

# Comintelli (COMINT)

## Växande SaaS-bolag med AI-drivet tillväxtben

Ag

Comintelli AB ("Comintelli" eller "Bolaget") är ett svenskt SaaS-bolag specialiserat på omvärldsbevakning och konkurrensanalys genom den egenutvecklade plattformen Intelligence2day. Bolaget erbjuder en skalbar lösning med hög bruttomarginal och med återkommande intäkter ("ARR"). Under år 2024 genomförde bolaget en övergång till en SaaS-baserad affärsmodell, vilket har ökat EBITDA-marginalen från -30 % år 2023 till 17 % R12. Med en låg churn om ca 6,1 %, stark kundlojalitet och växande ARR har Bolaget etablerat en stabil position på en marknad med en förväntad CAGR om 12 % till år 2028. Strategin framöver är att satsa på den befintliga kundbasen där stor potential finns för merförsäljning genom tilläggstjänster. Lanseringen av det generativa AI-tillägget Telli stärker Comintellis värde för kunden och skapar nya tillväxtmöjligheter inom kundbasen. För år 2026 estimeras ARR uppgå till 41 MSEK och med en jämt viktad DCF samt en Peer-värdering med en tillämpad EV/ARR-multipel om 1,4x, motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 6,7 SEK i ett Base scenario.

### Uppnått inflection point

Comintelli uppnådde under år 2024 lönsamhet för första gången, med en EBITDA-marginal om ca 18 %, vilket markerar ett tydligt skifte i Bolagets utveckling. SaaS-modellens inneboende skalbarhet har börjat ge effekt, där ökade ARR-intäkter kan hanteras utan proportionellt stigande kostnader. I takt med att Comintelli fortsatt förväntas växa kundbasen, öka snittintäkten per kund med omkring 5 % per år och bibehålla en låg churn om cirka 8 %, förväntas FCF-marginalen att förstärkas från 11 % till 17 % år 2028.

### AI-tillägget Telli skapar ett nytt tillväxtben

Under Q1 år 2025 lanserade Comintelli tilläggsfunktionen Telli, ett AI-drivet verktyg som integreras med plattformen Intelligence-2day för att generera analyser och insikter i linje med trenden för generativ AI. Produkten säljs som en add-on till befintliga kunder och adderar därmed ett nytt lager av potentiell ARR-baserad tillväxt, med marginalkostnad nära noll. Då flera bolag under år 2023 uttryckte behov av AI-funktioner och avsaknaden av generativ AI därmed skulle kunna innebära en ökad churn, adresserar lanseringen ett tidigare svaghets-element i erbjudandet, Bolaget har därmed ett konkurrenskraftigt svar som förväntas stärka kundvärdet.

### Strukturell tillväxt i marknaden för omvärldsanalys

Comintelli är aktivt inom segmentet Market & Competitive Intelligence (M&CI), en marknad som förväntas växa med en CAGR om 15 % fram till år 2031. Efterfrågan på mjukvarulösningar såsom Intelligence2day ökar, drivet av ökad konkurrens, digitalisering och behovet av snabba datadrivna beslut. Bolagets plattform är särskilt anpassad för medelstora till stora organisationer med cirka 10–30 tusen anställda inom sektorer såsom IT, energi, telekom och läkemedel – branscher med hög komplexitet och starkt behov av strategisk analys. Kunderna innefattar bl.a. AkzoNobel, Ericsson samt Essity.

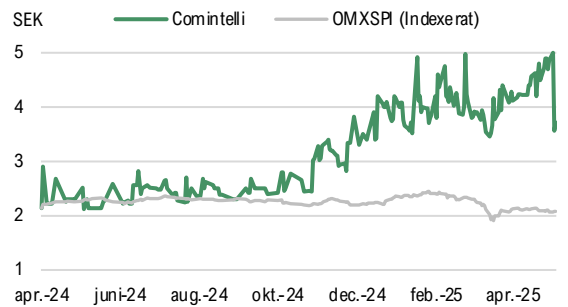
### VÄRDERINGSINTERVALL



### NYCKELDATA

|                               |                        |
|-------------------------------|------------------------|
| Senast betalt (2025-05-30)    | 3,70                   |
| Antal aktier                  | 10 048 332             |
| Market Cap (MSEK)             | 37,2                   |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK) | -6,2                   |
| Enterprise Value (MSEK)       | 31,0                   |
| Lista                         | Spotlight Stock Market |
| Delårsrapport 2 2025          | 2025-08-27             |

### KURSENTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)<sup>1</sup>

INSYNSPERSON

|                            |        |
|----------------------------|--------|
| Jesper Martell             | 17,4 % |
| Nordnet Pensionsförsäkring | 15,9 % |
| JBT Dcap PE 3              | 11,0 % |
| Augvest AB                 | 10,0 % |
| Anders Thulin              | 8,8 %  |

| Prognoser (MSEK)             | LTM  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning              | 38,2 | 39,6  | 43,9  | 48,0  |
| ARR                          | 31,9 | 36,6  | 40,7  | 44,5  |
| EBITDA                       | 8,3  | 6,9   | 8,6   | 10,3  |
| EBITDA-marginal <sup>2</sup> | 17 % | 17 %  | 20 %  | 21 %  |
| EBIT                         | 7,9  | 6,4   | 8,4   | 10,1  |
| EBIT-marginal <sup>2</sup>   | 16 % | 16 %  | 19 %  | 21 %  |
| EV/ARR                       | 1,0  | 0,9   | 0,8   | 0,7   |
| EV/S                         | 0,8  | 0,8   | 0,7   | 0,6   |
| EV/EBITDA                    | 3,8  | 4,5   | 3,4   | 2,9   |
| EV/EBIT                      | 4,0  | 4,9   | 3,5   | 2,9   |

<sup>1</sup> Per den 25 april 2025

<sup>2</sup> Justerad för övriga intäkter

## Innehållsförteckning

|                                      |       |
|--------------------------------------|-------|
| Introduktion                         | 2     |
| Investeringsidé                      | 3     |
| Kommentar på bokslutskommunikén 2024 | 4     |
| Bolagsbeskrivning                    | 5     |
| Marknadsanalys                       | 6-7   |
| Finansiell prognos                   | 8-9   |
| Värdering                            | 10-11 |
| Bull & Bear                          | 12    |
| Ledning & Styrelse                   | 13    |
| Appendix                             | 14-16 |
| Disclaimer                           | 17    |

### OM BOLAGET

Comintelli är ett svenskt mjukvarubolag som tillhandahåller Intelligence2day, en molnbaserad plattform för marknads- och konkurrensanalys (Market & Competitive Intelligence). Plattformen hjälper företag att samla in, strukturera och analysera stora mängder omvärldsdata för att stödja strategiskt beslutsfattande. Comintellis lösning används främst av medelstora och stora företag inom branscher såsom IT, telekom, energi, tillverkning och life science, med geografiskt fokus på Nordamerika och Nordeuropa. Bolaget har en återkommande intäktsmodell med hög andel SaaS-kontrakt och en växande kundbas om 78 aktiva kunder. Comintelli är listat på Spotlight Stock Market sedan år 2018.

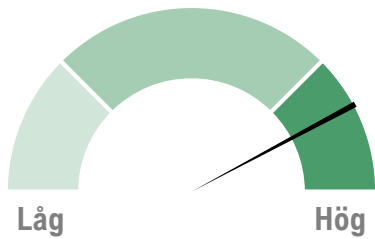
### VD OCH ORDFÖRANDE

|                    |                 |
|--------------------|-----------------|
| VD                 | Jesper Martell  |
| Styrelseordförande | Pelle Hjortblad |

### ANALYTIKER

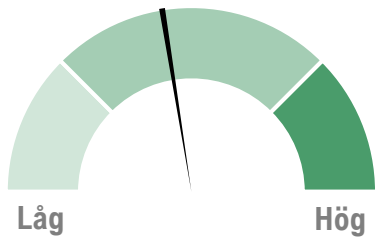
|         |                               |
|---------|-------------------------------|
| Namn    | Måns Holmgren                 |
| Telefon | +46 (0)763 16 46 81           |
| E-mail  | mans.holmgren@analystgroup.se |

### Värdedrivare



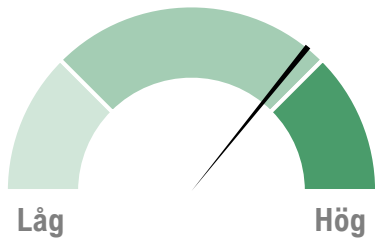
Med 78 företagskunder globalt, hög bruttomarginal samt en växande ARR-baserad affärsmodell är Bolaget väl positionerat för att kapitalisera på långsiktiga trender inom dataanalys, informationshantering och strategisk intelligens. Den strategiska positionen inom marknads- och konkurrensanalys, i kombination med tillväxtambitioner och en churn om ca 6,1 %, gör Comintelli till ett bolag med stark värdepotential i takt med att marknaden växer.

### Lönsamhet



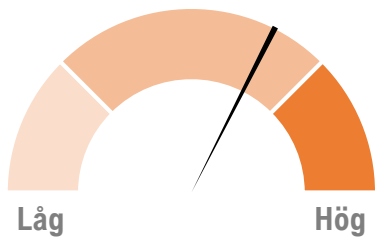
Efter flera år av negativa resultat visade Comintelli under år 2024 lönsamhet på helårsbasis, med en EBITDA-marginal om 18 %. Skalbarheten i affärsmodellen har därmed bevisats och möjliggör fortsatt resultattillväxt i takt med ökande ARR. Samtidigt är den uppvisade lönsamheten ännu tidig och känslig för marginalpress i en expansiv fas. Det finns utrymme för förbättrad kostnads-effektivitet och ökad vinst per kund, men utgångsläget är stabilt.

### Ledning & Styrelse



Ledningen kännetecknas av lång erfarenhet, med VD Jesper Martell som varit en del av Bolaget sedan start, som även äger 17,4 % av utestående aktier. Ledningen har kommunicerat tydligt kring SaaS-strategin och lönsamhetsmål, såsom ökad merförsäljning. Dock upplevs Bolaget ha ett visst behov av att förstärka den operationella takten i expansion och uppskalning, där en mer processdriven organisation kan bidra till att fullt realisera Bolagets tillväxtpotential.

### Risk



Bolagets intäktsmodell är till stor del återkommande och kundlojaliteten är hög, vilket reducerar affärsrisken. Samtidigt är Bolaget relativt litet med koncentration på ett fåtal kärnprodukter, och är samtidigt beroende av fortsatt teknologisk innovation (t.ex. AI-satsningar som Telli) för att behålla konkurrensfördel. Likviditeten (6,4 MSEK) är stabil och nettoskulden (-6,2 MSEK) låg, vilket minskar den finansiella risken.

**5% → 15%**  
AV INTÄKTER  
VÄNTAS KOMMA  
FRÅN UPSELL  
TILL KUNDER

**6,1%**

Churn per 2024

**98%**

Bruttomarg. per R12

**23**

Nya kunder från Cipher

**Ökat fokus på  
omvärldsanalys**

Drivkrafter som geopolitisk osäkerhet, snabb teknikutveckling och AI-omställning ökar företags behov av strukturerad omvärldsanalys – ett område där Comintelli är starkt positionerat.

Comintelli erbjuder ett tydligt tematiskt case i skärningspunkten mellan konkurrensanalys, dataorganisering och generativ AI – områden som bedöms växa kraftigt i takt med ökade krav på datadrivet beslutsfattande och strategisk agilitet. Behovet av systematiserad marknads- och omvärldsanalys ökar, inte minst bland internationella bolag med komplex affärsstruktur och snabb omvärldsförändring. Med plattformen Intelligence2day adresserar Comintelli just detta behov, där Bolaget redan är en etablerad aktör i ett segment där efterfrågan strukturellt ökar.

Den nyligen utvecklade AI-modulen Telli förväntas förstärka Bolagets erbjudande ytterligare genom att sammanställa automatiserade insikter och semantisk analys i ett användarvänligt gränssnitt. Funktionaliteten lanserades under Q1 år 2025 som tilläggsmodul, vilket väntas skapa fortsatt utrymme för merförsäljning i den befintliga kundbasen. AI har snabbt blivit en hygienfaktor i B2B-mjukvara, och bolag som integrerar tekniken på ett användarvänligt och konkret sätt har tydliga möjligheter att sticka ut i upphandlingar då kundbehovet för AI är större än antal plattformar som erbjuder tekniken.

## Lönsamhet och skalbarhet stärker caset

Efter flera år av investeringar och omställning uppnådde Comintelli under helåret 2024 lönsamhet – ett tydligt styrketecken. Med en bruttomarginal om 97 % och ett fullt standardiserat erbjudande har Comintelli goda förutsättningar att skala upp utan att öka kostnaderna i samma takt, vilket skapar stark operationell hävstång. Bolagets ARR om 32 MSEK i kombination med låg churn om 6,1 % bidrar till förutsägbarhet och minskar risken i caset. Att merparten av kundkontrakten löper över 12 månader med auto-renewal stärker dessutom intäktsstabiliteten och skapar en "stickiness".

## Positionerat för tillväxt inom en konsoliderande nisch

Förvärvet av Cipher K360 visar på Comintellis förmåga att ta aktiv del i en konsolideringsvåg inom M&CI-marknaden. Genom att integrera Ciphers kunder har Bolaget dels utökat kundbasen, dels förstärkt närvaron på den viktiga nordamerikanska marknaden. Att Comintelli lyckats migrera över majoriteten av Ciphers kunder till den egna plattform bekräftar systemets skalbarhet och attraktionskraft.

M&CI-marknaden är fortfarande relativt fragmenterad med många mindre aktörer. Det finns därför en tydlig möjlighet för Comintelli att stärka positionen ytterligare, både organiskt och via kompletterande förvärv. Att Bolaget nu är lönsamt och en framgångsrik integration ökar trovärdigheten för potentiella förvärv framgent.

## Mer att hämta från befintliga kunder

Intelligence2day används redan av totalt 78 kunder som ett nav för strategisk och taktisk omvärldsanalys. Det är vanligt att kunder initialt startar i liten skala, med en handfull aktiva användare, för att sedan skala upp successivt. Detta skapar goda förutsättningar för merförsäljning i form av fler användarlicenser, tilläggsmoduler som Telli, samt konsult- och supporttjänster. Bolaget har identifierat merförsäljning som ett prioriterat tillväxtområde framåt, och rekryteringen av en ny CRO väntas bygga upp strukturer för systematisk expansion inom den befintliga kundstocken. Att växa med kunder som Bolaget redan har en etablerad relation till är både mer kostnadseffektivt och förknippat med lägre risk än nykundsanskaffning – vilket ytterligare förstärker Bolagets profil som ett skalbart, kapitallätt och lönsamt SaaS-bolag.

## Stark bas – men låg uppmärksamhet

Trots god fundamenta, etablerad produkt, låg churn och nyvunnen lönsamhet är Comintelli enligt Analyst Group fortfarande ett lågt värderat och relativt oupptäckt mikrobolag, handlandes till en EV/ARR multipel om 1,0x. Bolaget levererar flera av de egenskaper som annars premieras högt i tech-sektorn: hög andel ARR, AI-integration, lönsam tillväxt och internationell skalbarhet, vilket motiverar en "re-rating" till 1,4x EV/ARR.

**Sammantaget** utgör Comintelli ett attraktivt tillväxtcase med strukturell medvind, tydliga kommersiella triggers och bevisad operationell hävstång. Bolaget befinner sig i rätt position, i rätt tid – men är ännu inte prissatt därefter.

| Multiplar | LTM |
|-----------|-----|
| EV/ARR    | 1,0 |
| EV/S      | 0,8 |
| EV/EBITDA | 3,8 |
| EV/EBIT   | 4,0 |

**31,9 MSEK**  
ARR UNDER  
Q1-25

**38,2 MSEK**  
OMSÄTTNING  
SENASTE 12  
MÅNADERNA

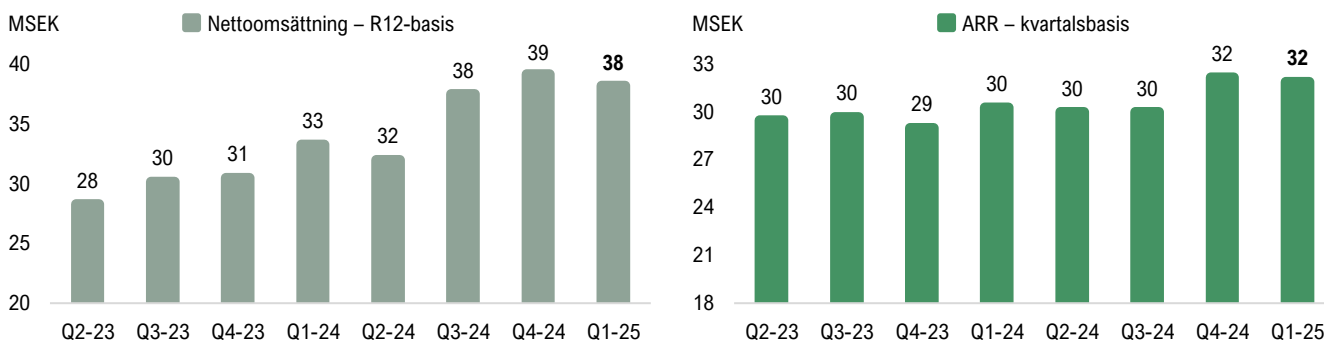
Den 27 maj år 2025 publicerade Comintelli delårsrapporten för årets första kvartal. Trots ett tillfälligt sämre finansiellt resultat som präglades av säsongsmissiga effekter och valutamotvind, visar rapporten att Bolaget fortsatt står stabilt och är väl positionerat för långsiktig tillväxt. Rapporten bekräftar även framgångarna i den fortsatta SaaS-migreringen och introduktionen av Bolagets generativa AI-lösning Telli.

### Övergång till SaaS påverkar kortsiktigt resultat

Under första kvartalet uppgick nettoomsättningen till 6,7 (7,7) MSEK och EBITDA-resultatet uppgick till -1,9 (-0,9) MSEK, vilket resulterade i en EBITDA-marginal om -26 (-10) %. Däremot anser Analyst Group att utfallet inte är överraskande och inte heller oroande; nedgången är huvudsakligen driven av kvartalets låga antal licensförnyelser vilket resulterade i en något högre churn än normalt, en direkt konsekvens av Bolagets slutgiltiga migrering från äldre licensmodeller till den nya SaaS-plattformen. Övergången innebär att intäktsföringen förändras, vilket kortsiktigt påverkar redovisade intäkter negativt, men bygger upp en mer stabil och förutsägbar intäktsbas över tid. Detta återspeglas även i Comintellis ARR för perioden, som uppgick till 31,9 (30,3) MSEK, en tillväxt om 5 % Y-Y och en låg minskning om -1 % i förhållande till nettoomsättningens utveckling. SaaS-andelen av ARR har återigen nått en rekordhög nivå om 93 %, jämfört med 89 % vid årsskiftet. Trots den mindre nedgången ARR är detta ett starkt tecken på en framgångsrik strategisk förflyttning. SaaS-affären ger högre marginaler, lägre driftskostnader och en tydlig skalbarhet.

### Stark omsättningstrend med ARR-tillväxt på agendan

Nettoomsättning per LTM-basis samt ARR per kvartalsbasis Q2-23 – Q1-25



### Stärkt finansiell position och strategiska satsningar på AI

Comintelli rapporterar ett positivt kassaflöde under kvartalet om 2,7 MSEK, vilket stärkte Bolagets likvida position från 3,6 MSEK vid utgången av år 2024, till 6,4 MSEK under Q1 år 2025. Vidare minskade Comintellis räntebärande skulder under kvartalet, där nettoskulden nu uppgår till -6,2 MSEK. Denna finansiella styrka möjliggör fortsatta investeringar, särskilt inom AI och kommersiell expansion. Lanseringen av AI-tillägget Telli har börjat ge avtryck, där de första kunderna nu är i drift. Analyst Group ser detta som en viktig milstolpe i att stärka kundupplevelsen och addera värde i kundrelationerna, vilket på sikt väntas bidra positivt till både kundlojalitet och marginaler. Vidare har Bolaget under kvartalet förstärkt organisationen genom rekryteringen av Peter Ahnegård som Chief Revenue Officer (CRO). Denna satsning förväntas stärka Comintellis försäljningskapacitet och bidra till att accelerera nykunds-försäljningen samt ytterligare fördjupa existerande kundrelationer.

Sammanfattningsvis påverkas kvartalets resultat tillfälligt av migrationsprocessen till SaaS och valutafuktuationer, men Bolaget står på en stabil grund med fortsatt starka förutsättningar för långsiktig tillväxt och förbättrad lönsamhet. Comintelli är väl positionerat att dra nytta av de strategiska satsningarna inom SaaS och AI, vilket väntas gynna skalbarheten och den finansiella utvecklingen framöver.

| Nyckeltal    | Q1-25 |
|--------------|-------|
| EV/ARR       | 1,0   |
| ARR-ökning   | 5 %   |
| SaaS-volym   | 93 %  |
| Antal kunder | 78    |

## Comintelli i siffror

**78 ST.**  
GLOBALA KUNDER

**93%**  
AV ARR KOMMER FRÅN  
SaaS-KONTRAKT

**+90%**  
BRUTTOMARGINAL PER  
SaaS-KONTRAKT

**~18 ST.**  
ANSTÄLLDA

## Erbjudande och affärsmodell

Comintelli är ett svenskt mjukvarubolag specialiserat på marknads- och konkurrensanalys (Market & Competitive Intelligence, M&CI), där Bolaget tillhandahåller den molnbaserade SaaS-plattformen Intelligence2day. Plattformen används av företag för att automatisera insamling, filtrering, analys och distribution av stora mängder omvärldsdata från både interna och externa källor. Genom att samla allt relevant material i en strukturerad vy, möjliggör Intelligence2day snabbare, datadrivna beslut inom strategiarbete, affärsutveckling, produktledning, säljstöd och riskhantering.

Affärsmodellen är abonnemangsbaserad med hög grad ARR, där merparten av kunderna tecknar tolv månaderskontrakt med automatisk förlängning. Plattformen licensieras per aktiv användare, medan mindre aktiva läsare kan inkluderas utan kostnad. Bolaget erbjuder även tilläggstjänster såsom onboarding, kundanpassad support och konsultpaket för att öka användarvärdet och fördjupa kundrelationerna över tid.

## Teknologi och differentiering

Comintelli har ett tydligt teknologiskt fokus där plattformens kärna bygger på intelligent informationsbearbetning, avancerad sökfunktionalitet och semantisk analys. Under Q1 år 2025 lanserades Telli – en generativ AI-funktion integrerad i Intelligence2day som gör det möjligt för användare att ställa naturliga språkfrågor till systemet, generera automatiska sammanfattningar och identifiera insikter i realtid. Lösningen lanserades som en tilläggsmodul och väntas fortsatt förstärka Comintellis värdeerbjudande genom att kombinera kraften i AI med domänspecifik analys.

Plattformen är fullt standardiserad, vilket innebär att alla kunder använder samma kodbas, funktionalitet och gränssnitt. Detta möjliggör snabb onboarding, låg marginalkostnad per ny kund samt enkel utrullning av nya funktioner till hela kundbasen. Comintelli prioriterar användarvänlighet och säkerhet, vilket är särskilt viktigt för företag inom reglerade sektorer såsom läkemedel, energi och försvar.

## Organisation och geografisk närvaro

Comintelli har huvudkontor i Stockholm, där Bolagets utveckling, ledning och centrala administration är baserade. Därtill har Bolaget ett sälj- och kundcenter i Chicago, USA, vilket möjliggör närvaro i världens största marknad för konkurrensanalys. Bolaget har även samarbeten med agenter och återförsäljarparters i Europa, Nordamerika och Asien.

Vid utgången av år 2024 hade Bolaget 18 anställda, med kompetens inom programutveckling, försäljning, customer success och AI/ML-utveckling. Organisationen är liten men effektiv, vilket möjliggör lönsamhet i ett mikrobolagsformat. Med ökande ARR och begränsat rekryteringsbehov uppnår Comintelli en hög grad av operationell hävstång.

Comintellis aktie är noterad på Spotlight Stock Market sedan år 2018. VD Jesper Martell har varit verksam i Bolaget sedan starten och är fortsatt en av Bolagets största ägare. Ägarbilden inkluderar även institutionella investerare såsom Dahlgren Capital, som tillkom via en riktad emission under år 2024.



## Kundfördelar – Intelligence2day



### Tidsbesparande

Samlar allt relevant material på ett ställe



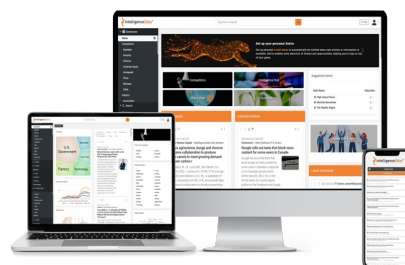
### Skalbar

Fungerar lika bra för 5 som för 500 användare



### Insiktsdriven

Hjälper kunden fatta rätt beslut snabbare



### En snabbt växande marknad för omvärldsanalys

Marknaden för konkurrens- och omvärldsanalysverktyg (M&CI tools) befinner sig i en stark tillväxtfas. Marknaden värderades till cirka 494 miljoner USD år 2023 och förväntas växa till över 1,2 miljarder USD år 2030, vilket motsvarar en årlig tillväxttakt om 12 % under perioden 2023–2030<sup>1</sup>. Denna tillväxt drivs av företags ökade behov av realtidsinsikter om konkurrenters strategier och marknadstrender.

Flera faktorer bidrar till den ökade efterfrågan på konkurrensanalysverktyg:

- **Teknologiska framsteg:** Snabba framsteg inom AI, maskininlärning och dataanalys förbättrar verktygens förmåga att samla in, analysera och tolka stora mängder data, vilket möjliggör mer precisa beslutsunderlag
- **Global expansion:** När företag expanderar över gränserna ökar behovet av verktyg som erbjuder insikter över flera marknader, vilket underlättar strategisk planering och riskhantering.
- **Digital transformation:** Övergången till digitala affärsmodeller och behovet av snabbare beslutsfattande driver efterfrågan på realtidsdata och insikter.

### Marknadens struktur och nyckelaktörer

Marknaden är fragmenterad med flera aktörer som erbjuder olika lösningar. Stora aktörer, företag som Alphabet Inc., Semrush och SimilarWeb erbjuder omfattande plattformar för digital intelligens medan specialiserade leverantörer såsom Comintelli fokuserar på specifika segment inom marknads- och konkurrensanalys, vilket möjliggör skräddarsydda lösningar för olika branscher. Denna mångfald av aktörer och lösningar indikerar en dynamisk marknad med möjligheter för både etablerade företag och nya innovativa aktörer.

Flera av de större aktörerna är breda informationsplattformar med fokus på digital marknadsföring, medan mindre specialister ofta differentierar sig genom djupare branschkunskap, högre anpassningsgrad och fokus på strategisk användning av insikter snarare än ren datainsamling. Detta skapar en tydlig nisch för bolag som Comintelli, som kombinerar teknisk bredd med domänfokus och skalbarhet. På sikt kan denna del av marknaden bli föremål för konsolidering, där väletablerade nischspelare antingen växer organiskt eller förvärvas av större plattformar.

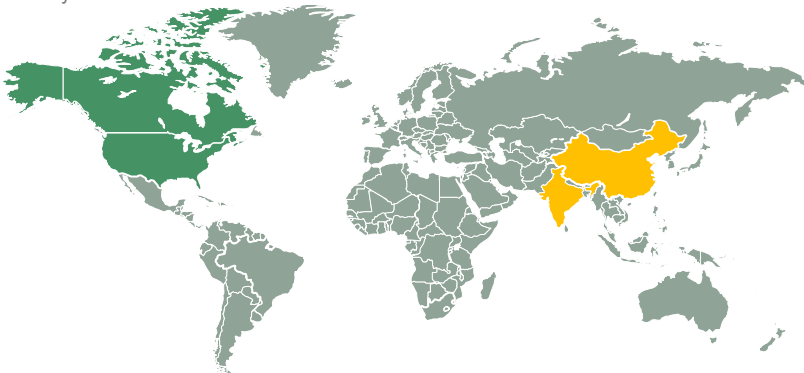
STOR POTENTIAL  
HOS BEFINTLIGA  
KUNDER I  
NORDAMERIKA

12 % CAGR  
TILL 2030 INOM  
M&CI TOOLS  
MARKNADEN

### Nordamerika – största marknaden för omvärldsanalys

Största och snabbast växande marknaderna för omvärldsanalys

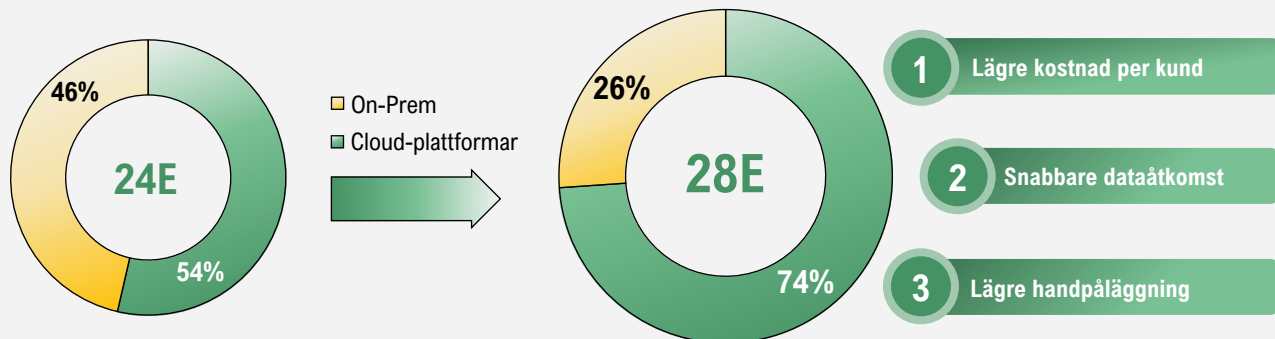
- Störst marknad
- Snabbast växande



### Regionala marknadstrender

- **Nordamerika:** Regionen leder marknaden, tack vare etablerad teknologisk infrastruktur och hög adoptionstakt av avancerade verktyg.
- **Asien-Stillahavsregionen:** Förväntas vara den snabbast växande marknaden, drivet av industrialisering, en växande startup-ekosystem och ökad efterfrågan på marknadsinsikter i länder som Kina och Indien

## Mjukvarumarknaden för omvärldsanalys



### Tillväxt drivare

1

#### AI-integrering:

Automatiserad insikts-generering möjliggör snabbare reaktioner

2

#### Molnsifte:

Ökad kostnadseffektivitet driver adoption i SME-segmentet

3

#### Strategisk förskjutning:

CI går från stödsystem till affärskritisk infrastruktur

Till skillnad från bredare verktygsplattformar, som ofta stannar vid datainsamling och dashboards, har omvärldsanalysmjukvara (CI-mjukvara) utvecklats till att bli en strategisk kärnkomponent i organisationers beslutsstödsystem. Marknaden drivs av en ökande efterfrågan på lösningar som inte bara informerar utan konkret möjliggör proaktiv, konkurrensdriven strategiutveckling i realtid och den globala marknaden för CI-mjukvara estimeras växa från 26,6 MUSD år 2024 till 91,9 MUSD år 2032, motsvarande en CAGR om 9,9%<sup>1</sup>. Denna transformation speglas i hur AI och automatisering integreras för att möjliggöra prediktiva insikter, konkurrensövervakning utan manuell inblandning och direkt koppling mellan insikt och åtgärd.

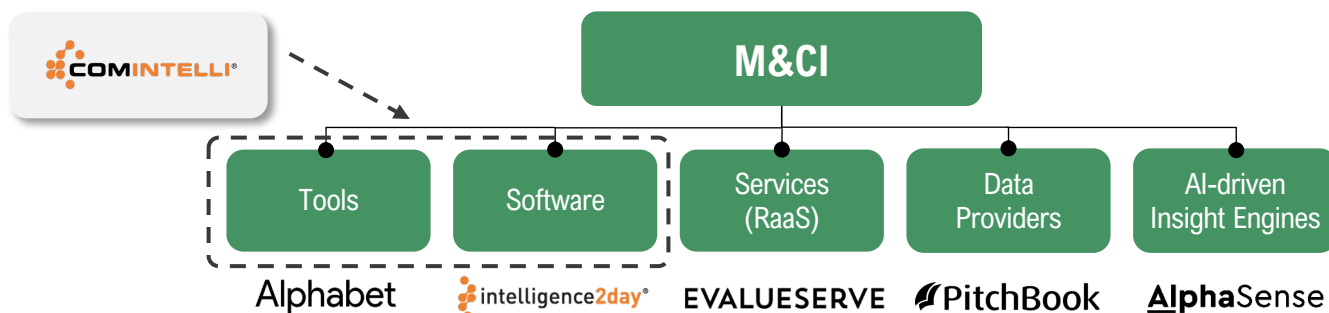
### Cloud-plattformar skapar möjligheter för småbolag

Stora organisationer har lett adoptionsvägen, men ett betydande tillväxtfönster öppnas nu även bland små och medelstora företag. Detta sker dels genom ökad tillgänglighet till molnbaserade lösningar, dels genom ett växande ekosystem av prisvärda CI-verktyg anpassade för mer begränsade resurser. För dessa aktörer blir intelligenssystem en nyckel till att kompensera för brist på intern analyskapacitet.

### Behovet av nischad data tillåter mindre aktörer att ta marknadsandelar

Samtidigt går marknaden mot ökad vertikaliserings. Lösningar anpassas allt mer efter branschspecifika behov – inom exempelvis läkemedel, tillverkning och finans – vilket gynnar aktörer med domänfokus, standardiserad teknologi och hög grad av anpassningsbarhet. Comintellis AI-drivna plattform, byggd på SaaS-modell och utformad för strategisk användning, positionerar sig väl i denna nya marknadslogik där precision och kontext väger tyngre än volym.

Marknadsdynamiken förstärks av ett ökat antal M&A-transaktioner, där större informationsplattformar söker stärka sitt erbjudande inom konkurrensintelligens. Detta öppnar i sin tur möjligheter för väldefinierade nischspelare att antingen växa i egen rätt eller bli uppköpskandidater i en konsolideringsvåg.



## Lönsam vändning

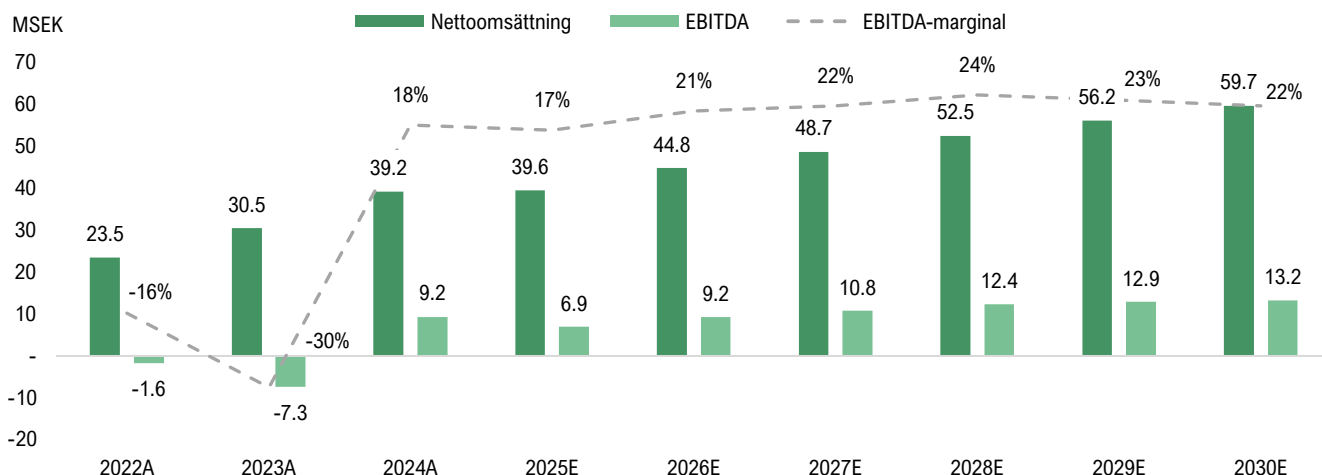
År 2024 uppvisade ett tydligt trendbrott i Comintellis resultat, där Bolaget för första gången uppvisade lönsamhet på helårsbasis. EBITDA uppgick till 9,2 MSEK (-7,3), motsvarande en EBITDA-marginal om 18 %, vilket bekräftar att den SaaS-baserade affärsmodellen nu börjat skala. Under åren 2025–2027 estimeras Comintelli växa ARR med 9–14 % årligen, drivet av en kombination av nya kundintag, upsell inom befintlig kundbas samt ökad försäljning av AI-tillägget Telli. Nettoomsättningen för helåret 2024 uppgick till 39,2 MSEK, en tillväxt om 29 % jämfört med föregående år, där faktureringen fortsatt präglas av bokföring av intäkter vid kontraktets början snarare än successiv intäktsföring. Bolaget intäktar hela värdet på kontrakt som löper över flera år vilket gör ARR till ett bättre mått för att mäta Bolagets intäkter. Detta påverkar kvartalsvisa variationer, men följer inte den underliggande tillväxten i ARR, som vid årets slut uppgick till 32,2 MSEK, motsvarande en ökning om 11 % från föregående år.

Den höga bruttomarginalen om över 90 % i SaaS-kontrakten innebär att ytterligare tillväxt i ARR i stor utsträckning kan adderas med marginell påverkan på kostnadssidan – en affärslogik som medger stark operationell hävstång och därmed banar väg för ytterligare förstärkning av lönsamheten framgent.

Givet den höga marginalen per kontrakt, den estimerade låga churnen samt den successivt ökande ARR-nivån är Comintelli väl positionerat för att generera fritt kassaflöde. Ledningen har tydligt kommunicerat att framtida vinstmedel i första hand kommer återinvesteras i värdeskapande tillägg till befintliga kunder och i fortsatt internationalisering. Detta syns bland annat i den selektiva personalexpansion som sker i takt med ökande ARR.

## Comintelli estimeras fortsätta gå med vinst och skala upp marginaler

Omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, 2022A – 2030E



## Prognos över kostnadsutveckling

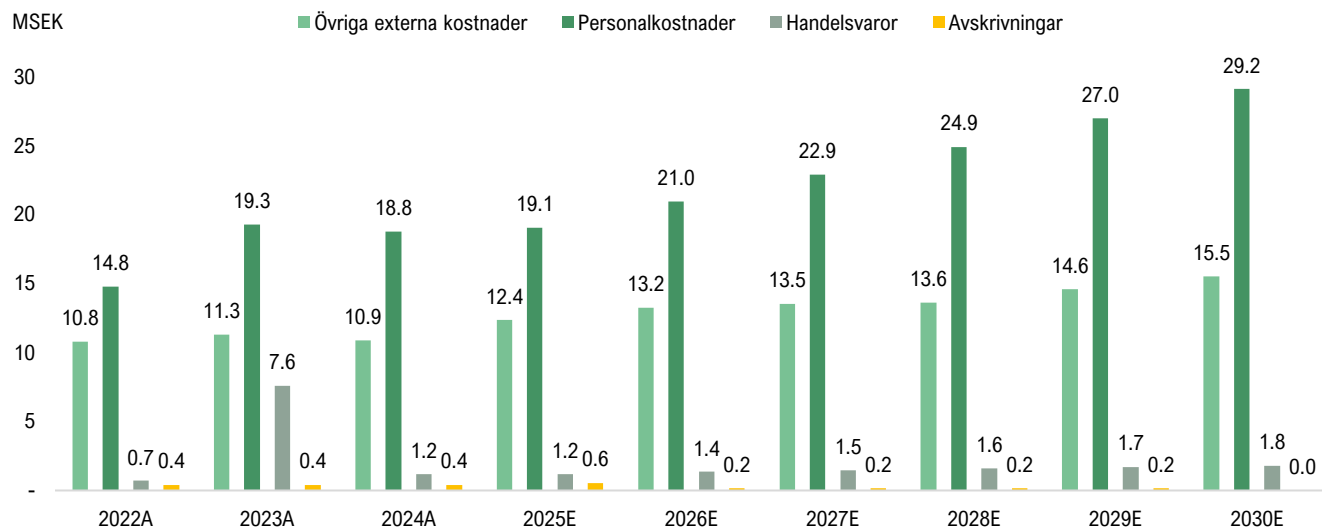
Kostnadsprognosen för Comintelli under åren 2022–2030 visar tydligt att personalkostnader utgör den primära kostnadsdrivaren, följt av externa kostnader. Personalrelaterade utgifter förväntas öka successivt från 14,8 MSEK år 2022 till 29,2 MSEK år 2030, i linje med Bolagets tillväxtstrategi och gradvisa utökning av team inom försäljning, utveckling och kundsupport, men förväntas sjunka i förhållande till omsättning.

Samtidigt är nivåerna för övriga externa kostnader relativt kontrollerade, med en estimerad ökning från 10,8 MSEK till 15,5 MSEK under samma period. Utgifterna för handelsvaror (COGS) är låga, vilket speglar den kapitallätta och mjukvarubaserade affärsmodellen. Analyst Group estimerar inga större investeringar framgent, varför avskrivningar estimeras vara låga under prognosperioden, och att plattformen i huvudsak drivs genom operativt kassaflöde snarare än extern kapitalbindning. EBITDA och kassaflöden estimeras därmed vara på liknande nivå under prognosperioden, vilket indikerar en god kassakonvertering.

Givet Bolagets uttalade fokus på lönsam tillväxt, samt att Analyst Group bedömer Bolagets affärsmodell som skalbar, förväntas endast en marginell ökning av personalkostnader och rörelsekostnader, främst kopplade till investeringar inom säljorganisation, marknadsföring och supportstruktur. Den kapitaliserade utvecklingen av Telli förväntas vara ca. 1–1,5 MSEK per år, i linje med åren 2023–2024, vilket innebär fortsatt kontrollerade investeringar i produktutveckling.

### Personalkostnader som primär kostnadsdrivare

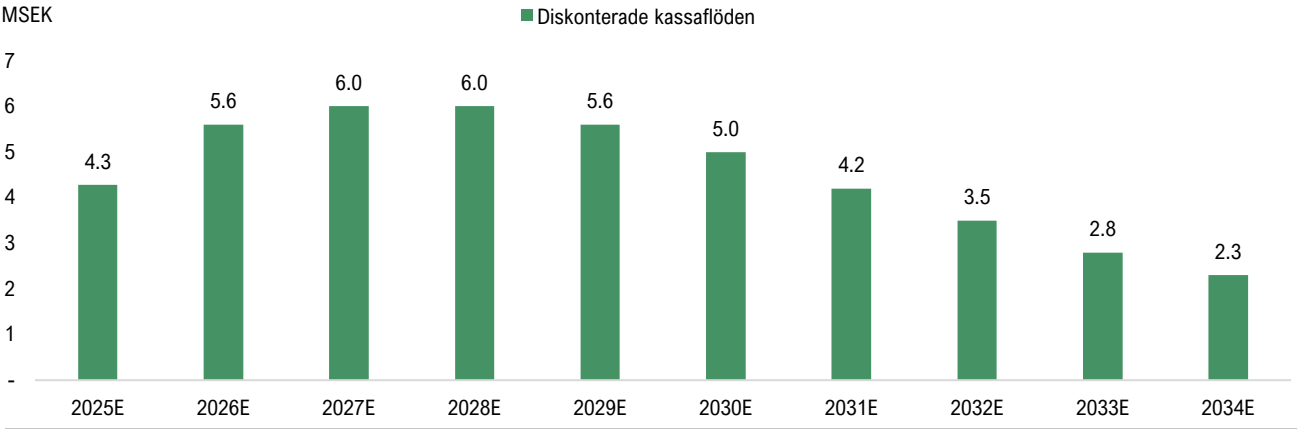
Prognos över kostnader för Comintelli, 2022 – 2030



| Resultaträkning Base scenario (MSEK) | 2022A       | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       | 2028E       | 2029E       | 2030E       |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoomsättning                      | 23,5        | 30,5        | 39,2        | 39,6        | 44,8        | 48,7        | 52,5        | 56,2        | 59,7        |
| Övriga rörelseintäkter               | 2,2         | 1,9         | 2,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Totala intäkter</b>               | <b>25,7</b> | <b>32,4</b> | <b>41,2</b> | <b>39,6</b> | <b>44,8</b> | <b>48,7</b> | <b>52,5</b> | <b>56,2</b> | <b>59,7</b> |
| Handelsvaror                         | -0,7        | -7,6        | -1,2        | -1,2        | -1,4        | -1,5        | -1,6        | -1,7        | -1,8        |
| <b>Bruttoresultat</b>                | <b>25,0</b> | <b>24,7</b> | <b>40,0</b> | <b>38,4</b> | <b>43,4</b> | <b>47,2</b> | <b>50,9</b> | <b>54,5</b> | <b>57,9</b> |
| Bruttomarginal (just.)               | 97%         | 75%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         |
| Övriga externa kostnader             | -10,8       | -11,3       | -10,9       | -12,4       | -13,2       | -13,5       | -13,6       | -14,6       | -15,5       |
| Personalkostnader                    | -14,8       | -19,3       | -18,8       | -19,1       | -21,0       | -22,9       | -24,9       | -27,0       | -29,2       |
| Övriga rörelsekostnader              | -1,1        | -1,5        | -1,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>-1,6</b> | <b>-7,3</b> | <b>9,2</b>  | <b>6,9</b>  | <b>9,2</b>  | <b>10,8</b> | <b>12,4</b> | <b>12,9</b> | <b>13,2</b> |
| EBITDA-marginal (just.)              | -16%        | -30%        | 18%         | 17%         | 21%         | 22%         | 24%         | 23%         | 22%         |
| Avskrivningar                        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,6        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | 0,0         |
| <b>EBIT</b>                          | <b>-2,0</b> | <b>-7,7</b> | <b>8,9</b>  | <b>6,4</b>  | <b>9,0</b>  | <b>10,6</b> | <b>12,2</b> | <b>12,7</b> | <b>13,2</b> |
| EBIT-maginal (just.)                 | -18%        | -32%        | 17%         | 16%         | 20%         | 22%         | 23%         | 23%         | 22%         |

Framtida kassaföden estimeras vara värda 45 MSEK

FCFF över samtliga år av prognosperioden 2025-2034, diskonterade med en WACC om 15 %



Värdering: DCF

Comintelli har värderats genom en diskonterad kassaflödesmodell ("DCF") baserad på Bolagets förväntade fria kassaflöden under perioden 2025–2034 samt en terminalperiod. Utgångspunkten är Bolagets starka operativa hävstång i kombination med successivt stigande marginaler och begränsat investeringsbehov, vilket skapar goda förutsättningar för stark kassagenerering.

Modellen bygger på ett WACC om 15 %, vilket återspeglar Comintellis nuvarande storlek, tillväxtfas, balansräkning och marknadsrisk, där den långsiktiga terminaltillväxten har satts till 2,0 %. Antalet utestående aktier uppgår till ca 10 miljoner, och modellen beaktar aktuell nettokassa om 6,2 MSEK.

Stark kassagenerering driver det fundamentala värdet

Comintelli förväntas generera ett samlat fritt kassaflöde med ett nuvärde om ca 45 MSEK under prognosperioden 2025–2034, med ett diskonterat terminalvärde om ca 18 MSEK. Det diskonterade terminalvärdet utgör 29 % av det totala nuvärdet, vilket innebär att merparten av Bolagets värde härleds från kassaflöden inom överskådlig framtid.

Det diskonterade nuvärdet uppgår till 63,6 MSEK i Enterprise Value. Justerat för nettokassa erhålls ett estimerat Equity Value om 69,8 MSEK, vilket motsvarar ett implicit aktievärde om 6,9 SEK per aktie.

Utöver den rent kvantitativa indikationen på undervärdering ger DCF-analysen även stöd för Comintellis strategiska flexibilitet framåt. Den starka kassaflödesprofilen och låga kapitalbindningen ger Bolaget utrymme att investera i exempelvis säljresurser, AI-funktioner som Telli eller potentiella förvärv – utan att vara beroende av extern finansiering. Kombinationen av återkommande intäkter, låg churn och stigande marginaler skapar därmed en attraktiv finansiell profil. Med beaktande av Bolagets återtagna lönsamhet, förstärkta produktportfölj och marknadstillväxt inom M&CI bedöms DCF-värderingen som konservativ i ett scenario där tillväxten kan accelerera ytterligare under kommande år.

6,9 SEK  
PER AKTIE I DCF-  
VÄRDERINGEN

Evig tillväxt (TGR)

| SEK | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% |
|-----|------|------|------|------|------|
| 11% | 8,7  | 8,9  | 9,1  | 9,3  | 9,6  |
| 13% | 7,5  | 7,6  | 7,7  | 7,8  | 8,0  |
| 15% | 6,8  | 6,9  | 6,9  | 7,0  | 7,1  |
| 17% | 5,9  | 6,0  | 6,0  | 6,1  | 6,1  |
| 19% | 5,4  | 5,4  | 5,4  | 5,5  | 5,5  |

DCF summering

|                         |      |
|-------------------------|------|
| Enterprise value (MSEK) | 63,6 |
| Nettokassa (+) (MSEK)   | 6,2  |
| Equity value            | 69,8 |
| Antal aktier (m)        | 10,1 |
| Värde per aktie (SEK)   | 6,9  |

Värdering: Relativvärdering

Värderingen av Comintelli baseras även på en relativvärdering där ett peer set av nordiska och europeiska SaaS-bolag med fokus på affärs- och analysmjukvara har valts ut. Då Comintelli verkar inom ett nischat segment av konkurrens- och omvärldsanalys, och har en begränsad storlek jämfört med större noterade mjukvaruaktörer, har fokus lagts på att identifiera jämförbara bolag i ett tidigt tillväxtskede med liknande återkommande intäktsmodeller och lönsamhetsprofiler.

Peer-gruppen består av bolagen Transiro, Exasol, QPR Software, Upsales Technology och FormPipe Software, vilka samtliga erbjuder olika typer av affärs- och analyslösningar med en SaaS-baserad modell. De utvalda bolagen delar egenskaper såsom en skalbar mjukvaruplattform och en strategi att driva tillväxt genom ARR.

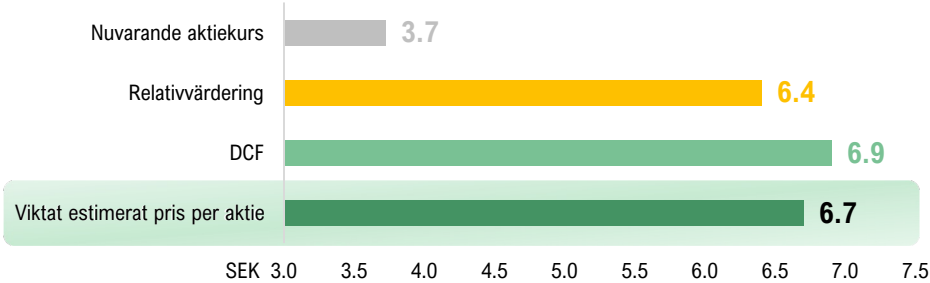
| KPI:er             | Market Cap | EV    | Nettoskuld | Bruttomarginal | EBIT-marginal | ARR CAGR   | EV/ARR | EV/ARR | EV/ARR |
|--------------------|------------|-------|------------|----------------|---------------|------------|--------|--------|--------|
|                    | MSEK       | MSEK  | MSEK       | LTM            | LTM           | 2024-2026E | LTM    | 2025E  | 2026E  |
| Transiro           | 31         | 23    | -8         | 80%            | -11%          | 0%         | 0,9    | 1,0    | 0,9    |
| Exasol             | 904        | 741   | -163       | 88%            | -6%           | 11%        | 1,7    | 1,5    | 1,4    |
| QPR Software       | 194        | 182   | -13        | 86%            | -5%           | 2%         | 2,5    | 2,6    | 2,4    |
| Upsales Technology | 460        | 413   | -47        | 68%            | 14%           | 20%        | 2,9    | 2,3    | 2,0    |
| FormPipe Software  | 1 416      | 1 385 | -30        | 100%           | 5%            | 10%        | 3,1    | 2,8    | 2,6    |
| Genomsnitt         | 601        | 549   | -52        | 84%            | -1%           | 8%         | 2,2    | 2,1    | 1,8    |
| Median             | 460        | 413   | -30        | 86%            | -5%           | 10%        | 2,5    | 2,3    | 2,0    |
| Comintelli         | 37         | 31    | -6         | 98%            | 16%           | 13%        | 1,0    | 0,9    | 0,8    |

Comintelli uppvisar i jämförelse med Peer-bolagen en stark EBIT-marginal om 16 % under den senaste tolv månadersperioden (LTM) och är högre än medianen om -5 % bland jämförelsebolagen. Däremot är Comintellis börsvärde och Enterprise Value betydligt lägre än genomsnittet och medianen bland Peers, vilket motiverar en värderingsrabatt. Relativvärderingen baseras på EV/ARR-multipel, vilket är en relevant multipel för SaaS-bolag i tillväxtfas då intäktsmodellen bygger på återkommande abonnemang snarare än engångsaffärer.

För helåret 2026 estimeras en median EV/ARR-multipel om 2,0x för peer-gruppen. Mot bakgrund av Comintellis betydligt mindre Market Cap om ca 37 MSEK jämfört med ett genomsnitt om 601 MSEK samt den högre riskpremie som normalt appliceras på mindre bolag, tillämpas en värderingsrabatt om 30 %. Detta ger en målmultipel om 1,4x EV/ARR 2026E för Comintelli i värderingsmodellen, och genom att applicera denna på Comintellis estimerade ARR om 41 MSEK år 2026 erhålls ett potentiellt värde per aktie om 6,4 SEK.

Sammanfattningsvis väljer Analyst Group att likavikta DCF- och relativvärderingen på grund av avsaknaden av perfekta jämförelsebolag, samtidigt som DCF analysen präglas av osäkerheter genom estimerade kassaflöden långt in i framtiden. Således härleds ett potentiellt pris per aktie om 6,7 SEK i ett Base scenario.

Värdering: Sammanfattning



6,4 SEK  
PER AKTIE I  
RELATIV-  
VÄRDERINGEN

6,7 SEK  
PER AKTIE I ETT  
BASE SCENARIO



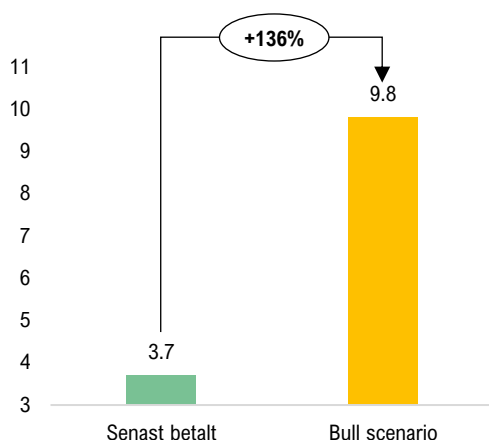
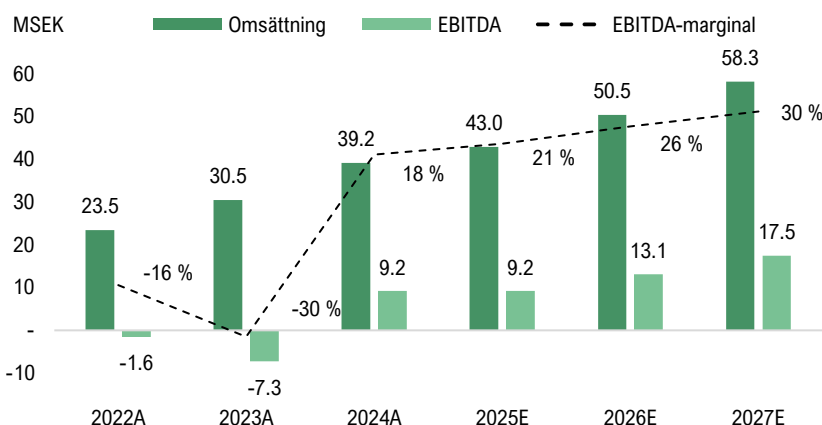
**9,8 SEK  
PER AKTIE  
I ETT BULL  
SCENARIO**

### Bull scenario

I ett Bull scenario antas Comintelli framgångsrikt kapitalisera på det nya erbjudandet kring generativ AI, samtidigt som Bolaget stärker positionen mod befintliga kunder genom upsell och expansion, där kunder successivt adderar fler användare och funktioner. Resultatet blir lägre churn, ökad merförsäljning och en högre nettotillväxt i ARR. Det stärks ytterligare av Comintellis väletablerade plattform med hög kundnöjdhet och en tydlig stickiness i produktupplevelsen. Med lönsamheten redan uppnådd 2024 och stark operationell hävstång, ger en accelererande ARR-tillväxt snabbt genomslag i resultatet. I detta scenario estimeras ett högre antal nykundsavtal samt en växande andel av kundbasen som nyttjar tilläggstjänster. Genom en likaviktad DCF- och relativvärdering, där en EV/ARR-multipel om 2,0x appliceras på 2026 års estimerade ARR om 47 MSEK, härleds ett potentiellt pris per aktie om 9,8 SEK i ett Bull scenario.

### Lägre churn och högre upsell driver kunderbjudande och marginaler

Estimat under perioden 2025-2027 vid ett Bull scenario



### Bear scenario

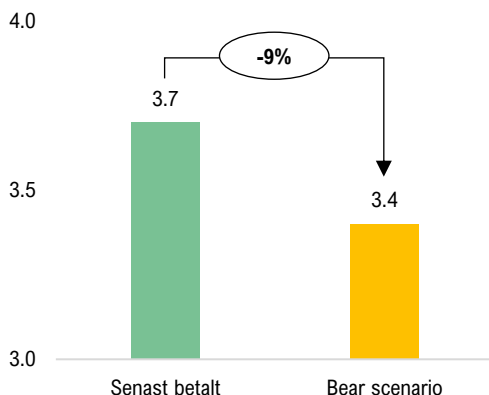
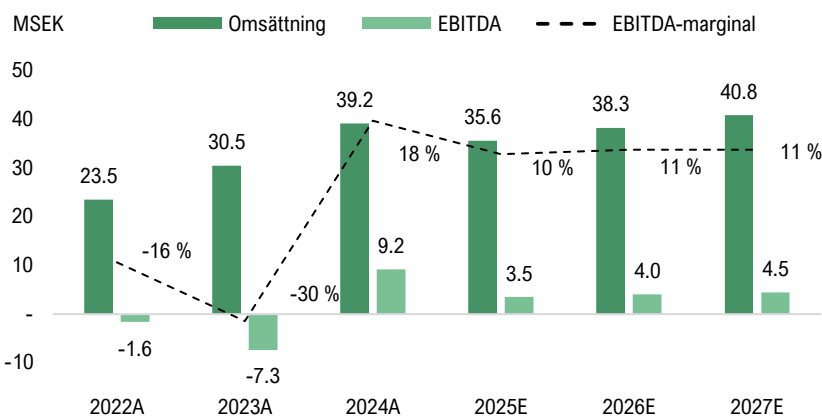


**3,4 SEK  
PER AKTIE  
I ETT BEAR  
SCENARIO**

I ett Bear scenario antas Comintellis expansion med befintliga kunder bli begränsad och att "land & expand"-strategin inte realiseras i den takt som förväntats. Det resulterar i lägre värd per kund och en något förhöjd churn-nivå. Samtidigt väntas konkurrerande aktörer ta marknadsandelar genom aggressivare försäljning och snabbare AI-implementering, vilket i sin tur påverkar Comintellis nykundstillväxt negativt. Kostnadsbasen ökar något i takt med fortsatt investering i organisation och produkt, men intäktsidan utvecklas trögare. Trots Bolagets stabila grundmodell, innebär lägre ARR-tillväxt att skalbarheten inte utnyttjas fullt ut och att lönsamhetsnivåerna förskjuts. Genom en likaviktad DCF- och relativvärdering, där en EV/ARR-multipel om 1,6x appliceras på 2026 års estimerade ARR om 34 MSEK, härleds ett potentiellt pris per aktie om 3,4 SEK i ett Bear scenario.

### Förlorade kunder driver ned ARR medan kostnader kvarstår

Estimat under perioden 2025-2027 vid ett Bear scenario



**Jesper Martell, CEO**

Jesper Martell är medgrundare och VD för Comintelli. Han har en bakgrund från Ericsson där han etablerade och ledde koncernens IntelligenceCenter. Martell är en internationellt erkänd expert inom omvärldsanalys och har publicerat ett flertal artiklar inom området. Martell har en MBA från Handelshögskolan i Stockholm.

*Aktieinnehav i Comintelli: Äger 1 744 000 aktier i Comintelli.*

**Anders Thulin, CTO**

Anders Thulin är medgrundare och CTO på Comintelli. Han har tidigare haft flera tekniska roller på Ericsson, bland annat som IT-projektledare och IT-chef. Thulin är en erkänd pionjär inom sökteknologi med djup kompetens inom digital informationsbearbetning, inklusive artificiell intelligens och maskininläring.

*Aktieinnehav i Comintelli: Äger 882 606 aktier i Comintelli.*

**Rania Botani, VP Product Development**

Rania Botani är ansvarig för den fortsatta utvecklingen av SaaS-plattformen Intelligence2day®. Hon har en kandidatexamen i medieteknik från Södertörns högskola och har sedan starten på Comintelli 2015 bidragit inom marknadsföring, front-end-utveckling och produktutveckling.

*Aktieinnehav i Comintelli: Äger 1 000 aktier i Comintelli.*

**Peter Ahnegård, CRO**

Peter Ahnegård har gedigen erfarenhet inom affärsutveckling, försäljning och marknadsföring med fokus på teknik- och telekomsektorn. Innan Comintelli var han VD för ett IT-konsultbolag och har haft ledande positioner på bland annat SonyEricsson och Tieto. Han har särskild expertis inom produktledning, marknadsanalys och kundrelationer. Peter är civilingenjör i industriell ekonomi från Linköpings universitet.

*Aktieinnehav i Comintelli: Äger inga aktier i Comintelli.*

**Pelle Hjortblad, Styrelseordförande**

Pelle Hjortblad är styrelseordförande i Comintelli och har lång erfarenhet som både vd och styrelseledamot inom tillväxtbolag. Han är ägare och vd för Moonlight Management AB och Toftaholm Herrgård AB samt styrelseordförande i Newton Nordic och ledamot i bland annat Motion Display, Kontigo Care och Trippus. Tidigare har han varit vd för Projectplace, Paynova och Song Networks samt rådgivare till flera tech- och SaaS-bolag.

*Aktieinnehav i Comintelli: Äger 1 500 aktier i Comintelli.*

| Resultaträkning Base scenario (MSEK) | 2022A       | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       | 2028E       | 2029E       | 2030E       |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoomsättning                      | 23,5        | 30,5        | 39,2        | 39,6        | 44,8        | 48,7        | 52,5        | 56,2        | 59,7        |
| Övriga rörelseintäkter               | 2,2         | 1,9         | 2,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Totala intäkter</b>               | <b>25,7</b> | <b>32,4</b> | <b>41,2</b> | <b>39,6</b> | <b>44,8</b> | <b>48,7</b> | <b>52,5</b> | <b>56,2</b> | <b>59,7</b> |
| Handelsvaror                         | -0,7        | -7,6        | -1,2        | -1,2        | -1,4        | -1,5        | -1,6        | -1,7        | -1,8        |
| <b>Bruttoresultat</b>                | <b>25,0</b> | <b>24,7</b> | <b>40,0</b> | <b>38,4</b> | <b>43,4</b> | <b>47,2</b> | <b>50,9</b> | <b>54,5</b> | <b>57,9</b> |
| Bruttomarginal (just.)               | 97%         | 75%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         |
| Övriga externa kostnader             | -10,8       | -11,3       | -10,9       | -12,4       | -13,2       | -13,5       | -13,6       | -14,6       | -15,5       |
| Personalkostnader                    | -14,8       | -19,3       | -18,8       | -19,1       | -21,0       | -22,9       | -24,9       | -27,0       | -29,2       |
| Övriga rörelsekostnader              | -1,1        | -1,5        | -1,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>-1,6</b> | <b>-7,3</b> | <b>9,2</b>  | <b>6,9</b>  | <b>9,2</b>  | <b>10,8</b> | <b>12,4</b> | <b>12,9</b> | <b>13,2</b> |
| EBITDA-marginal (just.)              | -16%        | -30%        | 18%         | 17%         | 21%         | 22%         | 24%         | 23%         | 22%         |
| Avskrivningar                        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,6        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | 0,0         |
| <b>EBIT</b>                          | <b>-2,0</b> | <b>-7,7</b> | <b>8,9</b>  | <b>6,4</b>  | <b>9,0</b>  | <b>10,6</b> | <b>12,2</b> | <b>12,7</b> | <b>13,2</b> |
| EBIT-marginal (just.)                | -18%        | -32%        | 17%         | 16%         | 20%         | 22%         | 23%         | 23%         | 22%         |

| Resultaträkning Bull scenario (MSEK) | 2022A       | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       | 2028E       | 2029E       | 2030E       |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoomsättning                      | 23,5        | 30,5        | 39,2        | 43,0        | 50,5        | 58,3        | 64,5        | 70,9        | 76,4        |
| Övriga rörelseintäkter               | 2,2         | 1,9         | 2,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Totala intäkter</b>               | <b>25,7</b> | <b>32,4</b> | <b>41,2</b> | <b>43,0</b> | <b>50,5</b> | <b>58,3</b> | <b>64,5</b> | <b>70,9</b> | <b>76,4</b> |
| Handelsvaror                         | -0,7        | -7,6        | -1,2        | -1,3        | -1,5        | -1,8        | -2,0        | -2,1        | -2,3        |
| <b>Bruttoresultat</b>                | <b>25,0</b> | <b>24,7</b> | <b>40,0</b> | <b>41,7</b> | <b>49,0</b> | <b>56,5</b> | <b>62,5</b> | <b>68,8</b> | <b>74,0</b> |
| Bruttomarginal (just.)               | 97%         | 75%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         |
| Övriga externa kostnader             | -10,8       | -11,3       | -10,9       | -13,3       | -14,9       | -16,1       | -16,7       | -18,4       | -19,8       |
| Personalkostnader                    | -14,8       | -19,3       | -18,8       | -19,1       | -21,0       | -22,9       | -24,9       | -27,0       | -29,2       |
| Övriga rörelsekostnader              | -1,1        | -1,5        | -1,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>-1,6</b> | <b>-7,3</b> | <b>9,2</b>  | <b>9,2</b>  | <b>13,1</b> | <b>17,5</b> | <b>20,9</b> | <b>23,4</b> | <b>25,0</b> |
| EBITDA-marginal (just.)              | -16%        | -30%        | 18%         | 21%         | 26%         | 30%         | 32%         | 33%         | 33%         |
| Avskrivningar                        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,6        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | 0,0         |
| <b>EBIT</b>                          | <b>-2,0</b> | <b>-7,7</b> | <b>8,9</b>  | <b>8,7</b>  | <b>13,0</b> | <b>17,3</b> | <b>20,7</b> | <b>23,2</b> | <b>25,0</b> |
| EBIT-marginal (just.)                | -18%        | -32%        | 17%         | 20%         | 26%         | 30%         | 32%         | 33%         | 33%         |



| Resultaträkning Bear scenario (MSEK) | 2022A       | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       | 2028E       | 2029E       | 2030E       |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoomsättning                      | 23,5        | 30,5        | 39,2        | 35,6        | 38,3        | 40,8        | 44,4        | 45,6        | 46,9        |
| Övriga rörelseintäkter               | 2,2         | 1,9         | 2,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Totala intäkter</b>               | <b>25,7</b> | <b>32,4</b> | <b>41,2</b> | <b>35,6</b> | <b>38,3</b> | <b>40,8</b> | <b>44,4</b> | <b>45,6</b> | <b>46,9</b> |
| Handelsvaror                         | -0,7        | -7,6        | -1,2        | -1,1        | -1,2        | -1,2        | -1,3        | -1,4        | -1,4        |
| <b>Bruttoresultat</b>                | <b>25,0</b> | <b>24,7</b> | <b>40,0</b> | <b>34,5</b> | <b>37,2</b> | <b>39,6</b> | <b>43,0</b> | <b>44,2</b> | <b>45,5</b> |
| Bruttomarginal (just.)               | 97%         | 75%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         | 97%         |
| Övriga externa kostnader             | -10,8       | -11,3       | -10,9       | -11,9       | -12,2       | -12,2       | -12,3       | -12,7       | -13,1       |
| Personalkostnader                    | -14,8       | -19,3       | -18,8       | -19,1       | -21,0       | -22,9       | -24,9       | -27,0       | -29,2       |
| Övriga rörelsekostnader              | -1,1        | -1,5        | -1,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>-1,6</b> | <b>-7,3</b> | <b>9,2</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,0</b>  | <b>4,5</b>  | <b>5,8</b>  | <b>4,5</b>  | <b>3,2</b>  |
| EBITDA-marginal (just.)              | -16%        | -30%        | 18%         | 10%         | 11%         | 11%         | 13%         | 10%         | 7%          |
| Avskrivningar                        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,6        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | 0,0         |
| <b>EBIT</b>                          | <b>-2,0</b> | <b>-7,7</b> | <b>8,9</b>  | <b>2,9</b>  | <b>3,8</b>  | <b>4,3</b>  | <b>5,6</b>  | <b>4,3</b>  | <b>3,2</b>  |
| EBIT-maginal (just.)                 | -18%        | -32%        | 17%         | 8%          | 10%         | 11%         | 13%         | 9%          | 7%          |

COMINTELLI  
REDOVISAR  
ENLIGT K3

## Redovisningsprinciper: Comintelli tillämpar K3

Comintelli redovisar enligt det svenska regelverket K3 (BFNAR 2012:1), vilket är det allmänt accepterade regelverket för större onoterade bolag i Sverige. Detta är en kvarleva från då Comintelli var en konsultverksamhet, för SaaS-bolag är standard att IFRS tillämpas vid upprättning av räkenskaperna.

K3, eller "Årsredovisning och koncernredovisning", är ett regelverk som ställer högre krav på värdering, upplysningar och redovisning än det mindre omfattande K2-regelverket. K3 innebär bland annat:

- Aktivisering av immateriella tillgångar, såsom utvecklingskostnader, under vissa förutsättningar.
- Komponentavskrivning för materiella anläggningstillgångar.
- Tydligare krav på upplysningar i årsredovisningen.
- Resultatorienterad redovisning av intäkter, där redovisning sker när det finns en överföring av väsentliga risker och förmåner.

## Praktisk innebörd i Comintellis räkenskaper

För Comintelli innebär detta att Bolagets nettoomsättning redovisas vid avtalstecknande, snarare än periodvis över kontraktets löptid (vilket är brukligt i exempelvis IFRS 16). Detta betyder att hela kontraktsvärdet intäktsförs direkt när licensavtalet börjar gälla, även om tjänsten levereras över flera år. Periodiseringen sker alltså inte i resultaträkningen, utan hanteras som förutbetalda intäkter i balansräkningen.

Detta medför att Comintellis nettoomsättning per år inte speglar återkommande intäkter på årsbasis, utan snarare det ackumulerade värdet av nytecknade kundavtal under perioden. För att bedöma den underliggande intäktsrenden bör därför kompletterande nyckeltal såsom ARR beaktas, då det visar den faktiska återkommande intäktsbasen i slutet av perioden.



## Nyckelskillnader mellan K3 och IFRS

- **Intäktsredovisning** – K3 tillåter intäktsföring vid avtalsteckning om vissa kriterier är uppfyllda, medan IFRS kräver successiv intäktsföring enligt leverans över tid.
- **Utvecklingskostnader** – I K3 kan dessa aktiveras om vissa villkor är uppfyllda; IFRS kräver aktivering under striktare förutsättningar.
- **Leasing** – K3 särskiljer mellan operationella och finansiella leasingavtal, medan IFRS (via IFRS 16) behandlar alla leasingavtal som skulder i balansräkningen.
- **Goodwill** – K3 kräver nedskrivningsprövning endast vid indikation; IFRS kräver årlig testning.
- **Upplysningar** – IFRS ställer högre krav på segmentredovisning och riskupplysningar.
- **Finansiella instrument** – Värderas enklare under K3, medan IFRS kräver avancerad klassificering och värdering enligt IFRS 9.

# Disclaimer

---

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 vara 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. Läsare kan anta att Analyst Group har mottagit ersättning för att framställa denna analysartikel.

## **AG Equity Research AB**

Riddargatan 12B  
114 35 Stockholm

Telefon: 08-410 112 15  
E-post: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Hemsida: [www.analystgroup.se](http://www.analystgroup.se)

Org.nr: 556999-0939

Analyst Group är ett växande analyshus med fokus på små- och microcap-bolag i Sverige. Sedan vår start år 2014 har vi utvecklat en djupgående kunskap och erfarenhet av att analysera och erbjuda aktieanalyser, samtidigt som vi hjälper företag att förbättra sina investerarrelationer för ökad förståelse och transparens. Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.