

Vultus AB (VULTS)



Agtech-bolag i framkant redo för kommersialisering

Vultus AB (publ) ("Vultus" eller "Bolaget") erbjuder marknadsledande tjänster, vilket inkluderar fjärranalys och satellitbaserad bildbehandling för att bistå odlare och organisationer i att övervaka fält i syfte att öka skördavkastning och minska kostnader samt minska miljöutsläpp. Bolaget adresserar en bred marknad och erbjuder idag analyser till stora kooperativ och organisationer, genom Bolagets försäljningsstrategi riktad mot större organisationer nås därigenom tusentals odlare knutna till organisationen, en strategi som särskiljer sig från konkurrenters direktförsäljning mot enskilda odlare. Vultus prognostiseras nu påbörja en expansiv kommersialiseringsfas, genom ett utökat fokus på försäljning med ett tjänsteerbjudande som stöds av både Bolagets säljstrategi och en produkt som är positionerat för att direkt möta marknadsefterfrågan. *Proof-of-Concept* för kommersialiseringen har redan uppvisats under Q1-24 genom ett avtal med Toyama, en distributör i Latinamerika, avtalet förväntas initialt bidra med 1,5 MSEK under 2 år i återkommande intäkter. Vidare har Vultus avtal med AM Tarim, en del av Agrico och Europlant, där de båda avtalen ger en fingervisning avseende avtalsvolym framgent. Genom en applicerad målmultipel om 1,6x EV/S på 2025 års omsättning om 12 MSEK erhålls ett motiverat värde om 1,16 kr i ett Base scenario.

Redo för kommersialisering

Under Q1-24 utvecklade Vultus, i samarbete med IT-bolaget Softwerk, en skräddarsydd produktplattform för Bolagets analystjänster. Den nyutvecklade plattformen möjliggör för Vultus att adressera kooperativ som inte innehar en befintlig IT-infrastruktur, vilket medför att Vultus når en dubbelt så stor adresserbar marknad. Samtidig skapar Bolaget en *switching cost*, och därigenom en *moat*, avseende kooperativen som använder plattformen då mängden data som Vultus samlar in åt kunderna är avgörande för att maximera skörden samt medföljande kostnadsbesparingar. Den nya produktplattformen förväntas vara en stark drivare för den estimerad årliga omsättningstillväxten om 110,2 % mellan åren 2023-2028.

Plattform som adresserar marknadens behov

Tillskillnad från konkurrenters generella NDVI-analyser kan Vultus genom 3 års insamlad, samt bearbetad data, erbjuda betydligt mer träffsäkra rekommendationer för odlare. Idag erbjuder konkurrenters lösningar endast bevattningsoptimering, Vultus analyser erbjuder samma funktionalitet i kombination med sju andra mätningar som är viktiga avseende markhälsan såsom kol- och proteinhaltsmätningar, därigenom leder Vultus analystjänster till dubbelt så stora kostnadsbesparingar för odlare gentemot konkurrenter. Bolagets produktöverlägsenhet kombinerat med den pågående kommersialisering förväntas leda till en årlig omsättningstillväxt om 110,2 % mellan åren 2023-2028, motsvarande en omsättning om 46,8 MSEK år 2028.

Skalbar intäktmodell

Vultus intäktmodell baseras på återkommande intäkter genom prenumerationskontrakt som prissätts beroende på kundens användande av hektar samt antal licenser. Vultus fokuserar på försäljning mot kooperativ, vilket medför att Bolaget anskaffningskostnad per odlare är låg då kooperativen marknadsför produktutbudet, vilket skapar en skalbarhet och en låg kostnadsbas i relation till omsättning, vilket förväntas leda till en exponentiell marginalexpansion, vilket estimeras leda till en EBIT-marginal om 27,1 % år 2028.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

0,33 kr

Base

1,16 kr

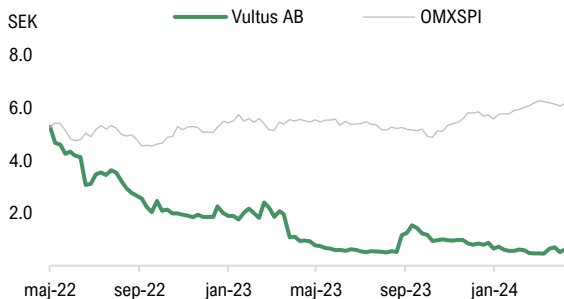
Bull

1,57 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-06-17)	0,52 SEK
Antal Aktier (st.)	14 595 546
Market Cap (TSEK)	7 589,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (TSEK)	-1 160,0
Enterprise Value (TSEK)	6 429,7
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 2 2024	2024-08-26

KURSVUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2024-05-17)

Samir Iskander	18,2 %
Tigrim Capital AB	18,0 %
Peter Nilsson	7,9 %
T. Kverneland & Sønner AS	7,8 %
Stefan Lundgren	6,6 %

PROGNOSER (TSEK)

	2023A	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	804,9	4 125,9	12 018,5	21 806,3
Rörelsekostnader	-8 609,2	-9 912,2	-15 377,6	-21 076,0
EBITDA	-7 469,5	-5 489,3	1 127,0	3 618,8
EBITDA-marginal	-655,4 %	-124,1 %	9,2 %	16,4 %
Avskrivningar	-1 206,4	-691,9	-812,0	-932,0
EBIT	-8 675,9	-6 181,2	315,0	2 686,8
EBIT-marginal	-761,3 %	-139,8 %	2,6 %	12,2 %
P/S	6,0x	1,5x	0,6x	0,3x
EV/S	5,8x	1,5x	0,5x	0,3x
EV/EBITDA	-0,9x	-1,2x	5,9x	1,8x
EV/EBIT	-0,8x	-1,1x	21,1x	2,5x

Innehållsförteckning

Introduktion	2
Investeringsidé	3-4
Bolagsbeskrivning	5-6
Marknadsanalys	7-8
Finansiell prognos	9
Värdering	10
Bull & Bear	11
Ledning & Styrelse	12
Appendix	13-15
Disclaimer	16

OM BOLAGET

Vultus AB är ett svenskt bolag med huvudkontor i Lund vilka är verksamma inom marknaden för agriteknologi. Bolaget är specialiserade på att förbättra jordbruksproduktivitet genom en innovativ plattformslösning för precisionsjordbruk. Vultus erbjuder en rad tjänster via Bolagets teknologiplattform för att öka skörderesultat, vilket samtidigt medför kostnadsbesparingar för odlare. Genom användningen av maskininläring analyserar Vultus data avseende markens hälsa för att tillhandahålla råd om optimal användning av gödningsmedel, vilket bland annat bidrar till att minska användningen av gödningsmedel för att bespara kostnader samt minska jordbrukets miljöpåverkan. Vultus är noterat på Spotlight sedan år 2022.

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Per Karlsson

Styrelseordförande Björn Lundsten

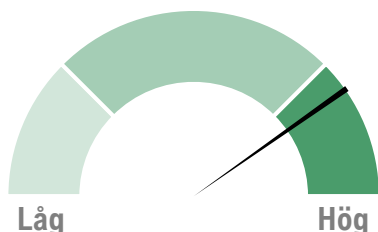
ANALYTIKER

Namn Gunnar Thörn

Telefon +46 72-389 27 31

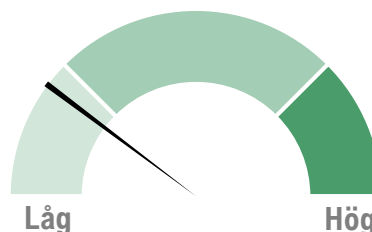
E-mail gunnar.thorn@analystgroup.com

Värde drivare



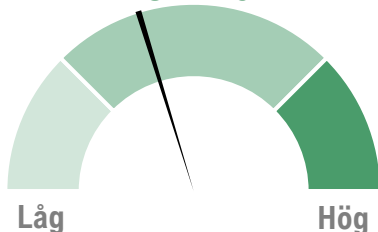
Vultus erbjuder idag en marknadsledande teknologi som skapar mer precisa avkastningsprognoser gentemot konkurrenter samt bidrar till en bättre förståelse av odlingsmarkens hälsa, och är efter flera års utveckling nu redo för kommersialisering. Bolagets samarbete med Toyama är en stark referenskund som förväntas leda till fler liknande affärer, samtidigt som det är ett viktigt Proof-of-Concept för Bolagets tjänsteerbjudande. Vultus kräver minimal kundhantering då analystjänsterna är automatiserade, således blir kostnaden per kund låg i relation till omsättningen. Detta kombinerat med Bolagets relativt fasta kostnadsstruktur möjliggör för en skalbar affärsmodell.

Lönsamhet



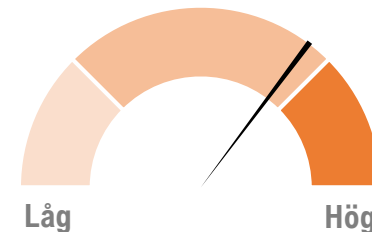
Historiskt har Vultus inte uppvisat lönsamhet då Bolaget tidigare har varit i ett utvecklingsstadium. Vultus har under Q1-24 ingått ett samarbete med Softwerk och utvecklat en produktplattform som förväntas dubbla den adresserbara marknaden. Detta i kombination med att Bolagets försäljningsstrategi är fokuserad direkt mot till kooperativ och har en hög grad av automation medför att Bolaget har låga kundkostnader samt hög potentiell omsättningstillväxt. Det finns därmed goda förutsättningar för Vultus att uppnå lönsamhet framgent. Betyget är enbart historiskt och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Vultus är i dagsläget en mindre organisation men fylld av expertis och tidigare erfarenheter inom flertalet relevanta områden. Vultus VD, Per Karlsson, har varit VD sedan år 2022 och har tidigare erfarenhet som VD inom Play'n GO. I styrelsen ingår bland annat Atle Sjølyst-Kverneland, VD på TKS Agri samt Björn Lundsten, VD på Softwerk. Ledningens tidigare erfarenheter ingjuter förtroende för att kommersialiseringen kan genomföras väl, vilket stärks genom att ledning och styrelse har ökat sitt ägande genom en riktad emission, totalt uppgår insynsägandet till 5,6 %.

Risk



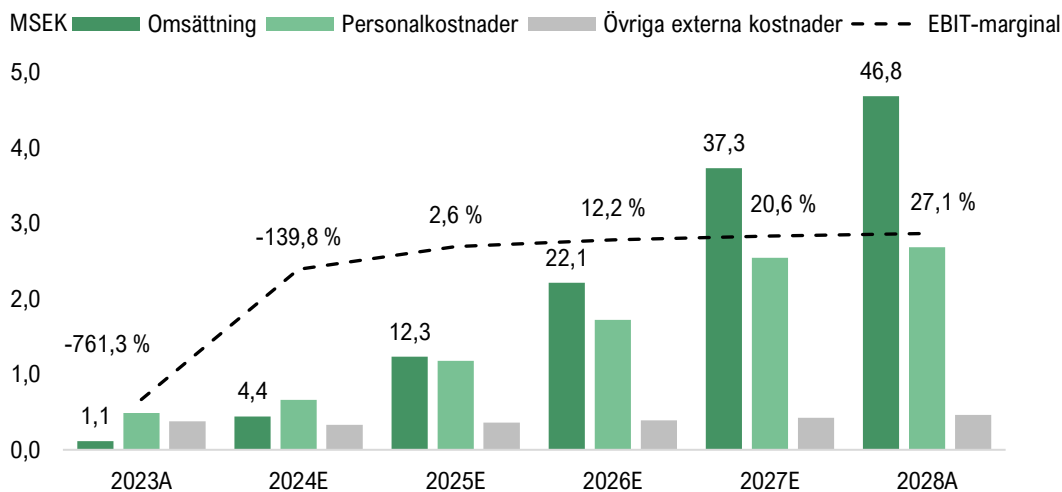
Bolaget hade vid utgången av Q1-24 inga utomstående räntebärande skulder samt en kassaposition om cirka 1,2 MSEK, därefter har Vultus genomfört en emission till premium om 1 MSEK till huvudägare, ledning och styrelse vilket dels stärker kassapositionen dels ingjuter förtroende för att skapa fortsatt aktieägarvärde. Där emot går Bolaget med förlust, samt estimeras göra det fram till 2025, vilket medför att den finansiella risken är hög. För att minska den finansiella risken är det av stor vikt att Bolaget lyckas med förestående kommersialisering för att uppvisa positivt kassaflöde.

Skalbar affärsmodell möjliggör marginalexpansion

Vultus erbjuder analystjänster till större kooperativ vilka når tusentals individuella odlare, när dessa kunder får tillgång till Vultus analyser erhåller Bolaget en onboarding-fee samt prenumerationsintäkter från organisationen som därutöver marknadsför tjänsterna till kontrakterade odlare vilket kan öka avtalsvolymen. Försäljning via stora kooperativ medför att Bolaget kan nå ut till tusentals odlare till låg kostnad för kundanskaffning, den låga kostnaden för Vultus möjliggörs genom analystjänsternas automation vilket leder till att den kostsamma manuella databehandlingen försvinner och möjliggör en god skalbarhet. Vultus har idag fem betalande kunder, vilket genom den nyutvecklade produktplattformen och en fördubblad adresserbar marknad förväntas växa till 50 år 2028. För att nå den större adresserbara marknaden estimeras Vultus behöva utöka organisation till 24 anställda, främst avseende säljavdelningen, till år 2028. Skalbarheten inom affärsmodellen påvisas då endast 24 nyanställda estimeras öka Bolagets betalande kundbas från 5 antal kunder till 50 antal kunder år 2028. Genom att Bolaget utvecklat dagens teknologiplattform utefter marknadens efterfråga under lång tid och kan erbjuda en automatiserad produkt baserat på insamlad data står nu Bolaget inför en kommersialiseringsfas med fokus på nykundsförsäljning. Genom skalbarheten i intäktmodellen är den inkrementella kostnaden för nya kunder låg genom att Bolagets analystjänster är automatiserade, därför förväntas kostnaden för kundanskaffning minska som andel av omsättningen under prognos perioden. Dessa faktorer förväntas bidra till en stark skalbarhet, sammantaget estimeras en expansion av EBIT-marginalen från -761,3 % till 27,1 % mellan åren 2023-2028.

Vultus skalbarhet visualiserad

Omsättning- och kostnadstillväxt



Break-even
Q4 år 2024

Källa: Analyst Groups estimat

Regulationer och regelverk gynnar marknadstillväxten

År 2022 godkände EU-kommissionen initiativet "Green Deal" med en finansiering om 1,8 mdEUR avseende "Green Deal", vilken fokuserar på jord till bord-strategin, vilket innebär att jordbrukare behöver omvandla nuvarande odlingsmetoder och leveranskedjor så att processen från plantering till leverans blir mer hållbar. Vultus erbjuder analystjänster som direkt uppfyller dessa krav genom Bolagets SOC-teknologi. Soil Organic Carbon-analys ("SOC") mäter kolhalter inom olika delar av odlingsmark, som sedermera används för att optimera bevattning och gödselnivåer. SOC-analyserna erbjuder strategier för hur odlaren kan förbättra jordkvaliteten, vilket därigenom leder till minskade koldioxidutsläpp från jordbruket. Således skapar EU:s "Green Deal" ytterligare incitament för kunder att använda Vultus analystjänster för att ta del av EU-initiativet och eventuella subventioner. Som ett resultat av EU:s "Green Deal" förväntas Vultus teknologi vara attraktiv för att uppnå målen samtidigt som subventionerna gynnar Vultus, vilket anses vara en stark bidragande faktor till estimerad omsättningstillväxt framgent.

Vultus går nu in i en kommersialiseringsfas, där Bolaget har ett starkt produktbjudande utvecklat utefter marknadens efterfråga och skapar ett mervärde genom plattformens analys som medför mer precisa skördeprognoser vilken möjliggör maximerad skörd och skapar kostnadsbesparingar. Vidare tillåter Bolagets säljstrategi en exponentiell skalbarhet genom kontrakt med kooperativ för att därigenom nå tusentals odlare. Samtidigt är analystjänsternas breda funktionalitet gynnsam då den tillåter Bolaget att direkt adressera specifika kundbehov såsom hållbar odling genom jord till bord-strategin. Detta bevisas bland annat av Toyama, som är en stark referenskund och ger ett tydligt *Proof-of-Concept* avseende produktbjudandet och försäljningstrategin.

Vidareutvecklad plattform öppnar upp en större adresserbar marknad

Vultus har tidigare använt en API-lösning som plattform för att leverera analyser, vilket för kunderna krävde en existerande IT-plattform samt infrastruktur för att nyttja det fullständiga produkterbjudandet. Vidare krävde API-lösningen resurser från kunderna i form av utvecklingskostnader för att integrera lösningen i verksamheten och därigenom uppnå en genomgående funktionalitet av Bolagets analyser. De krävande faktorerna; en existerande IT-plattform och resurskrävande integration bidrog till svårigheter för Vultus försäljning eftersom att cirka 50 % av Bolagets adresserbara målkunder innehar en bristande befintlig IT-plattform, alternativt ingen plattform överhuvudtaget. Under Q1-24 lanserade Vultus genom samarbetet med Softwerk en skräddarsydd produkt-UI plattform som innefattar Bolagets analystjänster vilket möjliggör försäljning till fler potentiella kunder. Vidare är plattformen starkt förbättrad jämfört med API-plattformen då den resurskrävande integrationsprocessen har utvecklats för snabbare *onboarding*, vilket möjliggör lägre utvecklingskostnader för kunder. Analyst Group anser således att den större adresserbara marknaden, i kombination med en förbättrad plattform och lägre kostnader för kunder, förväntas leda till ett ökat antal betalande kunder vilket estimeras generera en hög omsättningstillväxt framgent. Den skräddarsydda IT-plattformen förväntas vara en betydande drivare bakom Bolagets estimerade ökning i kundanskaffning genom kooperativ, vilket Analyst Group estimerar leder till en omsättnings CAGR om 110,2 % mellan åren 2023 och 2028.

Utökad erbjudande medför fördubbling av adresserbar marknad

Plattformen framtagen med Softwerk förväntas även underlätta Bolagets FoU-avdelning framgent då maskininläringstjänster möjliggör vidare utveckling av Bolagets tjänstererbjudande. Den tillgängliga kompetensen inom både databehandling, maskininläring och AI förväntas främja Bolagets produktutveckling för ett starkare analysverktyg avseende exempelvis en förbättrad precision i skördeprognoser för potentiella- och nuvarande kunder. Vidare anser Analyst Group att det förbättrade analysverktyget möjliggör en högre intäkt per kund i takt med bevisad kundnyttja, där omsättningen per kund estimeras växa från 407,5 TSEK till 926,5 TSEK mellan åren 2023 och 2028, motsvarande en CAGR om 17,9 %.

Analysbredd och produktfunktionalitet medför en vallgravseffekt

Vultus konkurrenter använder satellitdata för att mäta NDVI-index (normaliserat differensvattenindex) i varierande grödor vilket ger information om befruktningensgraden men inte om olika typer av klimat, fält, och grödosorter. Vultus erbjuder lösningar inom NDVI-indexanalys, vilket kombineras med sju ytterligare tjänster anpassade för olika klimat och grödosorter, exempelvis SOC (soil organic carbon) för att spåra markförändringar och därigenom öka markhälsan samt råproteinanalys för att till exempel se den totala mängden kväve i ett foder. Vidare har Vultus utvecklat grödospecifika modeller baserade på långtgående historisk data från kontinuerlig datainsamling vilket bidrar till precisa mätningar och prognoser för vall, potatis och sockerrör, vilket antas kunna appliceras på fler grödor framgent. För att konkurrenter ska kunna uppnå samma analyskvalitet krävs år av datainsamling, vilket skapar en stark och framträdande moat för Vultus. Den datadrivna strategin leder även till en ständig kvalitetsökning vilket gör att Bolaget kan anpassa produkterbjudandet till specifika kundsituationer. Vultus moat samt utvidgade produkterbjudande anses utgöra ett starkt kundererbjudande som möter marknadens behov. Sammantaget estimerar Analyst Group en expansion av EBIT-marginalen från -761,3 % år 2023 till 27,1 % år 2028 drivet av Bolagets skalbara intäktsmodell och estimerade omsättningstillväxt.

Vultus stora datainsamling bidrar till en stark moat

En av de sju utökade analystjänsterna som Vultus erbjuder är avkastningsprognoser. Prognoserna bygger på analyser av grödors historiska tillväxtmönster vilket kombineras med markspecifik data såsom mängden kvävehalt i odlingsmarken. Avkastningsprognoser är väsentligt för odlare då de säljer grödorna före odlingssäsongen startar vilket betyder att information om tillväxt och mark ger bättre förutsättningar för en lyckad skörd. Vultus är den enda aktören på marknaden som konsekvent kan förutspå skördavkastning till precisa nivåer vilket ger odlare bättre förutsättningar för ökade vinstmarginaler genom utarbetade hedging- och leveransstrategier. Framgent kan Vultus använda pilotstudier där kunder kan pröva Vultus analystjänster för att bevisa funktionaliteten för att sälja analystjänsten till potentiella kunder vilket estimeras leda till fler betalade kunder under kommande år. Analyst Group anser att styrkan i plattformen avseende avkastningsprognoser förväntas leda till fortsatt *Proof-of-Concept*, vilket avtalet med Toyama bevisar, något som är ett viktigt referensavtal för att attrahera fler kunder framgent. Sammantaget estimerar Analyst Group att Vultus växer kraftigt framgent givet att Bolaget nu har en färdigutvecklad plattform redo för kommersialisering, där antalet betalande kunder estimeras växa från 5 till 50 år mellan åren 2023 och 2028.

Starkt produkt-erbjudande som adresserar marknadens efterfråga

**Kostnads-
besparingar för
kund om 20 %**

**Bred analys
möjliggör precisa
och omfattande
handlingsplaner**

**Adresserar en
bred marknad**

Vultus är ett Agricultural Technology (Ag-Tech) bolag grundat år 2016 med huvudkontor i Lund. Bolaget utvecklar och säljer analyser via en teknologiplattform som adresserar odlare på en global marknad. Analyserna nyttjar satellitbilder och fältdata som kontinuerligt uppdateras för att leverera beslutsunderlag till odlarna i syfte att ge rekommendationer för åtgärder inom jord- och skogsbruk. Beslutsunderlagen underlättar samt optimerar insatsvarorna som krävs för att öka effektiviteten och hållbarheten inom jordbruket och leder därigenom till ökad skördeavkastning samt kostnadsbesparingar. En stor utmaning inom lantbruk är att tillföra rätt mängd näring till jordbruksmarken då stora fält har olika behov för olika områden. De fältspecifika rekommendationerna som Vultus erbjuder ger förslag på vart näringen bäst ska fördelas för att optimera grödans tillväxt med hänsyn till lagstiftning, miljö och lönsamhet, vilket enligt studier leder till bättre skördar med högre avkastning, och besparingar på foder och andra tillsatser om över 20 %.




















Bolagets analysplattform är ett digitalt verktyg som kan användas för en rad olika grödor såsom vall, potatis och sockerrör i dagsläget, med fler grödor under utveckling. Plattformen erbjuder historisk data för att jämföra resultat över tid, vilket möjliggör framåtblickande strategiinsatser för odling, gödning och bevattning. De hållbara metoderna möjliggör en återhämtning av jordbruksmarkens hälsa och minskar miljöpåverkan genom att bland annat minska avrinning från överanvändningen av kväve och fosfor, vilka har allvarliga miljömässiga påverkningar, inte minst i grundvattenföroreningar men även avseende algblomning i haven. Plattformens förmåga att på detaljnivå omvandla satellitdata till detaljerade rekommendationer bygger på bevisade tester och studier som verifierar historisk data och ingrepp. Plattformens algoritmer uppdateras kontinuerligt och förbättras ständigt i takt med att fler jordprover och analyser av grödor genomförs vilket skapar ytterligare evidens.

I nuläget har Vultus möjlighet att analysera tre grödor; *vall*, *potatis*, *sockerrör*, med fler under utveckling såsom exempelvis chili, vilket påvisar bredden i Bolagets plattform och data. Vultus analys av vall är utvecklad tillsammans med TKS Agri, en av Europas ledande tillverkare av foderutrustning. Vultus kan med hög precision avläsa torrsubstansinnehållet i vall och säkerställa den optimala koncentration råprotein, vilket är avgörande för att skapa kvalitativt grovfoder. Grovfoder är en betydelsefull del av det globala livsmedelssystemet då det används i framställandet av foder till boskap. Torrsubstansinnehållet i gräset måste vara tillräckligt högt för att tillgodose respektive grupp av boskaps näringsbehov, något Vultus tjänst adresserar.

Stärkelsen från potatis är en vanligt använd ingrediens i ett flertal industrier, inklusive livsmedelsförädling, papperstillverkning, textilier samt produktion av bioplaster. Genom Vultus Soil Organic Carbon Analysis (SOC) erbjuder Bolaget unik insikt i markhälsan utan att behöva genomföra vanligt förekommande kostnadsmoment såsom traditionella fältundersökningar eller laborietester, detta genomförs istället genom satellitdata i kombination med algoritmer som optimerar reflektansmatchningar, vilket medför att analyserna kontinuerligt förbättras. Vultus unika övervakning av kvävenivåer möjliggör att förutsäga avkastningen av stärkelseinnehållet i grödan i ett tidigt skede, vilket tillåter odlaren att bättre hantera produktion och sälja produkten i god tid innan skörd vilket minskar bundet kapital.

Sockerrör är en av världens mest odlade grödor med 1,5 miljarder ton årlig skörd. Ett av problemen inom sockerrörsodling är att jordbrukare ofta använder jämna doser gödsel i flera gödslingscykler utan att ta hänsyn till variationer i fälten. Vultus tillhandahåller specifika analyser och rekommendationer för varje enskild del av fältet vilket ger högre skördar med färre insatsvaror, såsom bekämpningsmedel, gödsel och bevattning, samtidigt som koldioxidavtrycket från jordbruksmetoderna minskar.

Vultus Erbjudande

	Råprotein	Torrhetsgrad	Växthälsa	Vattenanvändning	Jordfuktighet		
Vall							
Potatis							
Sockerrör							

Affärs- och intäktsmodell

Vultus affärsmodell är utformad utifrån syftet att tillgodose behoven och efterfrågan i en adresserbar marknad som innefattar 200-300 identifierade bolag och organisationer, som i sin tur har flera tusen kontrakterade odlare. Vultus intäktsmodell är en licensbaserad SaaS-modell med estimerade månadsbetalningar om 5-12 tEUR, beroende på antalet användare och antal hektar analyserad mark. Ett avtal sträcker sig minst 6 månader, men förväntas uppgå till minst 2 år likt avtalet med Toyoma, där Vultus regelbundet analyserar mellan 3-50 000 hektar per kund. Bolaget avser inte att erbjuda ett fast pris per hektar, då olika kunder har olika behov, istället används en skräddarsydd modell som är anpassad efter kundspecifika behov, exempelvis är behoven hos en vallodlare olik från en köttproducent. Analystjänsterna säljs primärt genom direktförsäljning, men även genom närvaro på större mässor och nätverkseffekter, då kundnyttan bevisats, vilket studier påvisats. Då intäkterna baseras på mängden användare är modellen skalbar, genom att Bolagets analyser integreras i organisationens egen plattform när den en bred användarbas av flera tusen odlare. Bolaget förväntas generera återkommande intäkter i takt med att fler organisationer använder sig av tjänsten och därigenom individuella odlare. För fristående odlare som saknar koppling till större organisationer erbjuder Vultus även en lösning som inte behöver integreras i befintliga plattformar, så kallat *farm management systems*, ett alternativ som växer i takt med att fler enskilda aktörer vill ta del av det starka värdeerbjudet. Utöver detta har Vultus även samarbeten för att distribuera Bolagets analyser genom partnerskap, detta bevisar inte bara tjänsternas Proof-of-Concept utan förväntas även öppna upp nya möjligheter för intäkter genom integrering av Vultus lösningar i partners befintliga erbjudanden, detta görs genom en revenue share modell där Vultus tillhandahåller analysen och partnern distributerar.

Skalbar
intäktsmodell

Kostnadsdrivare

Den största kostnadsposten är personalkostnader, utöver detta utgörs kostnadsbasen av utvecklingskostnader vilket tynger rörelseresultatet. Kostnadsbasen förväntas hållas stabil i takt med ökad omsättningen vilket påvisar skalbarheten i affärsmodellen, vilket återspeglas i den förväntade EBIT-marginalen om 18,2 % år 2027. I nuläget analyserar Vultus generellt 30 000-50 000 hektar per kund, men i tester kan de uppnå 300 000 hektar per dygn utan ytterligare kostnader, vilket tyder på utökad skalbarhet genom automation. Finansieringen av Bolaget har primärt varit igenom extern kapitalanskaffning, men i takt med att Bolaget uppnår skalfördelar estimeras marginaler att förstärkas.

Stabil kostnads-
bas

Framåtblickande strategi

I nuläget har Bolaget identifierat EMEA, Nord- och Sydamerika samt Asien som målmarknader i en medel till lång sikt, men Bolaget förväntas i första hand fokusera på Norden och Europa för ökad penetration. I dagsläget har Vultus kunder i Latin Amerika, Europa, Turkiet, Norge, Bangladesh, och Indien. Arbetet med expansionen görs delvis i samarbete med partners där Bolaget undersöker förutsättningarna att låtas representeras av lokala aktörer för att snabbare vinna marknadsandelar. För år 2024 och framgent förväntas Vultus att kapitalisera och vinna marknadsandelar genom:

- **Fortsätta bredda användningen av det unika erbjudandet**, det som särskiljer Vultus från konkurrerande aktörer är förmågan att kombinera omfattande mängd av data från bland annat satellitbilder, fältdata, jordprover och väderinformation, där Bolaget, genom AI och algoritmer, kan integrera detta bättre än konkurrenter och därigenom vinna marknadsandelar.
- **Vultus expanderande tjänsteutbud adresserar en bred marknad mot olika typer av aktörer, i hela kedjan från odlarna till tillverkningsindustrin**. Ett exempel på detta är Vultus valltjänst som analyserar proteinnivåer och torrsustanser i odlingsfält. Insikterna möjliggör en förbättrad översikt av proteinnivåerna relaterat till skörden vilket optimerar produktion och kvalitet. Vidare kan Vultus plattform identifiera potentiella problem proaktivt, vilket möjliggör skräddarsydda rekommendationer för varje unikt jordbruksbehov.
- **I takt med ökade regleringar och riktlinjer för hållbart jordbruk adresserar Vultus de utmaningar odlare står inför**. Detta drivs bland annat av EU:s Green Deal, avser att Europa ska bli den första klimatneutrala kontinenten år 2050. En del av detta är att nyttja jordbruksmetoder som minskar och optimerar användandet av insatsvaror, något som Vultus tjänster bidrar till.

Därtill har Bolaget inga räntebärande skulder, samt en kassaposition om cirka 1,2 MSEK, vilket vittnar om framtida behov av externt kapital för Bolagets tillväxtresa. Under de första månaderna av år 2024 har Bolaget lanserat en ny IT-plattform i samarbete med Softwerk AB, som möjliggör en skräddarsydd plattform, vilket förväntas driva Bolagets tillväxt framgent.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Marknadstillväxt
CAGR om 13,3 %
tills år 2032

Jordbruks-
industrin utgör
14 % av Sveriges
totala utsläpp

Ökade
insatspriser
skapar utrymme
för kostnads-
besparande
alternativ

Precisionsjordbruk

Vultus adresserar den globala marknaden för precisionsjordbruk, vilket omfattar användandet av teknologi, exempelvis drönare, satelliter samt sensorer, för att optimera nyttjandet av insatsvaror såsom vatten, gödsel och bekämpningsmedel vid jordbruk. Precisionsjordbruksmarknaden estimeras växa från 9,8 mdUSD år 2022 till cirka 34 mdUSD år 2032, vilket motsvarar en CAGR om 13,3 %. Den höga tillväxttakten på marknaden drivs främst utav av odlares användning av allt mer avancerade dataanalysverktyg för att minska kostnader och maximera skördeavkastning.

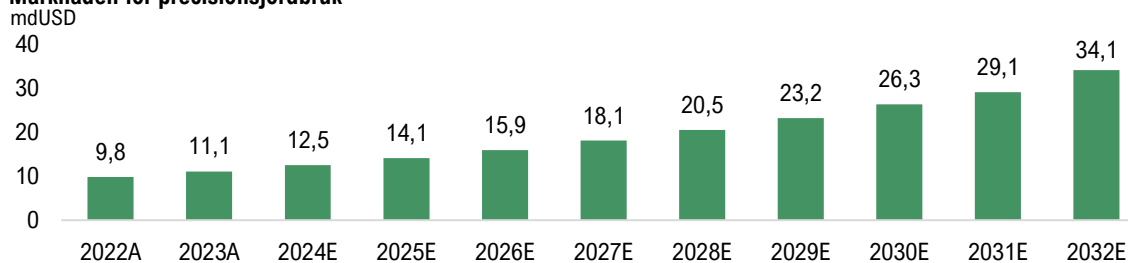
Överanvändning av gödsel

Jordbruksindustrin använder flertalet insatsvaror och kemikalier som har stor negativ påverkan på miljön, vilket, enligt Naturvårdsverket, genererade cirka 6,5 miljoner ton koldioxidekvivalenter, motsvarande cirka 14 % av Sveriges totala utsläpp under år 2022. Utöver utsläppen återfinns stora problem i överanvändningen av näringsämnen, då gödsel innehåller bland annat kväve, fosfor samt kalium, vilket enligt en rapport från Naturskyddsföreningen leder till negativa konsekvenser för hela ekosystemet då ämnena läcker ut i den omgivande miljön och skapar problem kopplat till övergödning i hav, sjöar och vattendrag. Vidare ger kväve upphov till utsläpp av växthusgaser såsom lustgas, en gas som är nästan 300 gånger starkare än koldioxid och är kvar i atmosfären i mer än 100 år. Odlare vill i allt större utsträckning minska användningen av gödsel utifrån ett miljömässigt perspektiv samt i syfte om att minimera kostnaderna för insatsvaror, vilket Vultus tjänster möjliggör.

Ökande kostnader påskyndar sökandet efter alternativa lösningar

Kostnader för jordbruksprodukter har under de senaste åren kontinuerligt ökat, där en dubbling av priset avseende gödsel uppstod under år 2023 till följd av oroligheter globalt, såsom Rysslands invasion av Ukraina. Vidare har priset på konventionella frön ökat med 200 % under de senaste 20 åren, och genetiskt modifierade frön har ökat i pris med 700 %. Detta har medfört att odlare är hårt prispressade och delar av den stora Europeiska bondestrejken som pågått under slutet av år 2023 och början av år 2024 har handlat om just höga priser för odlare. För att hantera detta har odlare i allt större utsträckning letat efter lösningar för att minska kostnader, där precisionsjordbruk har fått ett stort genomslag som ett alternativ. Genom en mer effektiv hantering av insatsvaror kan odlare minska mängden insatsvaror som behövs vid produktion. Vidare kan odlare minska personalkostnader genom precisionsjordbruk, eftersom det inte krävs samma mängd utbildad personal som gör analyser av fält och grödor då de istället nyttjar AI och andra digitala lösningar, likt vad Vultus erbjuder. Enligt studier från ARK Invest kan AI och precisionsjordbruk minska rörelsekostnader med ca 22 % globalt genom en mix av mindre personal-, gödsel- och bränslekostnader, vilket förväntas vara bidragande till marknadstillväxten.

Marknaden för precisionsjordbruk



Källa: Precedence Research

EU:s "Green Deal" estimeras vara en bidragande faktor avseende marknadens tillväxt

Utöver odlares vilja och behov av att minska jordbruksindustrins utsläpp, så har jordbruket en väsentlig roll avseenden klimatomställningen, vilket reflekteras i EU:s Green Deal, en av de största EU-satsningarna någonsin, ett initiativ som omfattar 1,8 mdEUR. I EU:s Green Deal framgår det hur Europa ska nå målet att bli den första klimatneutrala kontinenten senast år 2050, bland annat genom ökade satsningar inom digitaliseringen av jordbruksindustrin. Kärnan i avtalet är den så kallade jord till bord-strategin som behandlar utmaningarna för ett hållbart livsmedelssystem och därigenom en hållbar samhällsnytta med hållbara livsmedelssystem. Avtalet inkluderar bland annat nya lagar gällande marken som används vid jordbruk där syftet är att bibehålla hälsosam och bördig mark. Jord till bord-strategin avser att lantbrukare behöver förbättra användandet av produktionsmedel och nyttja teknologiska- samt digitala lösningar på bästa sätt för minimera samt optimera användandet av insatsvaror för att leverera bättre klimat- och miljöresultat, vilket Vultus genom Bolagets plattform adresserar.

Stora EU-
satsningar på
miljömässigt
jordbruk

Nordamerikanska marknaden störst för precisionsjordbruk

Den nordamerikanska marknaden

Den nordamerikanska marknaden var den största marknaden för precisionsjordbruk under år 2020, vilket drivits utav ökande insatspriser samt omställningen mot en mer hållbar jordbruksindustri. Den amerikanska marknaden har växt starkare än andra geografiska marknader främst drivet av att odlare tidigt adapterat precisionsjordbruk. Vultus avser att expandera på denna marknad genom strategiska partnerskap och tillsammans med potentiella kunder genomföra ytterligare fältstudier för att stärka erbjudandet ytterligare.

Bred marknad med plats för flertalet aktörer

Det finns ett flertal aktörer som erbjuder plattformslösningar för precisionsjordbruk likt Vultus, vilket inkluderar en rad mindre bolag såsom Data Farming, CropSat och Precision Agriculture samt större aktörer såsom John Deere, Geosys och Yara. Vultus särskiljer sig från konkurrenter genom Bolagets breda och omfattande datainsamling, fältstudier under flera år, samt starka samarbeten, vilka har möjliggjort för Vultus att erbjuda unika tjänstelösningar och träffsäkra grodospecifika analyser såsom SOC och råproteinanalys.

Urval av aktörer på marknaden



Geosys är ett Hong Kong baserat bolag som erbjuder cloudbaserade precisionsjordbrukslösningar genom användandet av satellitbilder, AI och fältstudier. Bolaget har över 30 års erfarenhet och erbjuder tjänsten genom en plattform.



Yara är ett Norskt bolag som adresserar marknaden för gödsel och näring till grödor. Bolaget erbjuder digitala lösningar som utnyttjar AI, sensorer, satellitbilder och andra metoder för att ge rekommendationer och data till odlare, vilket bolaget erbjuder via plattformen Atfarm.



John Deere är ett amerikanskt bolag som tillverkar jordbruksmaskiner, redskap och en mängd andra maskiner till diverse naturindustrier. Bolaget erbjuder även precisionsjordbrukslösningar för att övervaka, hantera och optimera lantbrukarnas fält. John Deere nyttjar en kombination av metoder för att samla data, bland annat satellitbilder och AI.

Agreena

Agreena är ett danskt bolag som utvecklar samt tillhandahåller teknologiska lösningar till jordbruksindustrin för att effektivisera jordbruket och minska industrins miljöpåverkan. Bolagets lösningar inkluderar bland annat högteknologiska bevattningsystem och sensorer för övervakning av grödor.

Vultus och marknaden

Givet de ekonomiska- samt miljömässiga utmaningarna jordbruksindustrin står inför, förväntas den globala precisionsjordbruksmarknaden uppleva en hög marknadstillväxt framgent, motsvarande en CAGR om 13,2 % Vultus, genom Bolagets innovativa samt mångsidiga plattform, vilken tillhandahåller flertalet lösningar som optimerar användandet av jordbrukets insatsvaror inom flertalet grödor, vilket särskiljer Bolaget från konkurrenter som erbjuder standardiserade lösningar inom specifika grödor. Därav anser Analyst Group att Vultus kan, genom Bolagets analystjänster, vara en del av omställningen till en mer hållbar jordbruksindustri samt vinna marknadsandelar genom ett starkt tjänsteutbud som möter marknadens behov. Tillsammans med Bolagets skalbara affärsmodell förväntas break-even under år 2026 och uppvisad lönsamhet därefter.

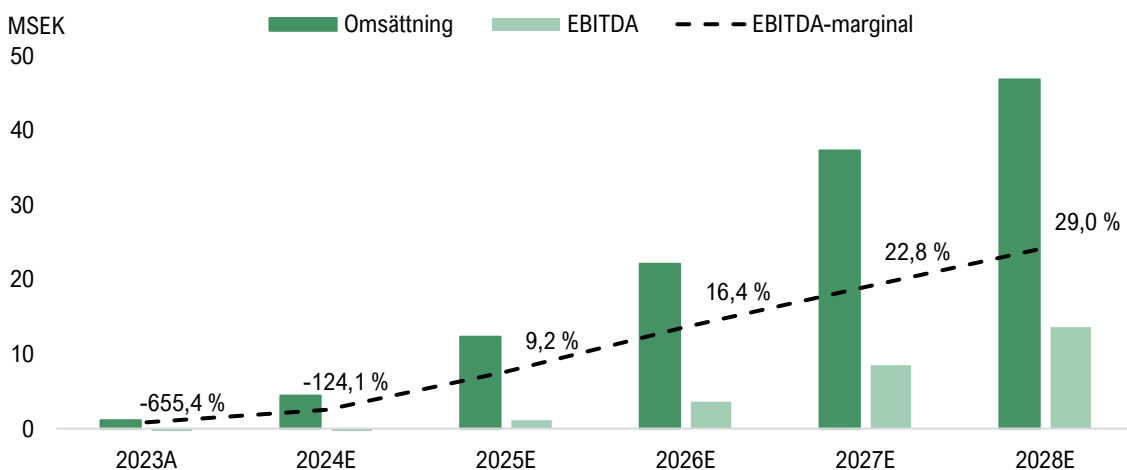
Omsättningsprognos

Omsättningsprognosen för Vultus har baserats på Bolagets förväntade starka nykundsbearbetning. Bolagets potentiella kunder är större bolag som genom organisationen når tusentals individuella odlare; avtalen som skrivs med dessa organisationer har två faser, dels onboarding samt efterföljande prenumerationsintäkter med en möjlighet att utöka antalet licenser inom kooperativet till enskilda odlare. Nuvarande kunder har framförallt nåtts via nätverkseffekter samt vid marknadsföringsinsatser såsom branschspecifika mässor. Den nya kundanskaffningsstrategin fokuserar på direktförsäljning till kund genom att erbjuda pilotstudier. Pilotstudierna påvisar analystjänsternas funktionalitet och är viktiga för att bevisa kundnyttan. Denna strategi stöds av att Bolagets analysverktyg ger mervärde till kunden genom kostnadsbesparingar som följd av mer exakta skördeprognoser, samtidigt som analystjänsterna baseras på omfattande data som är strukturerad och automatiserad genom maskininlärning och lång historik, som därigenom kan erbjudas till flera kunder samtidigt utan extra kostnad. Dessa faktorer estimeras vara en bidragande faktor till en kraftigt ökad kundbas om 50 organisationer och bolag år 2028, från dagens 5 bolag. Givet att Vultus uppvisar fortsatt kundanskaffning i kombination med ökade intäkter per kund, för att uppnå en omsättningstillväxt (CAGR) om 110,2 % mellan åren 2023-2028, för att år 2025 nå en omsättning om 46,8 MSEK

Redo för stark tillväxt

Kunddriven omsättningstillväxt

Omsättning och EBITDA



Källa: Analyst Groups estimat

Kostnadsprognos

Kostnadsbasen i Vultus är främst bestående av personal- samt övriga externa kostnader. Vultus hade år 2023 sex anställda, vilket förväntas öka successivt under prognosperioden, i takt med att omsättningen ökar, till 24 anställda med fokus på försäljning. Ökningen i relation till omsättningen prognostiseras utgöra en mindre del av omsättningen då plattformen i sig är automatiserad vilket skapar en skalbar affärsmodell. Sammantaget förväntas personalkostnaderna att minska som andel av omsättningen från 426,0 % till 61,1 % mellan åren 2023-2028, motsvarande en personalkostnad om 28,6 MSEK år 2028 vilket kan sättas i relation till en estimerad omsättning om 46,8 MSEK, vilket är bidragande till en prognostiserad EBIT-marginal om 27,1 %.

Utvecklingskostnader tagna

Bolagets övriga externa kostnader har historiskt bestått till stor del av utvecklingskostnader och engångskostnader i samband med Softwerk-samarbetet. Då Vultus nu har ett färdigutvecklat produktbjudande förväntas utvecklingskostnaderna minska framgent i relation till omsättningen. I och med maskininlärning och automation som plattformen medför estimerar Analyst Group att externa kostnader i relation till omsättning kommer att minska med 29,8 % år 2024 då engångskostnader relaterade till Softwerk är realiserade och produktutvecklingen automatiseras i takt med utökad datainsamling. Efter år 2024 prognostiserar Analyst Group att övriga externa kostnader minskar som andel av omsättningen från 329,5 % till 9,9 % mellan åren 2023-2028.

Kombinationen av kraftigt minskade övriga externa kostnader relaterade till utvecklingen av plattformen, samt nedskalad personalkostnader i relation till omsättning förväntas leda till Bolaget nå kassaflödespositivitet Q4-24, för att år 2028 nå en EBITDA-marginal om 29 %.

Peers

Vultus står nu redo inför kommersialisering av Bolagets plattform som utvecklats utefter marknadens behov, där avtalet med Toyama ger ett tydligt Proof-of-Concept. Däremot är Vultus för närvarande inte lönsamma och således har en EV/S-multipel applicerats för att värdera Bolaget gentemot Peers. För att ge perspektiv till *peer-värderingen* så har bolag med liknande intäktsmodell valts ut, likt den SaaS-modell Vultus innehar. Då Bolaget är verksamma inom en nischad sektor finns det vissa olikheter i affärsmodellen samt marknad avseende bolagen i peer-gruppen, men likheter mellan bolagen och Vultus gällande intäktsmodell, tillväxtpotential och kapitalstruktur återfinns. I nedan tabell redogörs relevanta nyckeltal för jämförelsebolagen, tillgängliga estimat för peers samt Analyst Group prognostiserade estimat för Vultus år 2025.

Jämförbara bolag	MCAP	Omsättning R12	Omsättningstillväxt	EV/S	EV/S
Bolagsnamn	MSEK	MSEK	2022A-2023A	R12	2025E
Litium	174,2	71,1	6,1 %	2,7x	2,1x
Opter	536,4	80,7	19,3 %	6,3x	3,5x
Chargepanel	37,0	10,2	90,6 %	3,3x	2,6x
Skolon	623,8	112,1	66,7 %	5,0x	2,7x
Average	249,2	68,5	45,7 %	4,3x	3,1x
Median	174,2	75,9	43,0 %	4,2x	3,0x
Vultus	7,0	1,0	-4,6 %	10,3x	0,7x

Källa: Analyst Group estimat, Bloomberg

Base scenario

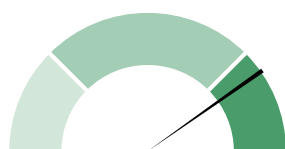
1,16 kr
Base scenario

Undervärderat vid
jämförelse med
peer-gruppen

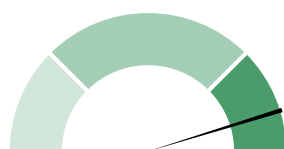
Vultus är ett mindre bolag jämfört med peer-gruppen, både avseende medel- och medianvärde. Vultus värderas idag till en högre EV/S-multipel då Vultus tidigare har fokuserat på utveckling av tjänsteerbjudandet som nu är redo för kommersialisering. Mot denna bakgrund förväntas Vultus framgent att fokusera på försäljning, vartefter Analyst Group estimerar en kraftig omsättningstillväxt under prognosperioden, jämfört med peer-gruppen. Analyst Group estimerar att Vultus fram till år 2025 ökar omsättningen i en högre takt än jämförelsebolagen, drivet av fler kunder samt högre omsättning per kund som en effekt av kommersialiseringen av produkterbjudandet. Vidare förväntas effekten av den nya plattformen och den utökade adresserbara marknaden återspeglas i en hög tillväxttakt och skalbarhet för Vultus. Dessutom har Bolagets senaste emissioner genomförts till en värderingspremium, adresserat till Bolagets storägare samt styrelse och ledning, vilket ingjuter förtroende avseende att fortsatt skapa aktieägarvärde. På grund av Bolagets relativt mindre storlek i jämförelse med peers, samt att Vultus befinner sig i ett tidigt skede av kommersialiseringssfasen vilket medför att Bolaget behöver vinna fler avtal, för att detta ska återspeglas i värderingen har Analyst Group applicerat en rabatt om 48 % mot peer-gruppen. Därav har en målmultipel om EV/S 1,6x applicerats på 2025 års estimerade omsättning om 12 MSEK, vilket ger ett Enterprise Value om 19,2 MSEK och med en tillämpad WACC om 14 % ger det, efter tillägg av nettokassan, ett potentiellt nuvärde per aktie om 1,16 kr i ett Base scenario.

Jämförelse gentemot Peers

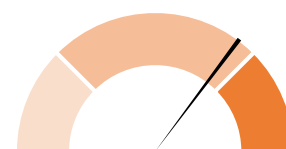
Viktad bedömning baserat på finansiella estimat



Omsättningstillväxt



Skalbarhet



Risker

Källa: Analyst Groups estimat

Bull scenario

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

- I ett Bull scenario estimerar Analyst Group att Vultus påvisar kundnyttan och vinner marknadsandelar på en bred marknad, samt utvidgar tjänsteerbjudandet mot fler grödor, och därigenom ökar antalet betalande kunder till 30 år 2025 vilket medför att omsättningen estimeras uppgå till 16,6 MSEK år 2025.
- Den högre omsättningen avseende kundanskaffningen, möjliggjort av fler partnerskap, kombinerat med den skalbarhet som återfinns i Bolagets intäktmodell, estimeras leda till en högre lönsamhet då ett tydligt Proof-of-Concept samt en bevisad kundnytta förväntas leda till ökad försäljningsvolym. Därav estimerar Analyst Group en stark lönsamhet samt en EBIT-marginal om 39,4 % år 2028 i ett Bull scenario.
- Analyst Group estimerar i ett Bull scenario att EU påskyndar finansieringen av "Green Deal" framgent på grund av samhällssentiment samt en uppgång i den ekonomiska cykeln. I och med detta samt högre omsättningstillväxt förväntas Vultus uppnå break-even redan år 2025.

I ett Bull scenario motiveras en högre värdering och givet gjorda prognoser, genom att applicera en målmultipel om EV/S 1,6x, samt en diskonteringsränta om 14 % på 2025 års nettoomsättning om ca 16,6 MSEK, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 1,57 kr i ett Bull scenario.

Bear scenario

Följande är potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- I ett Bear scenario förväntas Vultus vinna marknadsandelar men i en lägre takt då ledtiderna avseende försäljning drar ut på tiden. Analyst Group estimerar i ett Bear scenario en omsättning om 1,9 MSEK, motsvarande 10 betalande kunder.
- På grund av den lägre omsättningen i ett Bear scenario, gentemot i ett Base scenario, hänförligt till färre antal nya kunder, får Vultus skalbara intäktmodell inte lika stark effekt avseende lönsamheten. Analyst Group estimerar därav en EBIT-marginal om -231,7 % år 2028.
- I ett Bear scenario estimerar Analyst Group att det ekonomiska läget i EU fortsätter att vara dämpat vilket hämmar satsningar på initiativ såsom "Green Deal".

I ett Bear scenario appliceras en målmultipel om EV/S 1,6x, samt en en diskonteringsränta om 14 % på 2025 års prognostiserade omsättning om ca 2,8 MSEK, vilket motiverar ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,33 kr i ett Bear scenario.

1,57 kr
Bull scenario

0,33 kr
Bear scenario

Björn Lundsten, Styrelseordförande

Björn Lundsten är utbildad civilingenjör i datavetenskap från Liu och är utöver uppdraget i Vultus, VD för Softwerk AB som är en ledande aktör inom AI- och avancerad mjukvaruutveckling i södra Sverige. Björn Lundsten har en bred erfarenhet från flera chefs- och styrelsepositioner inom mjukvarubranschen. Björns huvudområde inkluderar produktutveckling och teamledning i internationella organisationer och AI-fokuserade RND-projekt.

Björn innehar 139 934 aktier, motsvarande cirka 1 % av utomstående aktier.

Per Karlsson, VD och styrelseledamot

Per Karlsson har mer än 25 års erfarenhet i ledande ställning som VD, COO, försäljnings- och marknadschef, huvudsakligen inom SaaS-bolag och mjukvaruutveckling. Senast som VD på Play'n GO och director of Sales & Marketing på Vitec.

Per innehar 277 606 aktier, motsvarande cirka 1,9 % av kapitalandelen.

Atle Sjølyst-Kverneland, Styrelseledamot

Atle är utöver styrelseuppdraget i Vultus, ägare och Managing Director på TKS Agri, en av Europas största leverantörer av precisionsutfordring. Tidigare har Atle varit Chef Engineer på Eerson Process Management.

Atle innehar 500 000 aktier via TKS Agri, motsvarande cirka 7,3 % av kapitalandelen.

Frode Thoren, Styrelseledamot

Frode Thorsén tillträdde som styrelseledamot under 2024 och är utbildad civilingenjör i teknisk matematik från Lunds tekniska högskola och har en bakgrund inom entreprenörskap och teknisk innovation. Frode har lång erfarenhet av att leda och utveckla tillväxtbolag, senast som VD för Paxx Media och styrelseledamot i Brygghuset.

Frode innehar inga aktier.

Fredrik Johansson, Chief Marketing & Communication Officer

Fredrik Johansson tillträdde som CMCO under 2024 och har stor erfarenhet som kommunikationsrådgivare för noterade bolag och kommer senast från kommunikationsbyrån Shark Communication AB och positionen Head of Investor Relations. Tidigare har Fredrik arbetat på företag som sedmera Corporate Finance AB och har en utbildning inom ekonomi och kommunikation.

Fredrik innehar 84 585 aktier motsvarande cirka 0,6 % av utomstående aktier.

Dr. Min Wang, Head of Research

Dr. Min Wang är forskningschef på Vultus och innehar en PhD inom Geosphere Science with Specialization in Physical Geography and Ecosystem Science samt en magisterexamen från Lunds Universitet inom Atmospheric Science and Biogeochemical cycles.

Min Wang innehar inga aktier.

Appendix: Base Scenario

Resultaträkning Base Scenario, TSEK	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	804,9	4 125,9	12 018,5	21 806,3	36 979,1	46 515,0
Aktiverat arbete för egen räkning	334,7	297,0	294,0	291,1	288,2	285,3
Total omsättning	1 139,6	4 422,9	12 312,5	22 097,4	37 267,3	46 800,3
Kostnad för sålda varor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	1 139,6	4 422,9	12 312,5	22 097,4	37 267,3	46 800,3
<i>Brutto marginal</i>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Övriga externa kostnader	-3 754,9	-3 310,4	-3 593,5	-3 904,8	-4 247,3	-4 624,0
Personalkostnader	-4 854,3	-6 601,8	-7 592,1	-14 573,8	-24 520,5	-28 583,9
EBITDA	-7 469,5	-5 489,3	1 127,0	3 618,8	8 499,4	13 592,3
<i>EBITDA marginal</i>	-655,4 %	-124,1 %	9,2 %	16,4 %	22,8 %	29,0 %
Avskrivningar	-1 206,4	-691,9	-812,0	-932,0	-840,6	-890,1
EBIT	-8 675,9	-6 181,2	315,0	2 686,8	7 658,9	12 702,2
<i>EBIT marginal</i>	-761,3 %	-139,8 %	2,6 %	12,2 %	20,6 %	27,1 %
Finansnetto	-3,6	1,2	3,4	6,1	10,3	12,9
EBT	-8 679,5	-6 180,0	318,4	2 692,9	7 669,2	12 715,2
<i>EBT marginal</i>	-761,6 %	-139,7 %	2,6 %	12,2 %	20,6 %	27,2 %
Skatt	0,0	0,0	65,6	-554,7	-1 579,9	-2 619,3
Nettoresultat	-8 679,5	-6 180,0	252,8	2 883,7	6 089,3	10 095,8
<i>Vinst marginal</i>	-761,6 %	-139,7 %	2,1 %	9,7 %	16,3 %	21,6 %

Appendix: Bull Scenario

Resultaträkning Bull Scenario, TSEK	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	804,9	6 163,5	16 361,0	36 267,0	57 440,9	74 310,3
Aktiverat arbete för egen räkning	334,7	297,0	294,0	291,1	288,2	285,3
Total omsättning	1 139,6	6 460,5	16 655,0	36 558,0	57 729,1	74 595,6
Kostnad för sålda varor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	1 139,6	6 460,5	16 655,0	36 558,0	57 729,1	74 595,6
<i>Brutto marginal</i>	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Övriga externa kostnader	-3 754,9	-3 310,4	-3 593,5	-4 021,4	-6 350,2	-8 205,5
Personalkostnader	-4 854,3	-6 601,8	-11 784,2	-18 132,8	-28 633,6	-36 999,4
EBITDA	-7 469,5	-3 451,7	1 277,4	14 403,9	22 745,2	29 390,7
<i>EBITDA marginal</i>	-655,4 %	-53,4 %	7,7 %	39,4 %	39,4 %	39,4 %
Avskrivningar	-1 206,4	-691,9	-897,7	-932,0	-1 471,8	-1 901,8
EBIT	-8 675,9	-4 143,6	379,7	13 471,9	21 273,5	27 488,9
<i>EBIT marginal</i>	-761,3 %	-64,1 %	2,3 %	36,9 %	36,9 %	36,9 %
Finansnetto	-3,6	1,2	3,4	6,1	10,3	12,9
EBT	-8 679,5	-4 142,4	383,1	13 478,0	21 283,8	27 501,8
<i>EBT marginal</i>	-761,6 %	-64,1 %	2,3 %	36,9 %	36,9 %	36,9 %
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2 900,3
Nettoresultat	-8 679,5	-4 142,4	383,1	13 478,0	21 283,8	24 601,5
<i>Vinst marginal</i>	-761,6 %	-64,1 %	2,3 %	36,9 %	36,9 %	33,0 %

Appendix: Bear Scenario

Resultaträkning Bear Scenario, TSEK	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	804,9	1 680,8	2 790,6	5 176,6	7 514,1	9 454,5
Aktiverat arbete för egen räkning	334,7	297,0	294,0	291,1	288,2	285,3
Total omsättning	1 139,6	1 977,8	3 084,6	5 467,7	7 802,3	9 739,8
Kostnad för sålda varor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	1 139,6	1 977,8	3 084,6	5 467,7	7 802,3	9 739,8
<i>Brutto marginal</i>	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Övriga externa kostnader	-3 754,9	-3 310,4	-3 593,5	-3 904,8	-4 247,3	-4 624,0
Personalkostnader	-4 854,3	-6 601,8	-11 784,2	-17 171,2	-25 396,3	-26 797,4
EBITDA	-7 469,5	-7 934,4	-12 293,0	-15 608,4	-21 841,3	-21 681,6
<i>EBITDA marginal</i>	-655,4 %	-401,2 %	-398,5 %	-285,5 %	-279,9 %	-222,6 %
Avskrivningar	-1 206,4	-691,9	-897,7	-932,0	-840,6	-890,1
EBIT	-8 675,9	-8 626,3	-13 190,7	-16 540,4	-22 681,8	-22 571,7
<i>EBIT marginal</i>	-761,3 %	-436,2 %	-427,6 %	-302,5 %	-290,7 %	-231,7 %
Finansnetto	-3,6	1,2	3,4	6,1	10,3	12,9
EBT	-8 679,5	-8 625,1	-13 187,3	-16 534,3	-22 671,5	-22 558,8
<i>EBT marginal</i>	-761,6 %	-436,1 %	-427,5 %	-302,4 %	-290,6 %	-231,6 %
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8 679,5	-8 625,1	-13 187,3	-16 534,3	-22 671,5	-22 558,8
<i>Vinst marginal</i>	-761,6 %	-436,1 %	-427,5 %	-302,4 %	-290,6 %	-231,6 %

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 uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Vultus AB** (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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.