

## Kapitaliserar på en osäker omvärld

4C Group AB ("4C" eller "Bolaget") är en ledande leverantör av mjukvara och utbildning avseende organisatorisk träning, beredskap samt krishantering. Mjukvaran, som förenklar och effektiviserar inläring för kunders anställda genom digital automation av kurser, har varit en drivande faktor till Bolagets framgång inom försvarsindustrin. Sedan 4C grundades år 2000 har Bolaget attraherat framstående kunder såsom Nato och USA:s försvarsmakt, något som förväntas agera som en katalysator till följd av ökad legitimitet. Den adresserbara marknaden som innefattar geografisk samt operativ räckvidd för 4C förväntas växa med en årlig tillväxttakt om minst 16 %, fram till år 2025 som ett resultat av ökade spänningar i omvärlden<sup>1</sup>, vilket 4C väntas kapitalisera på. Bolaget befinner sig i en expansionsfas som tillsammans med branschens höga inträdesbarriärer väntas öka nettoomsättningen från 331,3 MSEK år 2022 till 623,6 MSEK år 2025. Bolaget motiveras handlas i linje med utvald Peer-grupp, vilket härleder en EV/EBIT-målmultipel om 15,1x år 2024, vilket motsvarar ett potentiellt värde per aktie om 42 SEK i ett Base scenario.

#### Osäkert omvärldsläge driver marknaden

Den adresserbara marknaden ,SAM, som 4C verkar i värderades år 2021 till 23 mdSEK och förväntas år 2025 värderas till minst 42 mdSEK, motsvarande en årlig tillväxttakt ,CAGR, om minst 16 %<sup>1</sup>. Geopolitiska konflikter samt höga krav på organisationer att hantera kriser och risker proaktivt snarare än reaktivt förväntas vara en drivande faktor bakom marknadstillväxten. Bolagets unika mjukvara, som till skillnad från konkurrenternas alternativ riktat sig till försvarsmakter samt privat och offentlig sektor, förväntas vara en bidragande faktor till en CAGR om 23,5 % fram till år 2025, vilket genererar en omsättning om 623,6 MSEK år 2025, delvis som ett resultat av den starka marknadstillväxten.

#### Stark balansräkning ger förutsättningar till tillväxt

4C befinner sig i en aggressiv expansionsfas där Bolaget visade på en omsättningsökning om 26,8 % under år 2022. Bolaget innehar även en stark balansräkning med en nettokassa om 76,3 MSEK vid utgången av kvartal fyra. Kassan möjliggör för 4C att genom investeringar i försäljningsorganisationen erhålla fler omfattande strategiska kontrakt med USA:s försvarsmakt, vilka förväntas ge ringar på vattnet för att vinna ytterligare marknadsandelar dels i USA men även globalt.

#### Svårstoppad marknadsledare inom branschen

4C:s mjukvara är djupt integrerad i kundernas system, vilket bidragit till att en stor del av intäkterna, uppgående till 34,4 % för år 2022, var av återkommande karaktär. Eftersom det är omständligt för kunderna att välja bort Bolagets tjänst har en vallgrav mot nya konkurrenter skapats, och en stark stickyness, vilket påvisas av 4C:s churn om 1,8 % inom försvarssegmentet år 2021. Nato agerar även som en kvalitetsstämpel för 4C vilket attraherar fler kunder med starka varumärken, som i sin tur stärker Bolagets kredibilitet ytterligare.

#### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
27,9 kr

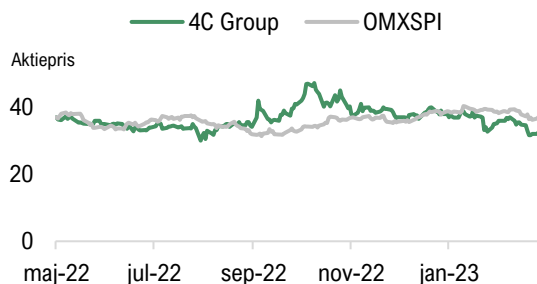
**Base**  
42,0 kr

**Bull**  
52,5 kr

#### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-03-24)	33,8
Antal Aktier (st.)	33 919 142
Market Cap (MSEK)	1 146,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	76,3
Enterprise Value (MSEK)	1 069,7
Lista	First North Stockholm
Kvartalsrapport 1 2023	2023-05-12

#### KURsutveckling



#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: BLOOMBERG, 2022-12-19)

Hedskog Equity AB	11,5 %
Priveq Investment	10,7 %
Klas Lindström	8,7 %
Mikael Edqvist	6,8 %
Fjärde AP-Fonden	6,4 %

Prognoser (MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Totala intäkter</b>	<b>334,4</b>	<b>414,3</b>	<b>511,7</b>	<b>623,6</b>
Omsättningstillväxt	26,8 %	23,9 %	23,5 %	21,9 %
<b>EBITDA</b>	<b>58,0</b>	<b>90,8</b>	<b>125,8</b>	<b>161,1</b>
EBITDA-marginal	17,4 %	21,9 %	24,6 %	25,8 %
<b>EBIT</b>	<b>28,6</b>	<b>58,7</b>	<b>87,9</b>	<b>113,0</b>
EBIT-marginal	8,6 %	14,2 %	17,2 %	18,1 %
P/S	3,9x	2,8x	2,2x	1,8x
P/E	48,6x	25,8x	17,0x	13,2x
EV/S	3,6x	2,6x	2,1x	1,7x
EV/EBITDA	20,7x	11,8x	8,5x	6,6x
EV/EBIT	41,9x	18,2x	12,2x	9,5x

<sup>1</sup> 4C:s IPO-prospekt år 2022

## Innehållsförteckning

Investeringsidé	Sida 1
Finansiell prognos	Sida 2
Värdering	Sida 3
Appendix	Sida 4
Disclaimer	Sida 5

### OM BOLAGET

Området 4C är verksam inom utbildning avseende organisatorisk träning, beredskap och krishantering. 4C:s tjänster tillhandahålls till marknaden genom Bolagets mjukvarulösning samt expertrådgivning. Mjukvaran som tillhandahålls av 4C automatiserar och förenklar inläringen av kurser för Bolagets kunder. Vidare erbjuds 4C:s tjänster till försvarsmakter, offentlig samt privat sektor, där försäljningen till försvarssegmentet utgör cirka 70 % av den totala försäljningen. Efter att ha grundats i Sverige år 2000 har Bolaget expanderat geografiskt, vilket innebär att en stor andel av försäljningen numera sker i Storbritannien och Nordamerika.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Magnus Bergqvist

Styrelseordförande Andreas Hedskog

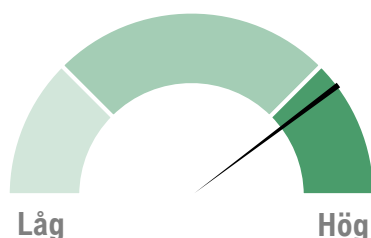
### JUNIOR ANALYTIKER

Namn Sebastian Wester

Telefon +46 (0) 70 354 85 45

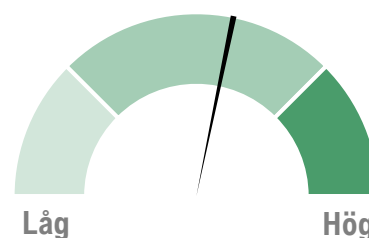
E-mail [sebastian.wester@analystgroup.se](mailto:sebastian.wester@analystgroup.se)

### Värde drivare



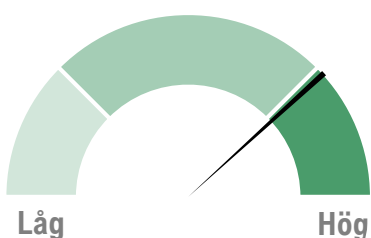
Ökade försvarsanslag förväntas accelerera marknadstillväxten ytterligare och därmed agera som en tydlig trigger i närtid. Kombinerat med ett geopolitiskt läge som fortsatt väntas vara instabilt under en längre tidsperiod, till följd av konflikten i Ukraina, har 4C möjligheten att kapitalisera på det ökade säkerhetsbehovet framgent.

### Lönsamhet



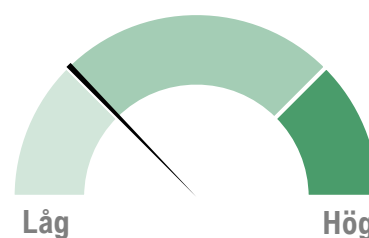
4C hade under år 2022 jämfört med år 2021 en relativt låg EBIT-marginal om 8,6 %, till följd av IPO-kostnader samt omfattande investeringar i försäljningsorganisationen. Lönsamhetens skalbarhet är dock tydlig i ett mer långsiktigt historiskt perspektiv då EBIT-marginalen ökade från 7 % till 17,9 % åren 2020-2021. Betyget är historiskt grundat och är ej framåtblickande.

### Ledning & Styrelse



Ett relativt stort ägande från VD samt styrelseordförande ses som attraktivt då aktieägarnas intressen sammanflätas med ledningens. Utöver ett tilltalande insynsägande besitter ledningen relevanta erfarenheter för att navigera på de föränderliga marknaderna 4C verkar i. Hur väl 4C:s expansionsinvesteringar genererar högre omsättningen återstår till viss del att se och lämnar därmed ett mindre frågetecken kring ledningens kostnadsmedvetenhet.

### Risk



En stark nettoomsättning som år 2022 ökade med 26,8 % och uppgick till 331,3 MSEK sänker den finansiella risken i Bolaget. Vidare har 4C en nettokassa om 76,3 MSEK, vilket innebär att Bolaget innehar en hälsosam finansiell ställning. Risken att Bolaget tappas försäljning och marknadsandelar betraktas som låg till följd av höga inträdesbarriärer inom branschen och en stark stickyness i 4C:s mjukvara.

HÖJDA ANSLAG  
TILL FÖRSVAR  
ÖKAR  
EFTERFRÅGAN

## 4C väntas kapitalisera på ökade försvarsanslag globalt

Bolagets SAM värderades år 2021 till 23 mdSEK och förväntas växa med en årlig tillväxttakt om minst 16 %, vilket motsvarar ett marknadsvärde om minst 42 mdSEK år 2025<sup>2</sup>. Försvarsmakter är vidare 4C:s huvudsakliga kundsegment, vilket utgör 68,3 % av intäkterna. Marknadstillväxten har varit stark historiskt, även innan konflikten i Ukraina bröt ut, något som förväntas accelerera marknadstillväxten ytterligare inom alla segment 4C riktar sig mot men främst inom försvarssegmentet. I Norden, som utgjorde 35,2 % av 4C:s intäkter år 2021, har Sverige och Finland nyligen höjt anslagen till försvaret till cirka 2 % av BNP. Sveriges höjning från 1,2 % av BNP är en direkt följd av konflikten i Ukraina, vilket illustrerar föregående tes. Då försäljning till försvarssegmentet är budgetstyrt förväntas höjda försvarsanslag agera som en katalysator för ökad efterfrågan, vilket väntas generera en CAGR om 23,5 % för 4C åren 2022-2025.

## Penetration av den nordamerikanska marknaden är inom räckhåll

Den största andelen av 4C:s SAM är hänförlig till privat sektor, vilket år 2021 uppgick till 84 % av total SAM. Eftersom Bolaget är den enda aktören på marknaden med ett erbjudande till försvaret, den privata samt den offentliga sektorn, kan 4C vidare implementera ett unikt tillvägagångssätt för att penetrera de privata och offentliga segmenten. Strategin utgår från att först etableras som en välrenommerad samt legitim aktör genom samarbete med försvarsmakter, likt 4C har gjort med USA:s försvarsmakt. Samarbeten med försvarsmakter som agerar som viktiga referenskunder skapar en stark trovärdighet och varumärkeskännedom för att penetrera övriga segment, vilket Analyst Group anser medför en komparativ fördel mot konkurrenter. Tillväxttakten i det privata segmentet om 50,2 %, från år 2021 till år 2022, är ett kvitto på att 4C:s strategi bär frukt på den privata marknaden, där en stor andel bedöms vara kontrakt i USA. Bolagets starka balansräkning med en nettokassa om 76,3 MSEK förser även 4C med medlen att fortsätta Bolagets expansionstakt med oförminskad styrka.

UNIK STRATEGI  
TILL FÖLJD AV  
BRETT  
ERBJUDANDE

## Kapitaliserar på first mover advantage

Att 4C har utvecklat Bolagets SaaS-tjänst i över 20 år och byggt upp långa relationer med kunder vilket skapar en vallgrav mot nya konkurrenter, där de långvariga relationerna har inneburit att Bolagets mjukvara blivit anpassad och integrerad i kundernas system. Byteskostnaderna för kunder för att byta leverantör av system påvisas av 4C:s låga churn som inom försvarssegmentet uppgick till 1,8 % år 2021. Att 4C attraherat ett flertal namnstarka kunder innebär vidare en självförstärkande effekt då namnstarka kunder som Nato agerar som en kvalitetsstämpel som attraherar fler kunder, som i sin tur bidrar till en ännu starkare kvalitetsstämpel. Inträdesbarriärerna växer därmed kontinuerligt mot konkurrenter som saknar liknande kredibilitet.

STARK VALLGRAV  
SKAPAS

## Operativ hävstång skapar attraktiv lönsamhet

Skalbarheten i tjänsteerbjudandet förväntas påvisas i takt med att mjukvaruförsäljningens andel av total försäljning estimeras uppgå till cirka 68,5 % år 2025, till följd av större tillväxtpotential för mjukvaran kontra expertrådgivning, vilket kan sättas i relation till 4C:s mål om 70 %. Bolagets centraliserade mjukvaruplattform är skalbar, då ökad försäljning av mjukvaran kräver procentuellt mindre ökning av underhållsarbete kopplat till mjukvaran. En operativ hävstång skapas således vilket estimeras öka Bolagets EBIT-marginal från 8,6 % år 2022 till 18,1 % år 2025.

OPERATIV  
HÄVSTÅNG  
VÄNTAS ÖKA  
EBIT-  
MARGINALEN  
FRÅN 8,6 %  
ÅR 2022 TILL  
18,1 % ÅR 2025

## Kraftig marknadstillväxt lockar större aktörer

En marknadstillväxt överstigande 16 % fram till år 2025 gör branschen attraktiv för nya aktörer som vill slå sig in. Det finns en risk att företag med större kapital investerar i konkurrerande tjänster där skillnaden i kapital som investeras i R&D kan bli kännbar för 4C. Analyst Group anser dock att nämnda inträdesbarriärer har positionerat Bolaget väl för att möta ökad konkurrens.

<sup>2</sup> 4C:s IPO-prospekt år 2022

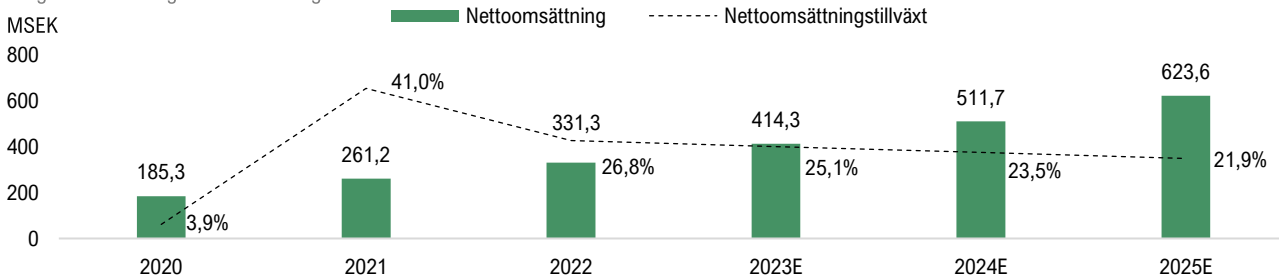
## Omsättningsprognos åren 2023-2025

**23,5 % CAGR i  
NETTO-  
OMSÄTTNING  
FRÅN ÅR 2022  
TILL ÅR 2025**

4C har delat in verksamheten i tre olika affärsområden: försäljning mot försvarsmakter, offentlig och privat sektor. Försäljningen mot försvarsmakter utgjorde under år 2022 68,3 % av försäljningen medan offentlig och privat sektor utgjorde 17,1 % respektive 14,6 %. Försvarssegmentet väntas visa på en genomsnittlig årlig tillväxt, om 24,7 % åren 2022-2025 som en konsekvens av en snabbföränderlig och osäker omvärld. En historisk tillväxt om 22,1 % inom försvarssegmentet baserat på rullande 12 månader illustrerar även hur Bolaget vuxit cirka 6 procentenheter snabbare än marknaden, motsvarande ca 16 % samma period och har tagit marknadsandelar. Det privata segmentet väntas öka med en CAGR om 27,9 % till år 2025, dels som en följd av hur Bolaget positionerats som en trovärdig aktör genom samarbete med försvarsmakter. Den strategiska positioneringen förväntas därutöver agera som en katalysator för att ta marknadsandelar på den privata marknaden som uppgår till 84 % av 4C:s SAM. Analyst Group anser att Bolaget har förutsättningarna för att kunna skala upp organisationen i snabbt takt för att hantera en högre försäljning, något 4C lyckats med historiskt. Till följd av att mjukvaruförsäljningen väntas öka som andel av den totala försäljningen förväntas endast mindre kostnadsuppskalningar behövas inom Bolaget, eftersom mjukvaran har ett litet behov av ytterligare driftunderhåll vid ökad försäljning. Sammantaget estimeras 4C:s nettoomsättning nå 623,6 MSEK år 2025, vilket motsvarar en CAGR om 23,5 % från år 2022 till år 2025.

**Årlig nettoomsättningstillväxt om 23,5 % åren 2022-2025 ger en estimerad nettoomsättning om 623,6 MSEK.**

Prognostiserad årlig nettoomsättning



Källa: Analyst Groups prognoser

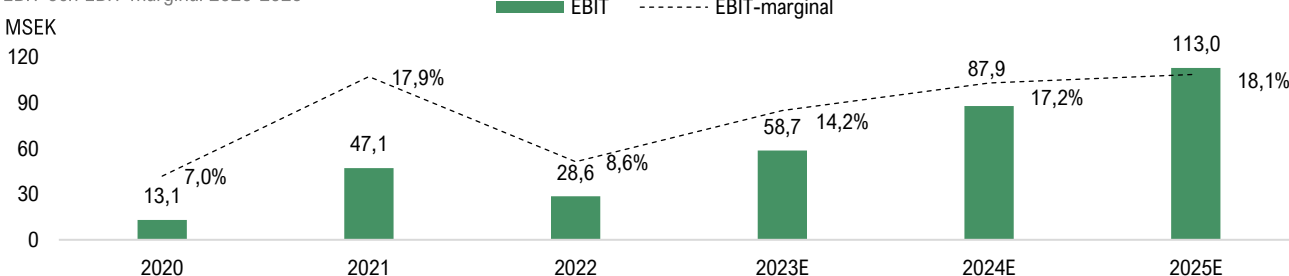
## Prognos för kostnadsstrukturen

**SKALAR UPP  
INFÖR  
EXPANSION**

Bolagets EBIT-marginal sjönk från 17,9 % år 2021 till 8,6 % år 2022 till följd av omfattande investeringar i försäljningsorganisationen och varumärkeskänedom för att skala upp organisationen inför kommande expansionsfas. Vidare har IPO-kostnader om cirka 15 MSEK inkluderats i de övriga externa kostnaderna som pressat EBIT-marginalen under år 2022. Fortsatt betydande investeringar inom försäljning och varumärkeskänedom för att accelerera tillväxten estimeras på kort sikt innebära en EBIT-marginal om 14,2 % år 2023. Externa kostnader och personalkostnader förväntas sedan procentuellt öka i långsammare takt än omsättningen framgent, som en effekt av att en ökad andel mjukvaruförsäljning förväntas, vilket estimeras stärka EBIT-marginalen till 18,1 % år 2025. EBIT-marginalen prognostiseras på medellång sikt öka som ett resultat av den operativa hävstången till följd av den skalbara mjukvaran.

**EBIT-marginal tillväxt från 8,6% år 2022 till 18,1 % år 2025.**

EBIT och EBIT-marginal 2020-2025



Källa: Analyst Groups prognoser

Jämförbara bolag MSEK	MCAP	Enterprise Value	CAGR 2022-2024E	EBIT-marginal 2024E	EV/EBIT 2024E
Calian Group	5 834,0	5 495,1	9,4 %	8,7 %	11,8x
SmartCraft	3 254,1	3 078,9	16,7 %	34,9 %	19,4x
W5 Solutions	941,2	898,5	44,8 %	15,9 %	18,3x
Micro Systemation	847,4	798,5	14,6 %	15,3 %	10,9x
<b>Genomsnitt</b>	<b>2 719,2</b>	<b>2 567,7</b>	<b>21,4 %</b>	<b>18,7 %</b>	<b>15,1x</b>
<b>Median</b>	<b>2 097,7</b>	<b>1 988,7</b>	<b>15,7 %</b>	<b>15,6 %</b>	<b>15,1x</b>
4C Group	1 146,0	1 069,7	24,3 %	17,2 %	12,2x

### Värdering: Base scenario

För att härleda en värdering av 4C har en relativvärdering använts där fyra bolag med liknande affärsmodeller kring SaaS-tjänster valts ut. Inom peergruppen riktar W5 Solutions in sig på säkerhet samt försvarssegmentet likt 4C, medan Calian Group, SmartCraft och Micro Systemation riktar sig mot kunder som främst verkar inom andra branscher. Eftersom alla bolag är lönsamma och med hänsyn tagen till kapitalstrukturen antas en EV/EBIT-multipel för att motivera relativvärderingen. 4C estimeras öka nettoomsättningen under åren 2022-2025 med en årlig tillväxt om 23,5 %, ökningen är baserad på Bolagets unika erbjudande som möjliggör en effektiv penetration av de privata och offentliga segmenten till följd av strategiska kontrakt inom försvarssegmentet. Vidare anser Analyst Group att en stark balansräkning möjliggör omfattande investeringar i organisationen, vilket förväntas möjliggöra att vinna ytterligare marknadsandelar för att kapitalisera på de ökade anslagen inom försvarssegmentet och därmed öka tillväxten ytterligare. 4C:s omsättningstillväxt kan även sättas i relation till peergruppens genomsnitt om 21,4 % åren 2022-2024. Till följd av Bolagets skalbara mjukvara estimeras en EBIT-marginal om 17,2 % år 2024, vilket är något lägre än snittet om 18,7 %. Baserat på den högre förväntade omsättningstillväxten och vallgraven som skapas av inträdesbarriärerna motiveras 4C att värderas till samma EV/EBIT-multipel som peergruppen. Analyst Group estimerar därutöver en EBIT-tillväxt om 28,6 % för 4C år 2025, vilket förväntas öka Bolagets Enterprise Value från och med år 2025 i hög takt som en följd av en liknande framtida EV/EBIT-multipel det berörda året. Det estimerade rörelseresultat om 87,9 MSEK år 2024 medför vidare att Bolaget handlas till en EV/EBIT-multipel om 12,2x. Målmultipeln i linje med peergruppens genomsnitt om 15,1x som antagits år 2024 resulterar i ett potentiellt pris per aktie om 42 SEK.

**42,0 SEK PER  
AKTIE I ETT BASE  
SCENARIO**

#### Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- Försvarsanslagen ökar ytterligare till följd av ett fortsatt oroligt geopolitiskt läge i Europa.
- 4C:s relation med USA:s försvarsmakt genererar högre varumärkeskännetecken än förväntat, vilket bidrar till en årlig nettoomsättningstillväxt om 30,1 % fram till år 2025.
- Bolagets uppskalning bidrar till en starkare lönsamhet till följd av den operativa hävstången.

Givet en antagen målmultipel om EV/EBIT 16,6x samt ett estimerat EBIT om 132,5 MSEK år 2024 indikeras ett motiverat pris per aktie om 52,5 SEK<sup>3</sup>.

#### Bear scenario

Följande är ett urval av potentiella händelser i ett Bear scenario:

- Bolagets satsningar inom organisationen är inte tillräckliga för att effektivt kunna hantera en större uppskalning i försäljning, vilket sänker nettoomsättningstillväxten till en CAGR om 15,6 % fram till år 2025.
- Större och kapitalstarka aktörer lyckas penetrera marknaden som en effekt av större investeringar i R&D, vilket medför lägre tillväxt för 4C.

Givet en antagen målmultipel om EV/EBIT 14,4x samt ett estimerat EBIT om 61,4 MSEK år 2024 indikeras ett motiverat pris per aktie om 27,9 SEK<sup>3</sup>.

**52,5 SEK PER  
AKTIE I ETT BULL  
SCENARIO**

**27,9 SEK PER  
AKTIE I ETT BEAR  
SCENARIO**

<sup>3</sup> Se Appendix sida 4 för prognoser i Bull respektive Bear scenario

# Appendix

Base scenario (MSEK)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	178,6	185,3	261,2	331,3	414,3	511,7	623,6
Övriga rörelseintäkter	0,9	1,5	2,5	3,1	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>179,5</b>	<b>186,8</b>	<b>263,7</b>	<b>334,4</b>	<b>414,3</b>	<b>511,7</b>	<b>623,6</b>
Övriga externa kostnader	-43,5	-31,4	-47,9	-87,4	-87,1	-105,1	-124,9
Personalkostnader	-119,1	-131,6	-159,1	-214,4	-266,7	-318,4	-383,3
Aktiverat arbete för egen räkning	13,8	17,4	17,9	26,3	30,4	37,5	45,7
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-4,4	-1,5	-0,8	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>30,4</b>	<b>36,8</b>	<b>73,2</b>	<b>58,0</b>	<b>90,8</b>	<b>125,8</b>	<b>161,1</b>
EBITDA-marginal	17,0%	19,7%	27,8%	17,4%	21,9%	24,6%	25,8%
Avskrivningar	-21,5	-23,7	-26,1	-29,4	-32,1	-37,9	-48,0
<b>EBIT</b>	<b>9,0</b>	<b>13,1</b>	<b>47,1</b>	<b>28,6</b>	<b>58,7</b>	<b>87,9</b>	<b>113,0</b>
EBIT-marginal	5,0%	7,0%	17,9%	8,6%	14,2%	17,2%	18,1%
<b>Nyckeltal Base scenario</b>				<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S				3,9	2,8	2,2	1,8
P/E				48,6	25,8	17,0	13,2
EV/EBIT				41,9	18,2	12,2	9,5
<b>Bull scenario (MSEK)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Nettoomsättning	178,6	185,3	261,2	331,3	446,7	575,1	728,7
Övriga rörelseintäkter	0,9	1,5	2,5	3,1	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>179,5</b>	<b>186,8</b>	<b>263,7</b>	<b>334,4</b>	<b>446,7</b>	<b>575,1</b>	<b>728,7</b>
Övriga externa kostnader	-43,5	-31,4	-47,9	-87,4	-88,9	-107,2	-127,4
Personalkostnader	-119,1	-131,6	-159,1	-214,4	-280,1	-334,3	-402,5
Aktiverat arbete för egen räkning	13,8	17,4	17,9	26,3	33,4	41,3	50,3
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-4,4	-1,5	-0,8	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>30,4</b>	<b>36,8</b>	<b>73,2</b>	<b>58,0</b>	<b>111,2</b>	<b>174,9</b>	<b>249,1</b>
EBITDA-marginal	17,0%	19,7%	27,8%	17,4%	24,9%	30,4%	34,2%
Avskrivningar	-21,5	-23,7	-26,1	-29,4	-35,9	-42,4	-53,8
<b>EBIT</b>	<b>9,0</b>	<b>13,1</b>	<b>47,1</b>	<b>28,6</b>	<b>75,2</b>	<b>132,5</b>	<b>195,3</b>
EBIT-marginal	5,0%	7,0%	17,9%	8,6%	16,8%	23,0%	26,8%
<b>Nyckeltal Bull scenario</b>				<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S				3,9	2,6	2,0	1,6
P/E				48,6	19,9	11,2	7,5
EV/EBIT				41,9	14,2	8,1	5,5
<b>Bear scenario (MSEK)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Nettoomsättning	178,6	185,3	261,2	331,3	377,0	442,3	511,2
Övriga rörelseintäkter	0,9	1,5	2,5	3,1	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>179,5</b>	<b>186,8</b>	<b>263,7</b>	<b>334,4</b>	<b>377,0</b>	<b>442,3</b>	<b>511,2</b>
Övriga externa kostnader	-43,5	-31,4	-47,9	-87,4	-83,2	-100,3	-119,3
Personalkostnader	-119,1	-131,6	-159,1	-214,4	-234,7	-280,2	-337,3
Aktiverat arbete för egen räkning	13,8	17,4	17,9	26,3	29,6	36,6	44,6
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-4,4	-1,5	-0,8	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>30,4</b>	<b>36,8</b>	<b>73,2</b>	<b>58,0</b>	<b>88,7</b>	<b>98,3</b>	<b>99,1</b>
EBITDA-marginal	17,0%	19,7%	27,8%	17,4%	23,5%	22,2%	19,4%
Avskrivningar	-21,5	-23,7	-26,1	-29,4	-31,3	-36,9	-46,8
<b>EBIT</b>	<b>9,0</b>	<b>13,1</b>	<b>47,1</b>	<b>28,6</b>	<b>57,4</b>	<b>61,4</b>	<b>52,3</b>
EBIT-marginal	5,0%	7,0%	17,9%	8,6%	15,2%	13,9%	10,2%
<b>Nyckeltal Bear scenario</b>				<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S				3,9	3,0	2,6	2,2
P/E				48,6	26,5	24,8	29,6
EV/EBIT				41,9	18,6	17,4	20,5

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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 fransäger 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: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-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 oberoende analys. **4C Group** (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 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.