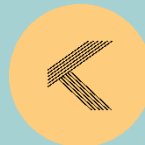
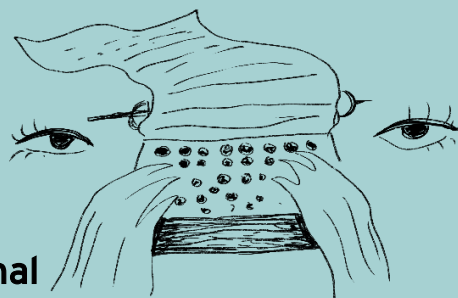


SolidX

Snabbväxande konsultbolag med god vinstmarginal



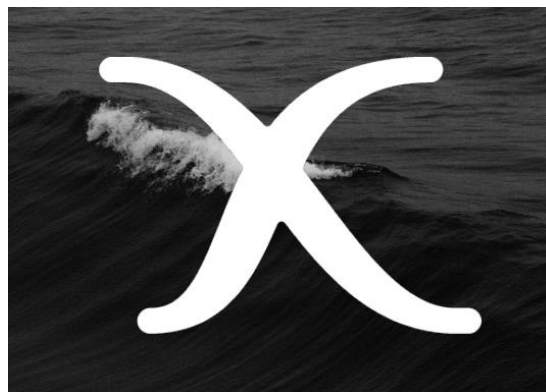
SolidX är ett konsultbolag som hjälper företag och organisationer att utveckla och effektivisera dess verksamhet inom IT och digitalisering. Kundbasen är imponerande och bolaget kan stoltsera med kunder såsom Ikea, Spotify, Ericsson, Volvo Alfa Laval, Klarna, Betsson samt Skatteverket. Störst verksamhet finns i Sverige, men uppdrag utförs också i Norge, Tyskland, Spanien samt Mexico.

SolidX är ett av börserna mest snabbväxande konsultbolag. Bolaget har vuxit organiskt från åtta till cirka 150 heltidsanställda sedan 2018. Den exponentiella tillväxten av medarbetare är främst hänförlig till att bolaget erbjuder en månadslön som väl överstiger liknande konsulttjänster hos konkurrerande verksamheter. Detta bidrar till hög rekryteringstakt av kompetens och en näst intill obefintlig personalomsättning. Trots en högre kostnad initialt per konsult i relation till konkurrenter har SolidX en av branschen högsta rörelsemarginaler till följd av låga overheadkostnader.

Efterfrågan på kompetens inom IT är hög. Vidare finns en skalbarhet som är ovanlig för ett konsultbolag. SolidX genomför nu en breddning av verksamheten till bemanning av sjukvårdspersonal där samma affärsmodell ska implementeras. Bolaget kan dessutom överraska marknaden med förvärv. Vår bedömning är att framtidsutsikterna ser mycket goda ut och att bolaget har stora möjligheter att fortsätta kombinera hög omsättningstillväxt med en god vinstmarginal, vilket vi ser kommer få fortsatt genomslag på aktien.

Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	SOLIDX
VD	Filip Alexanderson
Antal anställda	~ 150
Aktiekurs	5,20 SEK
Börsvärde	161 MSEK
Enterprise Value	159 MSEK
Insiderägande	84,22 %
Antal aktier	31 000 000



Analytiker

Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

Twitter: @silwerskold

SOLIDX

Innehållsförteckning

Key insights.....	3
Tillväxt med stabila vinstmarginaler.....	4
Affärsmodell.....	4
Goda utsikter för fortsatt tillväxt	6
Marknad.....	7
Balansering av risker.....	8
Konkurrens och konkurrensfördelar	9
Ledning och styrelse.....	9
Ägarlista.....	10
Finansiell ställning.....	10
Finansiell målsättning	11
Värdering.....	11
Främsta risker.....	14
Disclaimer.....	14
Källhänvisning	15

Key insights



Snöbollseffekt

För att fortsätta växa som konsultfirma är det kritiskt att rekrytera. SolidX anställer mellan fyra och tolv konsulter i månaden sedan ett år tillbaka. Utöver detta har bolaget även en ambition att genomföra förvärv. Vår bedömning är att rekryteringstakten har goda möjligheter att fortsätta.



Hög beläggning

Anställning sker endast när uppdrag finns att tillgå och konsultens beläggningsgrad initialt kan uppgå till 100 procent. SolidX finansiella utvecklingen de senaste åren tyder på att beläggningsgraden på varje konsult varit hög. Trots en vikande konjunktur ser vi flera faktorer som talar för fortsatt hög beläggningsgrad.



Värdering

Bolaget värderas till 24,5x EV/EBIT för räkenskapsåret 2021/2022. Lyfter vi blicken några år framåt sjunker värderingen snabbt med nuvarande tillväxttakt. På våra estimat handlas bolaget till 7,7x EV/EBIT 2023/2024E, vilket vi anser är för billigt.

"Vi vill förändra konsultbranschen genom att se till att SolidX arbetssätt präglar nästa generations konsultbolag".

- VD Filip Alexanderson

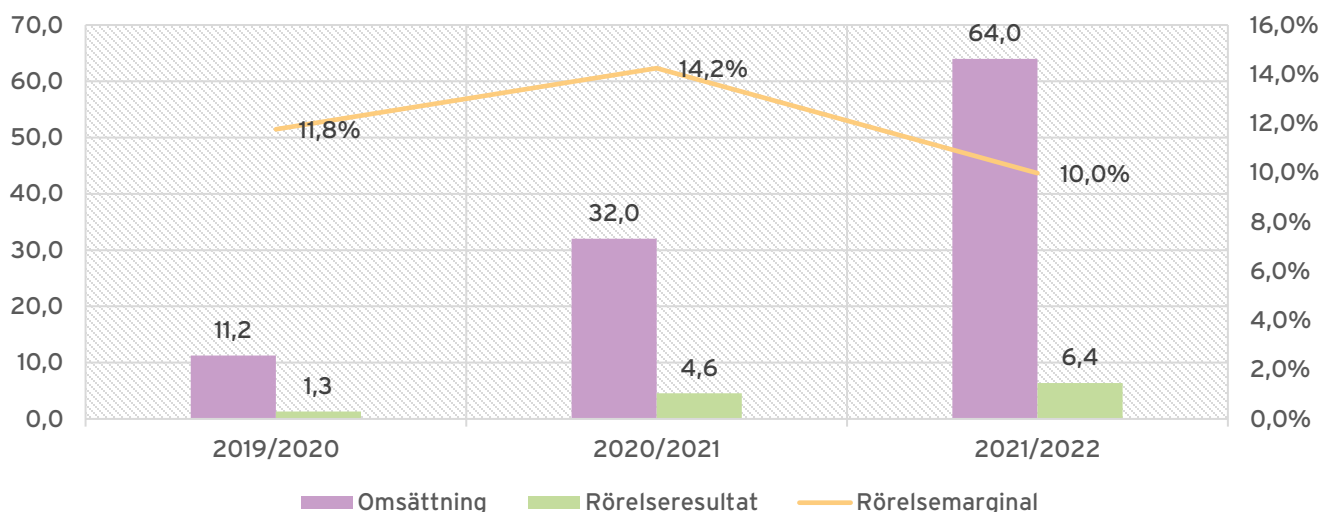
Investeringscase

- Ett av börsen mest snabbväxande konsultbolag
- Kombinerar hög rekryteringstakt av kompetens med låg personalomsättning
- Stark lönsamhetstrend trots hög rekryteringstakt
- Efterfrågan på IT-tjänster är hög
- Goda möjligheter att expandera till nya affärsområden och länder
- Kan överraska marknaden med förvärv
- Bevisat att bolaget är mindre konjunkturkänsligt än övriga konsultbolag
- Insiderägandet uppgår till hela 84 %

Tillväxt med stabila vinstmarginaler

SolidX har en historik av hög organiskt tillväxt. Omsättningen för helåret 2021/2022 ökade med hela 100 procent jämfört med föregående kalenderår, vilket är högt över branschsnittet på cirka 10 procent (inklusive förvärv). Trots den starka tillväxten har bolaget lyckats hålla en stabil rörelsemarginal över åren. Rörelsemarginalen för helåret 2021/2022 uppgick till 10 procent, vilket är i linje eller till och med bättre än vissa branschkollegor. Vi är särskilt imponerade över bolagets förmåga att kombinera hög tillväxt med stabila vinstmarginaler.

Omsättning och vinst



Notera att SolidX redovisar brutet räkenskapsår, där året startar 1 maj och slutar 30 april. Det innebär att innevarande räkenskapsår för bolaget är räkenskapsåret 2022/2023, som sträcker sig mellan 2022-05-01 och 2023-04-30. Senaste rapporterade kvartalet, som avser perioden 2022-02-01 till 2022-04-30, var alltså Q4 2021/2022.

Affärsmodell

Affärsmodellen bygger på att erbjuda spetskompetens kopplat till IT. Störst kunskap återfinns inom affärs- och dataanalys, hårdvaru- och mjukvaruutveckling, UX-design samt verksamhetsutveckling. Varje konsult hyrs ut på timmar och värdet och lönsamheten på uppdragen varierar utifrån storlek, tidsperiod och karaktär. Genomsnittstiden för ett uppdrag uppgår normalt till cirka ett år och därefter arbetar konsulten in nya uppdrag tillsammans med bolaget. Vid varje ny förlängning sker prishöjningar mot kund.

SolidX har under de senaste åren vuxit antalet medarbetare kraftigt och lyckats bygga upp en bred samt djup intern kompetens, vilket bidragit till bolagets starka inflöde av nya uppdrag och kunder. Expertis är affärsdrivande då rätt kompetens ofta är viktigare än pris för kund. Vanligt förekommande är också att nyanställda tar med äldre uppdrag till SolidX. Varje ny konsult är således en affärsöppning. SolidX utför uppdrag åt över 40 företag och organisationer, däribland Ikea-koncernen, Spotify, Ericsson, Google, Volvo, Scania, Alfa Laval, Klarna, Betsson samt Skatteverket.

SEB

Spotify

Google

ERICSSON

Klarna.

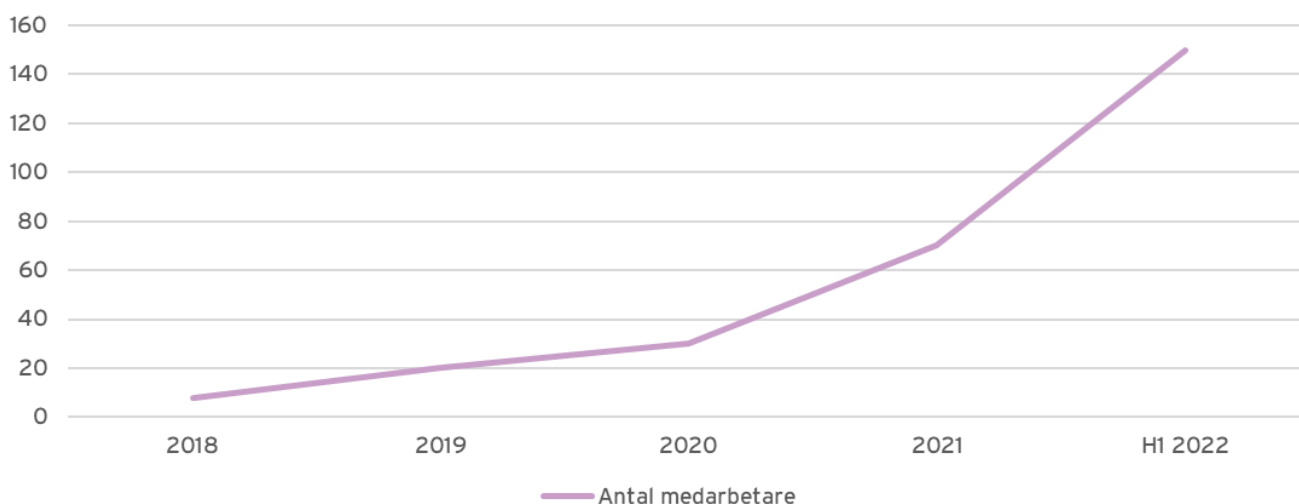
Electronic Arts

VOLVO

AXIS
COMMUNICATIONS

Vi ser att medarbetartillväxten är ett resultat av en nytänkande affärsmodell där bolaget via en attraktiv lönomodell och andra fördelaktiga villkor löpande attraherar konsulter med specifika spetskompetenser. SolidX erbjuder i genomsnitt 30 000 SEK mer i lön per månad jämfört med konkurrerande verksamheter, vilket är ett attraktivt erbjudande som är svårt att konkurrera mot. Utöver högre lön finns ytterligare förmåner såsom bonusprogram, tillgång till kompetensutveckling och möjligheten att arbeta på distans. Högre löner till anställda är normalt inte en hållbar konkurrensfördel, men i SolidX fall har bolaget bevisat att modellen fungerar.

Medarbetartillväxt



Genom villkoren och en stor frihet säkerställer SolidX även att kritiska kompetenser är kvar inom bolaget. Detta är särskilt betydande eftersom konsulterna är bolaget viktigaste tillgång. Vi anser att incitamenten är låga för att avsluta sin anställning, vilket återspeglas i att endast två medarbetare slutat sedan 2018. SolidX har en konkurrenskraftig affärsmodell som leder till hög rekryteringstakt av kompetenta konsulter och en näst intill obefintlig personalomsättning.

Låga kostnader

Trots en lägre marginal per konsult i relation till konkurrenter har SolidX en av branschens högsta vinstmarginaler. En viktig del i detta är låga overheadkostnader. Bolaget har få kontor då mestadels av konsulternas arbete sker på distans eller ute hos kund. Vidare finns fåtal interna säljare och annan icke-debiterande personal. Dessa kan prioriteras bort på grund av att konsulterna besitter ett eget nätverk och är bidragande i försäljningsarbetet samt genom det låga personalbortfallet.

Goda utsikter för fortsatt tillväxt

SolidX höga rekryteringstakt, skalbarhet inom nya affärsområden och länder samt förvävsstrategi talar för att tillväxtpotentialerna ser mycket goda ut.

Rekryteringstakten kan fortsätta

För att fortsätta växa som konsultfirma är det kritiskt att rekrytera. SolidX anställer mellan fyra och tolv konsulter i månaden sedan ett år tillbaka, vilket är imponerande. Särskilt då tillväxten är organisk och sker med eget kapital till skillnad från många andra konsultfirmor som enbart förvärvar sig större.

SolidX har infört ett bonusprogram som ger den anställde ytterligare en löneökning om 5 000 SEK för varje lead som leder till rekrytering. Detta skapar incitament för att tipsa om kompetenta kandidater och bidra till tillväxten av medarbetare. Bolaget uppger att cirka hälften av alla nyrekryteringar kommer från interna rekommendationer. Vi anser att bonussystemet är ett smart, snabbt och kostnadseffektivt sätt att rekrytera kompetens på.

Vår bedömning är att rekryteringstakten har goda möjligheter att fortsätta. Bonusprogrammet skapar en snöbollseffekt som innebär att SolidX växer organisationen snabbare ju fler anställda det har. I memorandumet hade bolaget exempelvis en målsättning att passera 100 anställda vid 2022 års slut, vilket uppnåddes redan i januari 2022. Utmaningen med den höga rekryteringstakten är och kommer fortsättningsvis vara att växa den interna organisationen lika fort, men inte snabbare för att bibehålla låga overhead-kostnader.

Nya affärsenheter

Affärsmodellen har potential att appliceras inom andra affärsområden än IT och SolidX genomför nu en breddning av verksamheten till bemanning av sjukvårdspersonal. Nyligen rekryterades den första konsulten, en specialistläkare inom radiologi, som inom kort kommer inleda sin tjänst på ett sjukhus i Danmark via ett direktavtal. Exponeringen mot vården skapar en förhållandevis låg affärsrisk samtidigt som tillväxtpotentialerna är goda. Socialstyrelsens årliga rapport om tillgång och efterfrågan på legitimerad personal inom hälso- och sjukvården visar att samtliga 21 regioner i Sverige har brist på läkare med specialistkompetens (Socialstyrelsen, 2022). Liknande rapporter finns även i Norge och Danmark. Bristen på kompetens i Norden och att hyrläkare har blivit ett alltmer vanligare inslag inom hälso- och sjukvården gör att vi ser stora möjligheter inom detta område.



I Sverige och inom IT har SolidX bevisat att affärsmodellen fungerar och nu handlar det om att kopiera samma koncept och applicera det på andra marknader. Om det nya affärsområdet är i närheten av att uppvisa samma höga tillväxttakt som inom IT visar SolidX på en skalbarhet som är unik för ett konsultbolag. Vidare talar en lyckad etablering för att expansion inom ytterligare affärsområden och länder kan ske i framtiden.

Förvärv

SolidX växer organiskt men har även en ambition att genomföra förvärv av fåmansbolag. Bolaget har tidigare inte haft en modell för detta, men erhållit flera ansökningar från mindre konsultbolag som vill bli en del av något större. SolidX håller nu på att upprätta en förvärvsstrategi där mindre konsultbolag kan ansluta sig för att få ta fördel av bolagets affärsmodell, ramavtal och strukturkapital för att växa.

Förvärv ska enbart genomföras om det stärker den interna kompetensen och om företaget passar in i SolidX-kulturen. Vår bild är att integrationen underlättas och effektiviseras när företagskulturer påminner om varandra, vilket både sparar tid och pengar. Vi ser även att det är mer kostnadseffektivt att enbart rikta in sig på fåmansbolag då ett konsultbolag med exempelvis 30 anställda kan kosta upp mot 50 miljoner. I synnerhet då det endast tar bolaget tre bra månader att rekrytera lika många medarbetare organiskt och till en låg kostnad.

Troligen kommer förvärv ske genom emittering av nya aktier alternativt genom en kombination av emittering av nya aktier och egna medel. Vi ser också att det kan ske utan köpeskilling då flera mindre konsultbolag inte har något faktiskt värde. Förvärv är en stor möjlighet, men det ska även betraktas som en risk då bolaget inte har någon tidigare erfarenhet av M&A. Å andra sidan bör risken vara liten då SolidX endast letar efter mindre förvärvsobjekt som inte borde skapa någon större utspädning av vare sig företagskultur eller antalet aktier.

Marknad

Digitaliseringen är den främsta drivkraften bakom IT-tjänstemarknadens underliggande tillväxt. Den svenska IT-marknaden förväntas öka med 1,4 procent för att uppgå till cirka 134 MDSEK under 2022 (Radar Ecosystem Specialist, 2022). Många privata och offentliga företag har utdaterade IT-system och besitter inte kompetensen för att uppdatera och anpassa dessa till moderna standarder. Orsaken bakom detta är kompetensgap, löneinflation och konkurrens om talanger. Detta skapar affärsmöjligheter för SolidX eftersom företag till stor del behöver förlita sig på konsulter och tjänsteföretag för att driva igenom digitala förändringar.

Vår tro är att beroendet av externa konsulter kommer öka som en följd av digitaliseringens accelererande framfart och att företag och organisationer får alltmer bråttom att genomföra nya förändringar. IT och digitalisering är en viktig del i verksamhetsutvecklingen. Vi ser att klyftan mellan företagets digitala ambitioner och interna resurser kommer bli större, vilket kan leda till ökad efterfrågan på IT-tjänster.

SolidX har störst verksamhet i Sverige, men uppdrag utförs också i Norge, Tyskland, Spanien samt México. Vi gör bedömningen att Sverige fortsatt kommer vara den viktigaste marknaden framåt följt av Norge och Danmark. Den norska och danska marknaden är väldigt intressant med anledning av att intjänningen ursprungligen är på en högre nivå än i Sverige. Utöver detta medför den svaga svenska

kronan att SolidX intjäning i dagsläget blir än högre. Vidare är upphandlingsprocesserna kortare i Norge och Danmark jämfört med i Sverige, vilket gör det enklare att ingå nya ramavtal.

Kraftig konsolidering

IT-tjänstemarknaden är fragmenterad och består till stor del av mindre aktörer, vilket skapar goda möjligheter till konsolidering och förvärv. Marknaden befinner sig i en kraftig konsolideringsfas och vanligt förekommande är att mindre konsultbolag köps upp och integreras i större konsultbolag. Rimligtvis har detta att göra med den kompetensbrist som råder inom IT-tjänstemarknaden.

Balansering av risker

Styrkan för konsultbolag återfinns i att de är dynamiska och flexibla. Konsultbolag har också låg affärsrisk i termer av att de binder väldigt lite kapital. Nackdelen med att vara ett konsultbolag är att konjunkturkänsligheten ofta är högre då kostnader kopplat till konsulter är bland det första som reduceras i sämre tider. Trots en vikande konjunktur ser vi flera faktorer och möjliga åtgärder som talar för att SolidX inte är lika konjunktur känsliga som övriga konsultbolag. Detta påvisades under pandemin då bolaget endast hade en konsult utan uppdrag i elva dagar (trots kraftig rekrytering) jämfört med övriga konsultbranschen som drabbades av stora nedskärningar och hög personalomsättning.

Lågt kundberoende

Uppdragens längd, kompetenshöjden bland anställda och den breda kundbasen av välkända namn ser vi som den tryggaste säkerheten i SolidX. Ikea-koncernen är den enskilt största kunden och där har bolaget omkring 30 anställda. Fördelningen på de andra uppdragen är cirka två till tre konsulter per bolag. Anledningen till att bolaget riktat stort fokus mot Ikea är att Ikea är ett stabilt företag som har ett stort behov av konsulter inom affärs- och dataanalys. Affärs- och dataanalyser hjälper företag att samla data, analysera den och bedöma vilka åtgärder som ska vidtas för att nå uppsatta mål. Sannolikheten för att Ikea-koncernens går i konkurs eller minskar sina IT-budgetar betraktar vi som oerhört låg. Vidare finns en stor brist på konsulter inom affärs- och dataanalys, vilket medför att det rimligtvis är enkelt att omplacera kompetensen på andra företag vid behov.

Diversifierade

SolidX utför alla tjänster inom IT och konsulterna arbetar branschöverskridande, vilket reducerar affärsrisken vid marknadsförändringar. Under pandemin minskades exempelvis IT-budgetarna hos företag som inte kunde bedriva sina verksamheter i normal takt. Samtidigt ökade IT-budgetarna hos de mindre konjunktur känsliga branscherna. SolidX fördel jämfört med övriga konsultbolag är att det inte är beroende av varken en specifik tjänst eller kundbransch.

Om konjunkturen i Sverige skulle bli sämre finns även potentialen att utöka verksamheten i andra länder. Efterfrågan på IT-tjänster är lika stor i hela världen. SolidX har ett strategiskt fokus att växa utanför Sverige och antrade nyligen den norska marknaden. Framöver ser vi Danmark som ytterligare en potentiell målmarknad. En högre andel intäkter från "övriga marknader" minskar beroendet av Sverige och stärker i vår mening tillväxtcaset ytterligare.

Hög beläggning

SolidX anställer endast när uppdrag finns att tillgå och konsultens beläggningsgrad initialt kan uppgå till 100 procent. Beläggningsgraden talar om hur många av konsulternas totala arbetstimmar som är

debiterade. Vidare är varje rekrytering en ny affärsöppning, dels i form av nya kunder, dels i form av nya medarbetare. När uppdraget är slut gör den anställde allt i sin makt för att hitta nya uppdrag via sitt kontaktnätverk, annars riskerar konsulten att bli uppsagd och förlora sin lön.

Rekryteringar innebär dock både initialkostnader på hårdvaror och utbildningskostnader. Vid försämrat marknadsläge finns möjligheten att dra ner på rekryteringstakten för att minska kostnaderna. Med lägre tillväxt brukar även beläggningen kunna hållas högre, vilket förbättrar lönsamheten per konsult.

Konkurrens och konkurrensfördelar

Konkurrenter är främst mindre och lokala aktörer med nischade specialister, men det finns också större aktörer med ett bredare tjänsteutbud såsom Know-IT, Castra, Q Group, Kvadrat, Berotec samt Viati. SolidX största konkurrensfördel är att bolaget attraherar både fler och dem mest kompetenta medarbetarna genom sin attraktiva lönemodell, samtidigt som konsulterna uppenbarligen vill stanna kvar. Ytterligare en konkurrensfördel är att kompetens kan rekryteras oberoende geografisk position.

Affärsmodellen kan tyckas enkel att kopiera, men skulle liknande bolag startas har de inga kundavtal. Samtidigt är det i princip omöjligt för befintliga aktörer att ge motsvarande lönevillkor till följd av högre overhead-kostnader som är svåra att göra sig av med. Det enklaste sättet att få upp lönen på som konsult är därför att byta arbetsgivare, vilket leder till stor personalomsättning som i sin tur en hög kostnad att täcka upp för. De större konsultbolagen växer därför nästan enbart genom att köpa sig större, till skillnad från SolidX som växer både snabbare och helt organiskt.

Ledning och styrelse

Ledning och styrelse består av ett flertal personer med erfarenhet inom entreprenörskap, konsultbranschen och IT. Bolagets VD Filip Alexandersson är överlägset största aktieägare med 83,99 procent av kapitalet. Filip's ägande är exceptionellt högt och det sänder ett positivt signalvärde om att möjligheterna och tron på SolidX är stora hos honom. Vi har nedan valt ut vilka vi anser är viktiga nyckelpersoner.

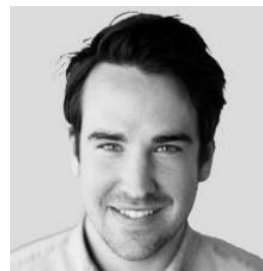
Filip Alexandersson, VD och styrelseledamot

Filip är VD sedan 2011 och styrelseledamot sedan 2021. Han har över 15 års erfarenhet av entreprenörskap, både som grundare och VD för ett flertal bolag. Filip har även en bakgrund som konsult. Erfarenheten och kunskapen om konsultbranschen har han använt för att bygga upp SolidX. Vi bedömer Filip som den viktigaste nyckelpersonen, dels på grund av hans stora ägande, dels på grund av bolagets tillväxtsatsningar. En investering i SolidX är för oss en tro på att Filip, förutom att driva kärnverksamheten, även är en duktig kapitalallokerare.

Filip äger 26 000 000 aktier, motsvarande cirka 133 MSEK.

Gabriel Paulison, styrelseordförande

Gabriel är styrelseordförande sedan 2021 och har även han en lång erfarenhet inom entreprenörskap av främst startups. Han är grundare av Qnekt och Noded



samt har haft flera ledande befattningsroller i olika företag inom främst försäljning och produktutveckling.

Gabriel äger inga aktier i bolaget, men har ekonomiska intressen i SolidX genom 88 235 optioner av serie 2021/2024A (strike 10 SEK).

Mikael Lunga, styrelseledamot

Mikael är styrelseledamot sedan 2021 och har gedigen erfarenhet av ledande befattningsroller inom IT och Medtech, både från noterade och privata bolag. Han har bland annat varit VD på Medical Sverige, försäljningsansvarig på Bredband2 och styrelseledamot i Knowit. Idag arbetar han med marknadsföring på Accessbolaget.



Mikael äger 50 000 aktier, motsvarande cirka 0,3 MSEK. Utöver detta äger han 29 412 optioner av serie 2021/2024A (strike 10 SEK).

Emil Raue, styrelseledamot

Emil är styrelseledamot sedan 2021 och har över 15 års erfarenhet av konsultbranschen från bland annat Consultant, Knowit och SolidX. Han besitter särskilt goda kunskaper inom datahantering och Business Intelligence.



Emil äger inga aktier i bolaget, men har ekonomiska intressen i SolidX genom 88 235 optioner av serie 2021/2024A (strike 10 SEK).

Ägarlista

*Filip Alexanderson	83,99%
Avanza Pension	5,75%
Nordnet Pensionsförsäkring	1,11%
Johan Kronberg	0,52%
Darija Kronberg	0,48%
Paul Bertilsson	0,32%
Stefan Lind	0,31%
Brännholmen AB	0,24%
Contrix AB	0,16%
Laszlo Kiraly	0,16%

**= Insiders*

Insiderägande = 84,22 %

Finansiell ställning

Eget kapital vid utgången av det fjärde kvartalet 2022 uppgick till 7,8 MSEK, vilket ger en soliditet om 29 procent. SolidX befinner sig i en expansiv fas och investerar kraftigt i tillväxt, vilket är anledningen till den lägre soliditet. Soliditeten är lägre jämfört med flera andra branschkollegor, men risken bör ändå betraktas som hanterlig med anledning av lönsamhetshistoriken. Majoriteten av de räntebärande skulderna är fastighetslån. Nettokassan uppgick under samma period till cirka 5 MSEK.

Finansiell målsättning

Bolagets finansiella målsättning är att nå 200 MSEK i omsättning i Q4 2024 med en vinstmarginal om 22 procent.

Värdering

SolidX värderas till EV/S 2,5x och 24,5x EV/EBIT för räkenskapsåret 2021/2022, vilket är högre än sina branschkollegor. Vi tycker att en premie är rättfärdigad med tanke på att bolaget befinner sig i en expansiv fas med en organisk tillväxt på 100 %. Vidare bedömer vi att konjunkturkänsligheten är lägre än övriga konsultbolag. Utöver detta äger SolidX 85 % av fastighetsbolaget Sekel AB, som äger och förvaltar tre hyresfastigheter i Umeå till ett bokfört värde om cirka 6 MSEK. Efter att fastigheterna genomgått både renoveringar och hyreshöjningar anser vi att värderingen snarare bör vara omkring 20-25 MSEK.

Huvudscenario

Vår bedömning är att framtidsutsikterna ser mycket goda ut och att SolidX har stora möjligheter att fortsätta kombinera hög omsättningstillväxt med en god rörelsemarginal. Vi antar att omsättningstillväxten kommer vara högt innevarande räkenskapsår för att sedan plana ut något till följd av en lägre rekryteringstakt. Den lägre rekryteringstakten får i sin tur en positiv påverkan på rörelsemarginalen som expanderar. I vårt huvudscenario estimerar vi att bolaget har goda förutsättningar att nå en omsättning om cirka 172 MSEK 2023/2024E till en rörelsemarginal om cirka 12 procent.

	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023E	2023/2024E
Omsättning	11,2	32	64	115	172
% y/y	n/a	185%	100%	80%	50%
Bruttovinst	10,5	30,7	62	111,5	167
*marginal	95%	96%	96,5%	97%	97%
% y/y	n/a	192%	102%	80%	50%
Rörelseresultat	1,3	4,6	6,4	11,5	20,7
*margin	11,8%	14,2%	10%	10%	12%
% y/y	n/a	254%	40%	80%	80%

Enterprise Value / x

	Omsättning	EBIT
2019/2020	n/a	n/a
2020/2021	n/a	n/a
2021/2022	2,5	24,5
2022/2023E	1,4	13,8
2023/2024E	0,9	7,7

	Exitmultipel	EV/X
	Sales	EBIT
2023/2024E	0,9	20
Vikt	0%	100%

	Potentiell aktiekurs	Potentiell avkastning	
	SEK	Procent	CAGR
2023/2024E	8,5	60%	26,5%

Optimistiskt scenario

I vårt optimistiska scenario antar vi att den organiska rekryteringstakten fortlöper samtidigt som bolaget adderar förvärv. Vi antar att bolaget når sitt omsättningsmål för 2023/2024E och mer därtill. Rörelsemarginalen expanderar snabbare till följd av lägre initialkostnader för varje nyrekrytering, en lyckad expanderings till Norge och Danmark samt god pricing power.

	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023E	2023/2024E
Omsättning	11,2	32	64	128	243
% y/y	n/a	185%	100%	100%	90%
Bruttovinst	10,5	30,7	62	124	238
*marginal	95%	96%	96,5%	97%	98%
% y/y	n/a	192%	102%	100%	92%
Rörelseresultat	1,3	4,6	6,4	17,9	38,9
*marginal	11,8%	14,2%	10%	14%	16%
% y/y	n/a	254%	40%	80%	80%

Enterprise Value / x

	Omsättning	EBIT
2019/2020	n/a	n/a
2020/2021	n/a	n/a
2021/2022	2,5	24,5
2022/2023E	1,3	8,9
2023/2024E	0,7	4,1

	Exitmultipel	EV/X
	Sales	EBIT
2023/2024E	0,7	22
vikt	0%	100%

	Potentiell aktiekurs	Potentiell avkastning	
	SEK	Procent	CAGR
2023/2024E	23	437%	131%

Pessimistiskt scenario

Konjunkturkänsligheten är högre än vad vi befarade, vilket leder till en lägre rekryteringstakt och beläggning. Vidare får bolaget inget fotfäste på det nya affärsområdet eller marknader. I vårt pessimistiska antar vi att omsättningstillväxten planar ut och att rörelsemarginalen försämras.

	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023E	2023/2024E
Omsättning	11,2	32	64	102	128
% y/y	n/a	185%	100%	60%	25%
Bruttovinst	10,5	30,7	62	100	121,6
*marginal	95%	96%	96,5%	96%	95%
% y/y	n/a	192%	102%	61%	22%
Rörelseresultat	1,3	4,6	6,4	9	10,2
*marginal	11,8%	14,2%	10%	9%	8%
% y/y	n/a	254%	40%	41%	13%

Enterprise Value / x

	Omsättning	EBIT
2019/2020	n/a	n/a
2020/2021	n/a	n/a
2021/2022	2,5	24,5
2022/2023E	1,6	17,7
2023/2024E	1,2	15,6

	Exitmultipel	EV/X
	Sales	EBIT
2023/2024E	1,2	15
vikt	0%	100%

	Potentiell aktiekurs	Potentiell avkastning	
	SEK	Procent	CAGR
2023/2024E	5	0%	0%

Främsta risker

- Konjunkturen i Sverige blir sämre
- Nya affärsområdet misslyckas
- Beläggningsgraden minskar
- Overheadkostnaderna ökar
- Beroende av få nyckelpersoner
- Illikvid aktie

Disclaimer

Ingen på Kalqyl äger aktier i kundbolag på grund av eventuella intressekonflikter. Ingenting du läser på Kalqyl.se ska ses som investeringsrådgivning och det som presenterats i analysen kan vara felaktigt. Analysen är oberoende men finansierad.

Källhänvisning

[Radar • Customer portal \(radareco.com\)](#)

<https://www.socialstyrelsen.se/globalassets/sharepoint-dokument/artikelkatalog/ovrigt/2022-2-7759.pdf>