meltwaters kunder vill följa vad användare säger om en viss produkt medan för Comintellis kunder handlar det om att vilja analysera varför kunder säger som de gör om en viss produkt.

## Marknaden förväntas drivas av tre faktorer framgent

Den höga marknadstillväxten förväntas drivas av tre faktorer. För det första så estimeras ett ökat behov av lösningar för djupare marknadsanalyser, vilket i sin tur kan bero på att i takt med att konkurrensen på marknaden hela tiden ökar behöver bolag anpassa sig ännu mer. För det andra så antas strategisk riskhantering, datasäkerhet och regleringar få ett ökat fokus i samhället i stort, och inom bolag specifikt. Den tredje faktorn förväntas vara att i takt med att artificiell för analys av data och prediktiva modeller ökar, så förväntas företag arbeta mer proaktivt. Detta i kombination med att kostnadsbasen och implementeringstiderna för denna typ av analyslösningar minskar, blir det med tiden mer fördelaktigt att arbeta datadrivet. Bolag måste hela tiden digitaliseras och arbeta med att förändra sig, vilket är genomgående för de flesta företagen, idag och oberoende konjunkturläge.

## Den vanligaste datan idag är ostrukturerad

Strukturerad data kallas data som är strukturerat, uppdelad utefter exempelvis nummer och datum i kolumner och rader. Ostrukturerad data är data som oftast lagras som relativt större filer, vilket exempelvis kan vara PDF-filer, video, ljudklipp, email etc. Just marknaden för ostrukturerad data växer väldigt kraftigt och 80 % av världens data kategoriseras som ostrukturerad. Datamängden växer med 2,5 miljarder GB varje dag och är en effekt av att människor idag befinner sig på flera olika plattformar och konsumerar olika typer av dataformer. Intelligence2Day används idag primärt för att analysera textbaserad ostrukturerad data.

**80 %**  
OSTRUKTURERAD



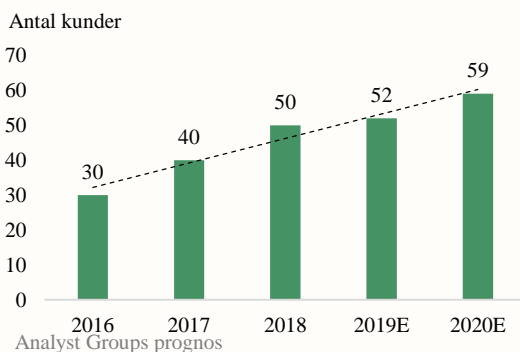
# FINANSIELL PROGNOSES

## Omsättningsprognos 2019 och 2020

Bolagets har historiskt haft omsättningsmässigt stora bolag som kunder, vilket har gjort att Comintelli tidigare arbetat med sofistikerade företagskunder som ibland till och med har egna avdelningar för omvärldsbevakning. Den typen av kunder ställer hårdare krav och inte sällan mer specialanpassade lösningar, vilket har gjort att Bolaget i kombination med att sälja sin mjukvara också lagt mycket tid på att skapa förståelse för olika kundbehov, något som även kan utläsas i Bolagets intäkter hänförliga till service. Denna förståelse tror Analyst Group kommer att komma till nytta nu när Comintelli skall bredda sin försäljning med en mer generisk version av Intelligence2day mot omsättningsmässigt mindre bolag.

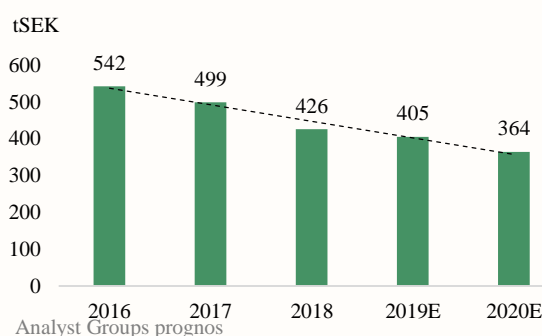
### Antal kunder förväntas växa fram till 2020

Prognostiserat antal kunder



### Snittintäkt per kund förväntas minska

Prognoserad intäkt per kund



## Ny produkt eller en ny version för en bredare målgrupp

Analyst Group bedömer att framtidens kunder för Comintelli är medelstora bolag som idag inte alla känner till Comintellis tjänst, varför Bolaget därför antas att intensifiera arbetet kring försäljning och marknadsföring mot just denna målgrupp. Denna nya inriktning får även effekt när det kommer till Comintellis mjukvaruplattform, där en mer generisk, standardiserad version av Intelligence2day® antas vara ett troligt fokus framgent. En tes som torde stämma i och med att Comintelli kommunicerat att molnbaserade lösningar är ett av Bolagets utvecklingsområden.

## Lägre genomsnittlig intäkt per kund – men fler till antalet

Med tanke på att Comintelli i högre grad antas bearbeta företag av mindre storlek, antar Analyst Group att nuvarande prissättningsnivå omkring ca 400 tSEK per kund och år inte är att betrakta som uthållig. En mer generisk version av Intelligence2day® förväntas innebära en något lägre genomsnittlig intäkt per kund, där Analyst Group antar att en prissättning motsvarande omkring ca 250-350 tSEK per kund och år kan vara rimligt långsiktigt. Notera dock att detta inte är en prisbild som Comintelli själva kommunicerat, utan är en uppskattning Analyst Group baserat på andra liknande mjukvarutjänster.

## Försäljningsprocessen förväntas intensifieras

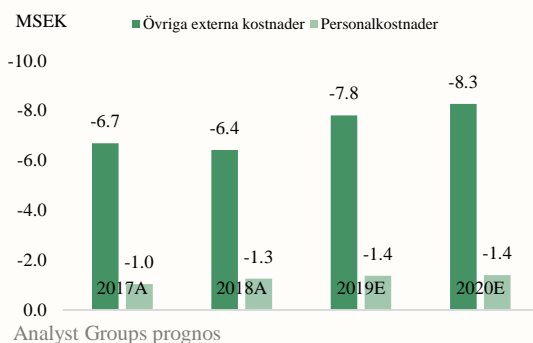
Förändringen gällande vilken typ av kund som Comintelli närmast kommer att rikta in sig på kommer förväntas innebära kortare försäljningsprocesser, vilket är att anse som positivt. En ökad volym, mätt utifrån ett högre antal anslutna kunder till Intelligence2day®, kan därför motivera en lägre prisbild enligt tidigare resonemang och därmed resultera i en god försäljningsutveckling för Comintelli. Bolaget har en hög exponering mot marknaden för omvärldsbevakning, vilket resulterar i att omsättningen och resultatet kan fluktuera vissa månader då eventuella förlängningar sker. Historiskt har andra och fjärde kvartalet varit relativt starkare för Comintelli.

# FINANSIELL PROGNOSS

Analyst Group estimerar alltså en lägre snittintäkt men högre kundvolym framgent, samtidigt antas också att detta kan påverka Comintellis omsättningstillväxt negativt på kort sikt på grund av snedvridna jämförelsetal, men är enligt Analyst Group rätt väg framåt. Sammantaget estimeras en omsättningsminskning om 1 % för 2019 och för 2020 estimeras en omsättningstillväxt om 2 %.

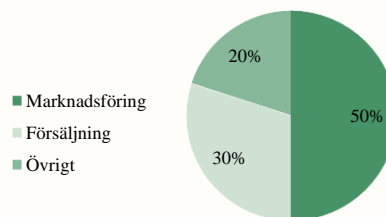
## Kostnaderna förväntas vara öka något

Rörelsekostnader



## Andelen marknadsföringsinvesteringar förväntas öka

Emissionslikvid, Fördelning (%)



Analyst Groups prognos

## Emissionslikvid öronmärkt för försäljningsinsatser

I samband med noteringen i H2-18 gav Bolaget en ungefärlig bild av vad emissionslikviden kommer att användas till. Beträffande just rörelsekostnaderna beskrev Bolaget att ungefär 50 %, 3 MSEK, beräknas gå till att förstärka försäljnings- och marknadsföringsavdelningen och 30 %, 2 MSEK, skall användas till att etablera fler marknadskanaler och återförsäljare utomlands.

## Nya kunder skapar samtidigt nya kostnader framgent

Comintelli har idag närmare 100 % bruttomarginal, vilket kan förklaras av att försäljningen av ytterligare licenser inte medför några kostnader på bruttonivå. Bolagets kostnader består således primärt av kostnader hänförliga till rörelsen och mer specifikt personal samt andra externa kostnader. Externa kostnader kan t.ex. vara kostnader för vissa delar av IT-utvecklingen, (Bolaget hyr tre underkonsulter utöver egen personal), lokalhyra, marknadsföring, serverkostnader etc. Personalkostnaderna drivs av dels teknikutveckling och underhållsarbete, dels kostnader kopplade till tillväxtaktiviteter såsom marknadsföring och försäljning.

## Personalkostnaderna förväntas öka

Comintelli har kommunicerat ett behov av att nyanställa tre personer för att möjliggöra Bolagets nya försäljningsinriktning mot en bredare marknad. Huruvida nyanställningarna kommer att vara per konsultbasis eller via direktanställning är ännu inte fastställt, vilket är något vi kommer att bevaka framgent. Med tanke på att Comintellis plattform är relativt färdigutvecklad antar vi att ingen ytterligare nyanställning inom området kommer att göras under 2019. Under 2018 övergick en konsult till fast anställning vilket medförde att Bolaget i snitt hade 15 anställda under 2018. Sammantaget estimerar vi att personalkostnaderna uppgår till totalt ca 13,8 MSEK 2019, och 14 MSEK 2020.

## Kostnadsdrivare utöver personal under de kommande två åren

Sedan börsnoteringen har Comintelli kommunicerat att de har lyckats reducera räntekostnader med 65 % på årsbasis jämfört med föregående år, varför de finansiella kostnaderna antas vara relativt låga framgent. Kostnadsdrivarna de kommande två åren, utöver personal, förväntas vara hänförliga till marknadsföring och kostnader kopplade till ytterligare fokus på USA. Analyst Group estimerar ökade marknadsföringskostnader om ca 1 MSEK per år till 2022 och ökade kostnader kopplat till försäljningen utomlands om ca 0,6 MSEK per år till 2022. Övriga rörelsekostnader estimeras dock öka jämfört med samma period förra året. Även om 2019 blir ett fördelaktigt jämförelseår då 2018 har präglats av ett antal engångseffekter, bland annat emissionskostnader så finns kostnader kopplade till den amerikanska lanseringen. Sammantaget estimeras övriga externa kostnader öka med ca 6 % till 7,8 MSEK 2019 och 8,2 MSEK 2020.

**5 MSEK  
FÖR TILLVÄXT**

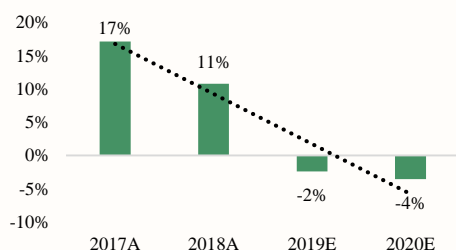
# FINANSIELL PROGNOSES

## Relativt konstant kostnadsbas

Sammantaget förväntar vi oss i ett Base scenario en ökning av rörelsekostnaderna till 21,6 MSEK 2019, motsvarande en ökning om 14 % jämfört med samma period föregående år, samt 22,3 MSEK 2020. Kostnadsbasen estimeras således framgent att vara relativt konstant och därmed inte öka i samma takt som omsättningen, något som resulterar i högre marginaler för Comintelli på sikt. På kort sikt påverkar det EBITDA-marginalerna negativt då Bolaget satsar på omsättningsmässigt mindre kunder. 2020 prognostiseras en EBITDA-marginal om -4 %,

### EBITDA-marginalen förväntas öka framgent

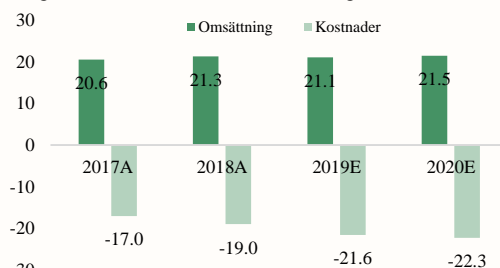
Prognostiserat EBITDA-marginal



Analyst Groups prognos

### Antal kunder förväntas växa fram till 2021

Prognostiserat kostnader och omsättning (MSEK)



Analyst Groups prognos

I antaget Base scenario så estimeras Comintelli öka omsättningen och nå ut till en bredare del av marknaden, detta för att kunna nå en högre EBITDA-marginal på sikt. Det är alltså essentiellt för Comintelli att nå framgång med Bolagets uttalade strategi om ökat och intensifierat säljfokus för att kunna nå den omsättningstillväxt som Analyst Group prognostiserat. Givet att dessa antaganden faller in, och att Comintelli lyckas bearbeta marknaden och att den underliggande marknadstillväxten visar sig uthållig, har Comintelli goda förutsättningar för att visa på fortsatt tillväxt med ökade marginaler.

MSEK	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	20.6	21.3	21.1	21.5
<b>Summa rörelseintäkter</b>	<b>20.6</b>	<b>21.3</b>	<b>21.1</b>	<b>21.5</b>
Bruttomarginal	100%	100%	100%	100%
Övriga externa kostnader	-6.7	-6.4	-7.8	-8.3
Personalkostnader	-10.4	-12.6	-13.8	-14.0
<b>EBITDA</b>	<b>3.5</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.8</b>
EBITDA-marginal	.neg	.neg	.neg	.neg
	0.5	1.9	1.3	1.3
Ränteintäkter och liknande poster	-1.4	-2.0	-0.5	-0.6
Räntekostnader och liknande poster	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>
<b>EBT</b>				
	0.7	-0.5	0.0	0.0
Skatt	<b>2.6</b>	<b>1.7</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>16%</b>	<b>8%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>
Nettomarginal	20.6	21.3	21.1	21.5

# VÄRDERING

För att värdera Comintelli genom en jämförelsevärdering undersöks dels en noterad jämförelsegrupp på den svenska respektive amerikanska marknaden, dels kända transaktioner i onoterad miljö. Comintelli har inga direkta konkurrenter i den noterade miljön, men det finns dock vissa likheter mellan jämförelsebolagen och Comintelli avseende affärsmodell, intäktsmodell, kundsegment m.m.

## Kända transaktioner



Den senaste kända finansieringsrundan för en onoterad konkurrent är Crayon, som under februari 2019 reste 6 MUSD. Två andra kända finansieringsrundor där element av *Competitive Intelligence* finns med är i USA med SEMRush och Market Logic Software. SEMRush verkar primärt inom digital marknadsföring och *Search Engine Marketing*, men också *Competitive Intelligence*, och reste i mitten av 2018 över 40 MUSD. Market Logic Software som också verkar inom digital marknadsföring reste 45 MEUR under 2017 för att utveckla Bolagets analysverktyg, som dock är inriktad mer mot marknadsföringsbyråer.

## Noterade bolag

Jämförelse av leverantörer av företagsmjukvara, som Comintelli verkar inom, handlas till en värdering omkring P/S 4-6. Då denna jämförelsegruppen innehåller större bolag än Comintelli och är amerikanska motiveras en premie jämtom Comintelli. I Sverige finns en del noterade bolag, som visas i tabellen nedan, med likheter avseende affärsmodell och kunder. Företagen har dock en högre omsättning, tillväxt och börsvärde än Comintelli, samtidigt som de går med förlust.

Noterade företag	Likheter med Comintelli	P/S	P/E	Oms/Aktie	Börsvärde, MSEK
Nepa (SE)	Konsult inom marknadsanalys	1	-13,2	32,5	259
Hoodin (SE)	Bevakning av digitalt innehåll	54	-24,6	0,1	97
Safeture (SE)	Delar av försäljningsprocess liknande	11,2	-15,9	0,9	234
QBank (SE)	Delar av försäljningsprocess liknande	3,6	41,4	4,1	99
<b>Medel<sup>1</sup></b>		<b>5,3</b>	<b>-17,9</b>	<b>9,4</b>	<b>172</b>

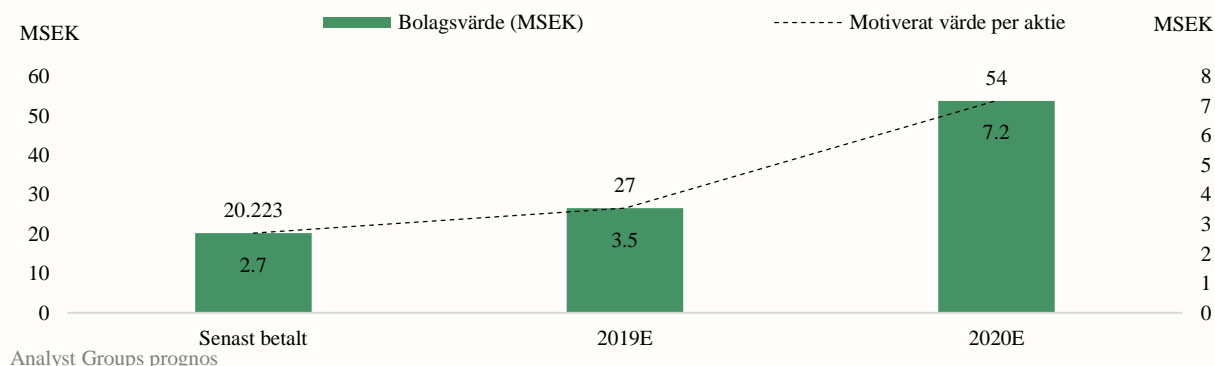
<sup>1</sup> Medeltalet är justerat för värden som överstiger 3x av näst högsta värde

**7,2 KR**  
PER AKTIE  
(BASE) PÅ 2020  
ÅRS PROGNOIS

En hög andel återkommande kunder i kombination med en god kundtillväxt är en stor del av investeringssidén i Comintelli, varför en värdering baserat på försäljningen anses vara motiverad. Vidare så har Comintelli själva kommunicerat finansiella mål baserade på omsättning och antal kunder, vilket ytterligare motiverar vald värderingsmetod. Det finns alltså risk att lönsamhet ej prioriteras på kort sikt, varför en värdering på t.ex. rörelsemarginal skulle ge upphov till en värderingsmultipel med fel syfte. Givet en målmultipel om P/S 2,5 på 2020 års estimerad försäljning om ca 21,5 MSEK, ger det ett pris per aktie om ca 7,2 kr i ett Base scenario.

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering för perioden 2020-2021.

Värdering givet tillämpad P/S-multipel



# BULL & BEAR

Ökade försäljningsinsatser mot medelstora kunder är avgörande för att Comintelli ska kunna ta tillvara på den tillväxt som finns i marknaden, vilket påverkar samtliga scenarion. Kostnadsmassan antas dock vara relativt konstant oberoende scenario, då majoriteten av Bolagets kostnadsmassa till stor del utgörs av fasta kostnader.

**11,3 KR**  
PER AKTIE  
(BULL) PÅ 2020  
ÅRS PROGNOSE

## Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras Comintelli omsätta ca 24,2 MSEK år 2020 och baserat på en målmultipel om P/S 3,5, p.g.a. högre tillväxt relativt Base, erhålls ett fundamentalt värde om 11,3 kr per aktie.

### Bull faktorer

- **Fortsatt expansion till större kunder**

En majoritet av intäktsantaganden bygger på att Comintellis framtida kunder kommer från intäktsmässigt mindre kunder. Lyckas Bolaget tillförskaffa sig bara ett fåtal nya storkunder påverkar det väsentligt omsättningstillväxten positivt, vilket är fullt möjligt och antas i ett Bull scenario.

- **Comintelli är kostnadseffektiva**

Kortare försäljningsprocess och mindre handpåläggning ger ett mer skalbart tjänsteerbjudande. Det medför att EBIT-marginalen utvecklas positivt, trots ökade investeringar i försäljning och marknadsföring, då Comintellis erbjudande är mer skalbart än i antagandet gjort i ett Base scenario.

Bull scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E
P/S	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/S	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.4	8.2	97.7	17.5

## Bear scenario

I ett Bear scenario estimeras Comintelli omsätta ca 18,7 MSEK år 2020 och baserat på en målmultipel om P/S 0,7, p.g.a. lägre tillväxt relativt Base, erhålls ett fundamentalt värde om 1,7 kr per aktie.

### Bear faktorer

- **Andelen återkommande kunder minskar**

En majoritet av gjorda tillväxtantaganden är baserade på att Bolaget har en *churn* om mindre än 10 %. Detta är ingen garanti framgent, då Bolagets omläggning mot omsättningsmässigt mindre kunder kan påverka antalet återkommande kunder. I ett Bear scenario antas Bolagets *churn* öka mer än estimerat, drivet av en mer standardiserad plattform, vilket leder till lägre andel återkommande intäkter.

- **Comintelli kostnader ökar**

Comintelli har idag 25 % av sina kunder i USA och framgent väntas USA vara en viktig marknad. Kostnaderna kan öka specifikt kopplade till den amerikanska marknaden, primärt drivet av en underskattning av antalet konkurrenter och att det kan vara dyrare att genomdriva försäljning och marknadsföring i USA.

Bear scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E
P/S	0.9	0.8	1.1	1.0
EV/S	0.9	0.9	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.4	8.2	-37.0	-24.7

**1,7 KR**  
PER AKTIE  
(BEAR) PÅ 2020  
ÅRS PROGNOSE

# VD-INTERVJU, JESPER MARTELL



**Nettoomsättningen ökade med hela 158 % jämfört med samma period föregående år. Skulle du kunna berätta lite om bakgrunden till denna kraftiga ökning?**

För licensförsäljningen intäktsförs hela kontraktssumman direkt vid avtalstecknandet vilket ger svängningar mellan kvartalen. Under det tredje kvartalet realiserades fler försäljningsavslut än vanligt under ett tredje kvartal, varav en stor del från USA.

**Är det korrekt att majoriteten av faktureringen sker årsvis och licensavtal löper på maximalt 3 år? I så fall bör följaktligen hela det belopp som återfinns under upplupna intäkter vara sådant som faktureras inför år 2 och år 3, och därmed ge er kassaflöde inom 24 månader?**

Ja, det stämmer. I princip samtliga de 16,4 mkr som finns i upplupna intäkter kommer hamna i vår kassa inom 24 månader.

**Ni skriver om er hybridmodell där ni både har en stor andel nuvarande kunder med traditionella licensavtal samtidigt som ni har en växande andel kunder med prenumationsavtal, s.k. SaaS-modell. Hur ser ni på hur kvartalssvängningarna, givet era två intäktmodeller, påverkas av detta?**

Vid fler försäljningsavslut med nya kunder enligt SaaS-modellen minskar kvartalssvängningarna. Vi avser att återkomma till marknaden med förtydligande om bolagets underliggande utveckling av försäljningen (sk. ARR - Annual Recurring Revenue).

**Hur ser den nya SaaS-modellen ut, och hur redovisas den? Är det tex månatliga, kvartals eller årliga abonnemangs-intäkter? Finns någon minimiperiod som kunde måste stanna? Försöker ni aktivt få gamla kunder gå över till denna modell, eller är det helt upp till kunden?**

Intäkterna för SaaS tas i samband med fakturering. När SaaS-modellen är implementerad kommer den troligtvis ha en rullande prenumerationstid på 3-12 månader för nya kunder. Ett flertal av bolagets existerande större kunder är dock inte traditionella SaaS-kunder varför det kommer bli bedömning från fall till fall utifrån vilken avtalsform som är kommersiellt mest fördelaktigt.

**Ni ökar era rörelsekostnader en del till följd av bl.a. IT-utveckling samt försäljnings- och marknadsföringsinsatser. Kan investerare förvänta sig att rörelsekostnaderna komma stabilisera sig på dessa nivåer de kommande kvartalen?**

Det är riktigt att rörelsekostnaderna under 2019 har ökat till följd av ett flertal framtidssatsningar såsom uppbyggnad av infrastruktur för SaaS samt den amerikanska marknaden. Bolaget lämnar inga prognoser om framtida utveckling av rörelsekostnaderna.

**I Q3 finns en kostnad på "Råvaror och Förnödenheter", vilken har varit noll i tidigare rapporter. Beror det på att vissa kostnader har omklassificerats och hamnat där, eller är delar av Q3s försäljning någon annan form av intäkter (tex hårdvara?) än ni haft tidigare?**

Ja, för att renodla kostnadsredovisningen hänförs försäljningsomkostnader till "Råvaror och förnödenheter", i detta fall ersättning till återförsäljare och tredje parts informationsinnehåll (content). Det tredje kvartalet har inte påverkats av "någon annan form av intäkter t. ex. hårdvara än vi haft tidigare".

**Personalkostnaderna uppgår till ca 2,6 MSEK, vilket är en minskning med ca 16 % jämfört med samma period föregående år. Vad beror det på?**

Efter flera utvecklingsarbeten under årets första halvår har personalkostnaderna stabiliserat sig. Interna resurser har omallokerats för att stödja försäljningsprocessen. Viss "överflyttning" av kostnader har skett mellan personalkostnader och övriga kostnader till följd av uppdragsform.

**Skulle du kunna uppdatera läget kring er verksamhet i Nordamerika och ert försäljningskontor i Chicago? Hur ser ni att kundkontakten skiljer sig från den svenska marknaden?**

Christian Bjersér är utsedd till VD för vårt amerikanska dotterbolag, Comintelli Inc. Han är baserad i Chicago och samlokaliseras med vår amerikanska återförsäljare, Proactive. Vi har ett team med både säljare och kundsupportpersonal på plats som kan stödja både nyförsäljning och befintliga kunder. En tredjedel av våra kunder kommer nu från USA och de har höga krav på support.

# LEDNING & STYRELSE



## Per Hjortblad, Styrelseordförande

Per Hjortblad, född 1955, är Bolagets styrelseordförande sedan 2016. Per är ingenjör och arbetar idag som rådgivare. Han innehar ordförandeposten i Tikspac AB och Intuitive Aerial AB, båda noterade. Utöver ordförandeposterna innehar Per flera andra styrelseuppdrag.

**Aktieinnehav i Comintelli: 1 500 aktier**



## Jesper Martell, Verkställande direktör

Jesper Martell, född 1968, är Bolagets medgrundare och VD. Jesper är utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. Jesper är utöver positionen som VD även suppleant i Bolaget sedan 2018. Innan Comintelli arbetade han bland annat på Ericsson som chef för företagets Business Information Center.

**Aktieinnehav i Comintelli: 1 680 000 aktier**



## Lennart Grabe, Styrelseledamot

Lennart Grabe född 1946, är en av Bolagets styrelseledamöter sedan 2000. Lennart är Jur.Kand från Stockholms Universitet och arbetar idag som grundare och VD för Svensk Hypotekspension AB. Lennart är mest känd som VD och koncernchef på Posten mellan 1999-2003 och den senaste positionen inom Ericsson var som chef för koncernstrategi och affärsutveckling.

**Aktieinnehav i Comintelli: 150 000 aktier**



## Roine Gabrielsson, Föreslagen styrelseledamot

Roine Gabrielsson, född 1970, är föreslagen till bolagsstämman, som sker den 2 december 2019, att ingå i styrelsen som ledamot. Roine har en MBA från Henley Business School, U.K. Roine är idag globalt partneransvarig på StrongPoint. Han har över 20 års erfarenhet av IT branschen och erfarenhet inom lösningsförsäljning i flera internationella uppdrag. Vidare har Roine tidigare erfarenhet av att bygga säljorganisationer kring SaaS lösningar. Några av hans tidigare roller är Managing Director för StrongPoint APAC, CEO för CashGuard och VP Global Sales för Projectplace.

**Aktieinnehav i Comintelli: 0 aktier**

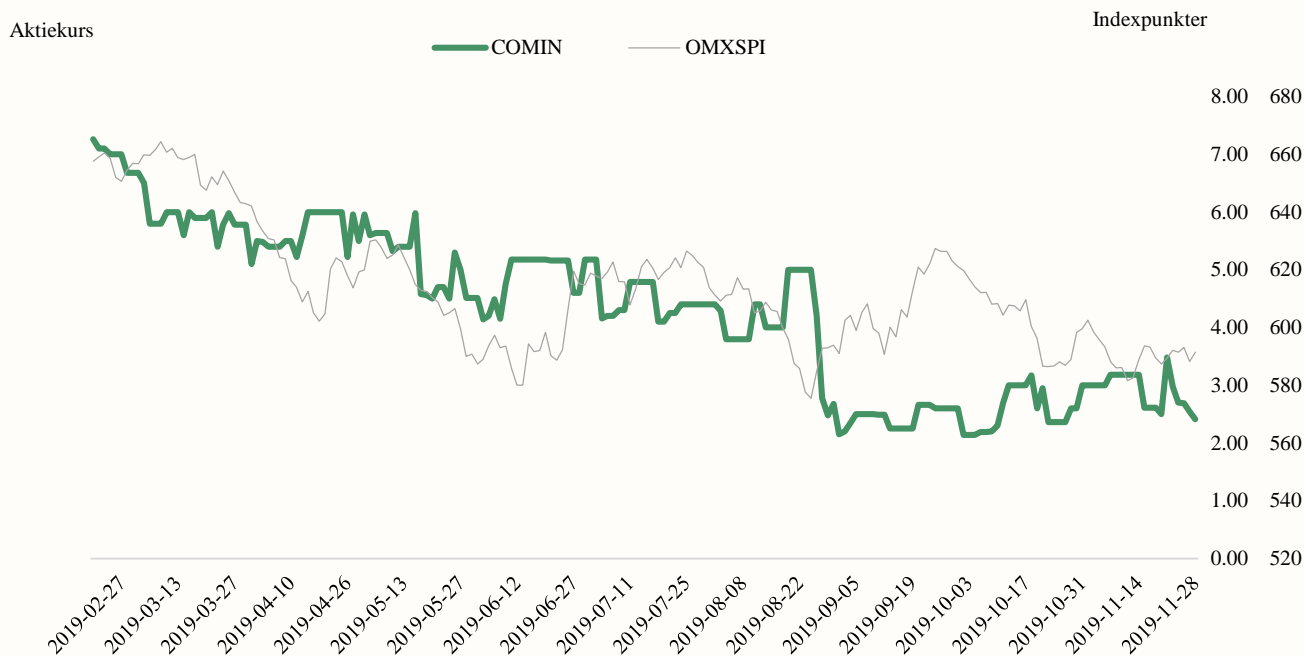


## Tomas Huuva, Styrelseledamot

Tomas Huuva, född 1967, är en av Bolagets styrelseledamöter sedan 2018. Tomas har studerat nationalekonomi och finansiering på magisternivå och arbetar idag som konsult inom finansbranschen.

**Aktieinnehav i Comintelli: 8 000 aktier**

## APPENDIX



<b>MSEK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Nettoomsättning	16,3	20,0	21,3
Övriga rörelseintäkter	0,20	0,59	0,00
<b>Summa rörelseintäkter</b>	<b>16,5</b>	<b>20,6</b>	<b>21,3</b>
Övriga externa kostnader	-5,6	-6,7	-6,4
Personalkostnader	-9,2	-10,4	-12,6
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>
Ränteintäkter och liknande poster	0,4	0,5	1,9
Räntekostnader och liknande poster	-0,8	-1,4	-2,0
<b>EBT</b>	<b>1,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>
Skatt	0,5	0,7	-0,5
<b>Nettoresultat</b>	<b>1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>1,7</b>



## APPENDIX

Base scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	20.6	21.3	21.1	21.5
<b>Summa rörelseintäkter</b>	<b>20.6</b>	<b>21.3</b>	<b>21.1</b>	<b>21.5</b>
Bruttomarginal	100%	100%	100%	100%
Övriga externa kostnader	-6.7	-6.4	-7.8	-8.3
Personalkostnader	-10.4	-12.6	-13.8	-14.0
<b>EBITDA</b>	<b>3.5</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.8</b>
Ränteintäkter och liknande poster	0.5	1.9	1.3	1.3
Räntekostnader och liknande poster	-1.4	-2.0	-0.5	-0.6
<b>EBT</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>
Skatt	0.7	-0.5	0.0	0.0
<b>Nettoresultat</b>	<b>2.6</b>	<b>1.7</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>
Nettomarginal	16%	8%	1%	0%
Base scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E
P/S	0.9	0.8	0.9	0.8
EV/S	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.4	8.2	-6.0	-4.0
Bull scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	20.6	21.3	22.7	24.2
<b>Summa rörelseintäkter</b>	<b>20.6</b>	<b>21.3</b>	<b>22.7</b>	<b>24.2</b>
Bruttomarginal	100%	100%	100%	100%
Övriga externa kostnader	-6.7	-6.4	-8.4	-9.1
Personalkostnader	-10.4	-12.6	-14.1	-14.0
<b>EBITDA</b>	<b>3.5</b>	<b>2.3</b>	<b>0.2</b>	<b>1.1</b>
Ränteintäkter och liknande poster	0.5	1.9	1.4	1.5
Räntekostnader och liknande poster	-1.4	-2.0	-0.5	-0.6
<b>EBT</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>1.0</b>	<b>2.0</b>
Skatt	0.7	-0.5	0.0	0.0
<b>Nettoresultat</b>	<b>3.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.0</b>	<b>2.0</b>
Nettomarginal	16%	8%	4%	8%
Bull scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E
P/S	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/S	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.4	8.2	97.7	17.5
Bear scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	20.6	21.3	17.2	18.7
<b>Summa rörelseintäkter</b>	<b>20.6</b>	<b>21.3</b>	<b>17.2</b>	<b>18.7</b>
Bruttomarginal	100%	100%	100%	100%
Övriga externa kostnader	-6.7	-6.4	-7.3	-9.1
Personalkostnader	-10.4	-12.6	-13.0	-14
<b>EBITDA</b>	<b>3.5</b>	<b>2.3</b>	<b>-3.1</b>	<b>11.2</b>
Ränteintäkter och liknande poster	0.5	1.9	1.0	1.9
Räntekostnader och liknande poster	-1.4	-2	-0.5	-0.5
<b>EBT</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>-2.6</b>	<b>12.6</b>
Skatt	0.7	-0.5	0.0	-2.2
<b>Nettoresultat</b>	<b>3.3</b>	<b>1.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>-4.3</b>
Nettomarginal	16%	8%	-16%	-23%
Bear scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E
P/S	0.9	0.8	1.1	1.0
EV/S	0.9	0.9	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.4	8.2	-37.0	-24.7

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Comintelli AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)