

Initieringsanalys

THINC COLLECTIVE AB

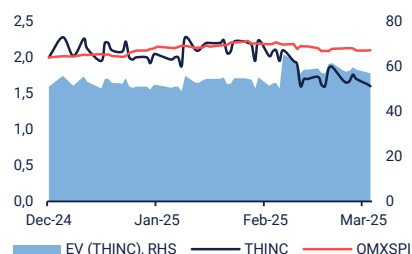
Thinc Collective AB erbjuder integrerade konsulttjänster inom PR, kommunikation och marknadsföring. Bolagets huvudmarknad är Sverige. Med kontor i Oslo är bolaget även aktivt i Norge.

VD: Anders Wallqvist
SO: Hans Jacobsson
www.thinccollective.se

Lista: NGM, Nordic SME Sweden
Senast betalda kurs: 1,6 SEK
Market cap: 27 MSEK

Ticker: THINC

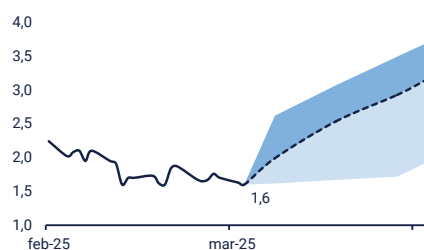
AKTIEKURSVUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-26	-21	-26	-24

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDEINTERVALL



	BEAR	BASE	BULL
Aktiekurs (SEK)	1,9	3,2	3,7
Upp/nedsida (%)	21	97	131

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Christopher Solbakke
Equity Analyst

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Marginalexpansion att vänta under 2025

Kommunikations- och mediekoncernen Thinc Collective redovisade bra tillväxt under 2024, men med en fallande lönsamhet. Givet ett förbättrat affärsklimat, flertalet genomförda effektiviseringsåtgärder samt en stark positionering på marknaden räknar vi med en fortsatt tillväxt under 2025 med marginalexpansion. Carlsquare Equity Research initierar bevakning av Thinc Collective med ett motiverat värde om 3,2 SEK/aktie för de kommande 6–12 månaderna.

En väl positionerad lokal aktör på den svenska marknaden

Thinc Collective AB ("Thinc", "Bolaget", "koncernen" eller "gruppen") är en koncern bestående av entreprenörsdrivna, hel- eller delägda konsultbolag, specialiserade inom kommunikation, media, data, analys, teknikutveckling och SaaS-lösningar. Verksamheten är organiserad i fem affärsområden: Strategy, Creative, Performance, Digital Solutions och Event. Bolaget har en diversifierad kundportfölj som omfattar både offentliga och privata organisationer. Bland referenskunderna återfinns Skatteverket, Polisen, Arbetsförmedlingen, IKEA, Löfbergs och DB Schenker.

Drivet av teknologisk utveckling och ökade samhällskrav har behoven blivit mer omfattande och komplexa, vilket har ökat efterfrågan på helhetslösningar. En av Thincs främsta styrkor är förmågan att erbjuda integrerade och skräddarsydda lösningar genom att kombinera kompetenser från olika koncernbolag. Den andra styrkan ligger i Bolagets starka geografiska närvaro i flera nyckelstäder i Sverige, vilket särskiljer Thinc från de stora globala aktörerna såsom Omnicom och WPP. Trots en intensiv och dynamisk konkurrens är vår samlade bedömning att Thinc är väl positionerat på marknaden.

Bra lönsamhetsutsikter med starkt affärsklimat och effektiv organisation

Under 2024 växte Thinc med 9,2 %, främst drivet av koncernens största affärsområde, Performance, där dotterbolagen Nowa Kommunikation och Context Media spelade en central roll. Året präglades också av ett förbättrat affärsklimat, med minskad inflationsoro och fallande räntor. Vi ser bra förutsättningar för den positiva trenden att fortsätta under 2025 och förväntar oss att bolaget kan redovisa en intäkstillväxt på 7,5%.

En något förbättrad tjänstemix tillsammans med genomförda effektiviseringsåtgärder kan leda till en ökning av byråintäkt per anställd under 2025. Detta stärker i sin tur utsikterna för marginalexpansion. För 2025 förväntas EBIT-marginalen öka till 2,4%.

Lågt värderad aktie

Genom en kombination av en DCF-modell och multipelvärdering beräknas ett motiverat värde på 3,2 kronor per aktie inom de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario. Denna värdering motsvarar en implicit EV/EBITDA NTM-multipel på 4,4x och en implicit EV/EBIT NTM-multipel på 7,9x. För närvarande handlas referensgruppen till ett medianvärde för EV/EBITDA NTM på 5,9x och för EV/EBIT NTM på 7,4x.

Nyckeltal (MSEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Nettoomsättning	299	327	351	371	389
Byråintäkt	80	79	87	93	99
EBITDA	12,9	8,2	15,0	15,9	17,1
EBIT	9,1	2,4	8,3	9,0	10,0
EBT	7,7	0,8	6,3	7,3	8,5
EPS (SEK)	0,4	0,0	0,3	0,3	0,4
DPS	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2
Tillväxt	-11,1%	9,2%	7,5%	5,8%	4,8%
EBITDA-marginal	4,3%	2,5%	4,3%	4,3%	4,4%
EBIT-marginal	3,0%	0,7%	2,4%	2,4%	2,6%
EV/Sales	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,1x
EV/Byråintäkt	0,7x	0,6x	0,7x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA	4,2x	6,3x	3,8x	3,6x	3,3x
EV/EBIT	5,9x	21,4x	6,8x	6,3x	5,7x
P/E	5,8x	NM	6,0x	5,1x	4,3x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Innehållsförteckning

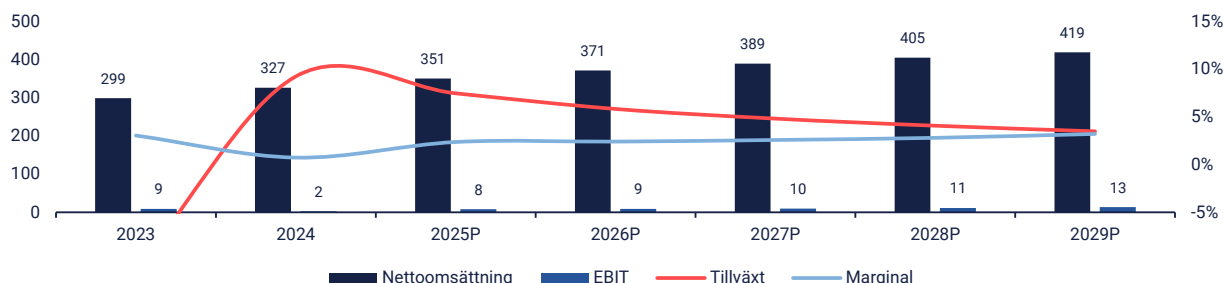
Investment case	3
Ökad byråintäkt per anställd är nyckeln till förbättrad lönsamhet	3
Introduktion till Bolaget	5
Thinc Collective, en översikt.....	5
Fem affärsområden	6
Intäktsmodeller och kunder.....	9
Strategi för tillväxt och marginal expansion	11
Ledning, incitamentsprogram och ägare	14
Marknad, konkurrenslandskap och referensbolag.....	16
Marknad	16
Konkurrens, referensgrupp och värderingar	20
Finansiell utveckling och Carlsquare prognoser	23
Värdering.....	27
Risker och utmaningar	30
Friskrivning.....	34

Investment case

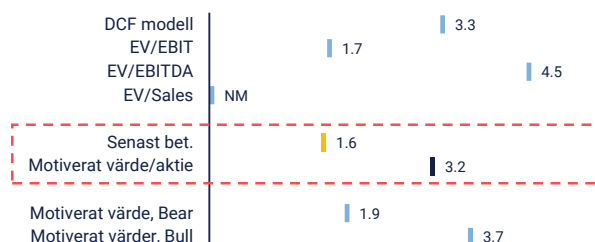
Ökad byråintäkt per anställd är nyckeln till förbättrad lönsamhet

- **Strategisk positionering:** Thinc har en verksamhetsstruktur där koncernbolagen är specialiserade inom olika, mer eller mindre nischade, områden. Detta möjliggör för gruppen att kombinera kompetenser från olika affärsområden och leverera integrerade helhetslösningar – en förmåga som blir allt viktigare i takt med att kundernas behov inom kommunikation och marknadsföring blir mer komplexa. Utöver sin breda expertis har Thinc en stark geografisk närvaro på strategiska platser i Sverige (och Norge). Den lokala förankringen utgör en konkurrensfördel och bidrar till vår bedömning att koncernen är väl positionerad på en marknad präglad av hård konkurrens.
- **Effektivare verksamhet och marginalexpansion:** En betydande del av Bolagets intäkter är kopplad till direkta kostnader för exempelvis fotografering och annonsköp, som redovisas i resultaträkningen som handelsvaror. Intäkter reducerat med direkta kostnader benämns som byråintäkt – ett centralt nyckeltal för lönsamhet. Med starka tillväxtutsikter och genomförda effektiviserings-åtgärder finns goda förutsättningar för att byråintäkt per anställd ska öka markant under 2025 och därefter fortsätta stiga i takt med en förbättrad tjänstemix. Detta utgör också den främsta drivkraften bakom den förväntade marginal-expansionen under 2025 och framledes i vårt basscenario.
- **Förbättrade marknadsförhållanden:** Affärsklimatet förbättrades under 2024, vilket återspeglas i både affärsklimatindex och konjunkturbarometern. Med förbättrade marknadsförhållanden förväntar vi oss att det starka tillväxtmomentum som uppvisades under 2024 kan fortsätta. Vi bedömer även att de gynnsammare marknadsförutsättningarna möjliggör en positiv förändring i tjänstemixen med en större andel av intäkterna kan komma från konsulttjänster med hög mervärdeskapning.
- **Lågt värderad aktie:** I skrivande stund handlas Thinc till en värdering motsvarande en EV/EBITDA NTM på 3,8x och en EV/EBIT NTM på 6,8x. Det är en låg värdering givet en stark tillväxt under 2024 i kombination med fortsatt goda förutsättningar, som tillsammans med en effektiviserad organisation medför att en marginalexpansion ligger i korten. Bolaget har också historiskt haft ett bra kassaflöde från den operativa verksamheten som överskrider EBITDA-resultatet i genomsnitt med 10% under 2023–2024.

Intäkter och lönsamhet (MSEK), basscenario



- **Ett motiverat värde på 3,2 SEK per aktie** beräknas i ett basscenario inom intervallet 1,9 till 3,7 SEK per aktie. Ett motiverat värde per aktie om 3,2 SEK motsvarar en potentiell uppsida om 97%.
- Motiverat värde motsvarar EV/EBITDA NTM om 4,4x,
- Motiverat värde motsvarar EV/EBIT NTM om 7,9x,
- Referensgruppen handlas till en EV/EBITDA NTM om 5,9x och EV/EBITDA NTM of 7,4x,

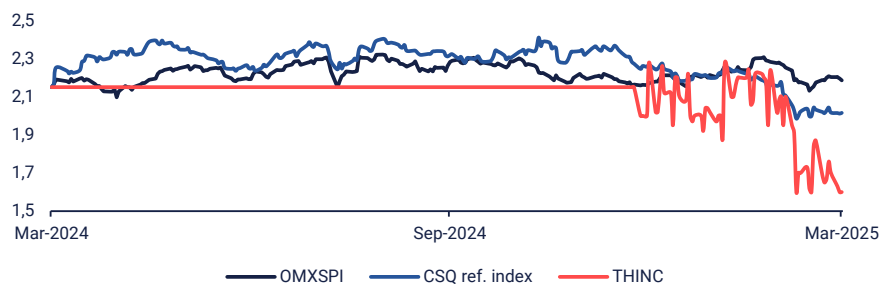


- **Beroende av nyckelpersoner:** Thinc är i stor utsträckning beroende av nyckelpersoners arbetsinsats och engagemang. För att reducera risk för bortfall av nyckelpersoner är dessa ofta aktieägare genom ägarskap direkt i dotterbolaget, i koncernen eller via teckningsoptioner.
- **Konkurrens och teknisk utveckling:** Konkurrensen är intensiv från både stora globala aktörer och mindre specialiserade firmor. Samtidigt är AI och andra tekniker på frammarsch. Det innebär att Bolaget måste kontinuerligt utveckla sina kompetenser för att bibehålla sin konkurrenskraft.

Aktiens utveckling

Grafen nedan visar utvecklingen för Thinc-aktien i jämförelse med OMXSPI och CSQ-referensindexet, som består större internationella kommunikations- och mediebyråer. Aktien har uppvisat en hög volatilitet och sedan listningen i december 2024 på NGM, Nordic SME Sweden utvecklats något svagare än OMXS30PI men starkare än referensindex. Ändock bedömer vi att aktien utveckling ännu inte avspeglar den förväntade utvecklingen under 2025.

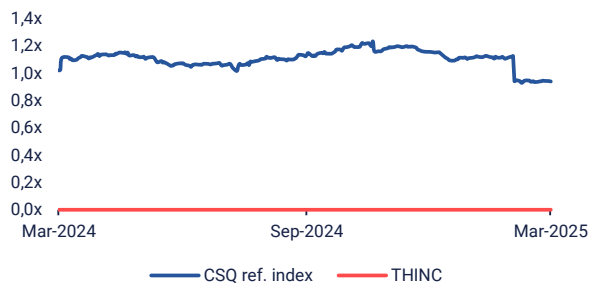
Aktiekursutveckling (Index 25 mars 2024 = SEK 2,5)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

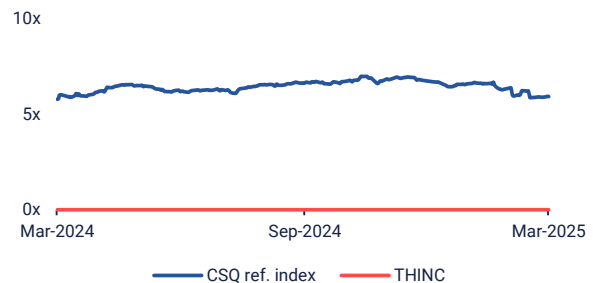
Framåtblickade värderingsmultiplar finns i dagslägen inte tillgängliga. Dock visas dessa nedan för referensgruppen för att ge en förståelse för sektorns värderingsutveckling under de senaste 12 månaderna.

EV/Sales NTM



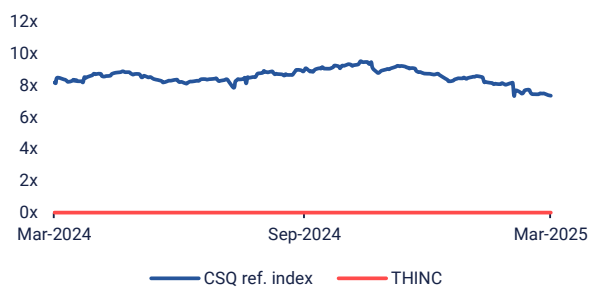
NTM = Nästa tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

EV/EBITDA NTM



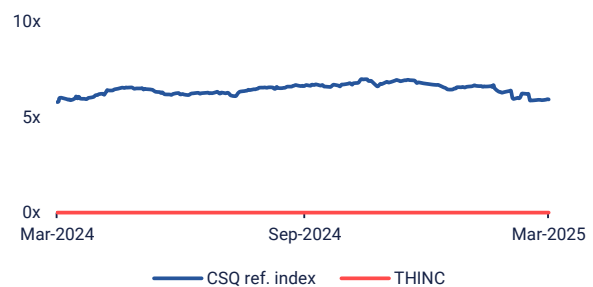
NTM = Nästa tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

EV/EBIT NTM



NTM = Nästa tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

P/E NTM



NTM = Nästa tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Introduktion till Bolaget

Thinc Collective är en kommunikations- och mediekoncern som genom sina koncernbolag erbjuder ett brett utbud av tjänster. Genom att kombinera kompetenser från olika affärsområden kan Bolaget leverera integrerade helhetslösningar, vilket ligger i linje med efterfrågan. Historiskt har förvärv varit en central del av tillväxtstrategin, och detta förblir en fortsatt viktig faktor framöver. Samtidigt har genomförda effektiviseringsåtgärder stärkt lönsamhetsutsikterna, vilket skapar goda förutsättningar för förbättrad marginalutveckling.

Thinc Collective, en översikt

Gemensamma insatser ger synergier och kvalitet

Thinc är en koncern med entreprenörsdrivna, hel- eller delägda konsultbolag, specialiserade på olika grenar inom kommunikation, media, data, analys, teknikutveckling och SaaS-lösningar. Alla med det gemensamma målet; att skapa positiv och mätbar påverkan för kunden i termer av affärsnytta, slutkundsvärde eller samhällsengagemang.

Grunden till Thinc lades under 2008 i och med bildandet av Nowa Kommunikation genom sammanslagningen av byråerna Alsterlund, Meko och Kom Loss. Sedan dess har förvärv och investeringar i intressebolag varit en central komponent i strategin. I dag har Bolaget cirka 127 hel- och deltidskonsulter fördelade på kontor i Stockholm, Göteborg, Malmö, Umeå, Luleå, Växjö, Oslo och Katmandu.

Genom att kombinera stark geografisk räckvidd med en gruppbaserad affärsmodell är Bolaget en stark aktör som levererar skräddarsydda och integrerade helhetslösningar med effektiva processer och hög kvalitet.

Kommunikations och mediebyråer under Thinc-paraplyet



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Finansiella mål

Under 2024 redovisade Thinc en nettoomsättning på 327 MSEK, motsvarande en tillväxt på 9,2%. Trots en bra tillväxt backade EBIT-resultat på 2,4 MSEK under 2024, från 9,1 MSEK under 2023.

Framledes strävar Thinc efter att växa organiskt i en takt som överstiger den underliggande marknaden. Inkluderat 2–3 strategiska förvärv med ett intäktsbidrag mellan 20 och 50 MSEK ökar tillväxtmålet till 20% per år. Under 2028 är målbilden att uppnå en nettoomsättning på minst 750 MSEK till en byråintäkt (intäkter exklusive handelsvaror) på minst 200 MSEK. Samma år siktar Bolaget på en EBITDA-marginal på minst 7%. Vad gäller utdelning skall denna uppgå till 30% av kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändringar i rörelsekapital.

Fem affärsområden

Kommunikationsbranschen kännetecknas av snabba förändringar i innehåll och budskap i exempelvis reklamkampanjer och rådgivning. En viktig konkurrensfördel är att vara innovativ i kundernas kampanjer för att öka deras försäljning. Men för att kunna fortsätta vara innovativa och snabbväxande men ändå maximera synergier och stärka marknadspositionen är koncernbolagen indelade i fem affärsområden: Strategy, Creative, Performance, Digital Solutions och Event. Nedan visas de fem affärsområdena med sina respektive verksamhetsdrivande dotterbolag och ägarandel.

Performance hanterar kundens synlighet i medier

Affärsområdet Performance innefattar Nowa Kommunikation i Sverige och i Norge (ägarandel 100%) samt Context Media (ägarandel 70%). Kunderna inkluderar både privata företag, såsom Dahls, Almondy, Sibylla, Löfbergs och Guldfågeln, samt offentliga organisationer, däribland Arbetsförmedlingen, Socialstyrelsen, Skatteverket och Polisen.

- **Nowa Kommunikation** är en kommunikationsbyrå med kontor i Göteborg, Stockholm, Malmö och Oslo som specialiserar sig på offentlig sektor och företag med samhällsuppdrag. Dotterbolaget erbjuder expertis inom media, PR, grafisk produktion och arbetsgivarvarumärke.
- **Context Media** är en mediebyrå med kontor i Umeå, Luleå, Stockholm och Växjö. Företaget är specialiserat på skräddarsydda strategier för medieköp och marknadsföring. Dotterbolaget har bl.a. kommit på en tredjeplats i Årets Mediebyrå för 2022 och en andraplats för 2021.

Affärsområdet Strategy med fokus på kommunikation

Affärsområdet Strategy innefattar dotterbolagen Nowa Empower (ägarandel 72.5%) och Habermax (ägarandel 70%) samt intressebolaget Safir Communication (ägarandel 49%). Kundportföljen består av större företag och organisationer, såsom DB Schenker, OnePartnerGroup och Göteborgs stad.

- **Nowa Empower** är en PR- och kommunikationsbyrå som erbjuder strategikonstulering vad gäller kommunikation i både köpta och förtjänade medier, med målet att bygga långsiktiga varumärken med fokus på kreativitet och hållbarhet. Dotterbolaget har kontor i Göteborg, Stockholm och Oslo.
- **Habermax** är en konsultbyrå med kontor i Stockholm och Göteborg som specialiserar sig på utveckling av varumärkesstrategier skräddarsydda baserat på analyser av bl.a. målgrupp, marknad, erbjudande, upplevelse och organisation. Dotterbolaget erbjuder även verktyg som BrandMax för att diagnostisera varumärkets styrkor och svagheter samt RoiMax för att bevisa marknadsföringens effekter.
- **Safir Communication** är en konsultbyrå som från kontoret i Stockholm erbjuder strategisk rådgivning inom områdena: Investor Relations, Corporate Reporting, Corporate Governance och Corporate Communication.

Creative lyfter varumärken

Affärsområdet Creative består av dotterbolagen KKM (ägarandel 54%) och Nowadays (ägarandel 51%) samt av intressebolaget FAB Agency (ägarandel 20%). Bland kunderna finns både företag och organisationer, såsom Sveriges Bryggerier, LRF, Hockeyallsvenskan och Jordbruksverket.

- **KKM** är en kommunikationsbyrå med kontor i Stockholm som erbjuder tjänster inom kommunikation, opinionsbildning och kunskapsöverföring till i huvudsak intresseorganisationer och offentlig sektor.
- **Nowadays** är ett filmbolag med kontor och egen studio i Göteborg som är inriktade skapandet av film och animering för exempelvis varumärkesfilmer, informationsfilmer eller kommersiella filmer. Dotterbolaget erbjuder även tjänster inom skapandet av content och lösningar för varumärkeskommunikation på sociala medier.
- **FAB Agency** är en kreativ byrå som erbjuder tjänster för att optimera relevansen i varumärkeskommunikation genom exempelvis kommunikationskoncept, kampanjer, grafisk design, annonsering och innehållsproduktion för olika kanaler. Intressebolaget har kontor i Göteborg.

Digital solutions med fokus på det digitala

Inom detta affärsområde ingår dotterbolaget Tundran Digital Explorers (ägarandel 70,2%) och intressebolaget Websearch (ägarandel 20%). Bland kunderna finns bl.a. FN, WWF, Dahls och Ikea.

- **Tundran Digital Explorers** är en webbyrå och digital byrå som erbjuder heltäckande digitala lösningar för att optimera kunders digitala närvaro. Tjänsteutbudet inkluderar webbutveckling, design och UX, innehållsproduktion, marknadsföring samt drift och underhåll. Tundran har kontor i Göteborg.
- **Websearch** är en webbyrå med kontor i Stockholm och Kathmandu, Nepal. Med kompetensområden som AI-applikationer, webbutveckling, UX-design, PHP, UI-design, .NET och WordPress utvecklar intressebolaget webbsidor, mobilappar och digitala plattformar som adresserar viktiga samhällsutmaningar.

Event skapar känslan och upplevelsen

Event är det senast adderade affärsområdet efter nyförvärvade intressebolaget BANG Agency (ägarandel 30%) och den nystartade verksamheten Thinc Experience (ägarandel 39%). Dotterbolagen Jetty (ägarandel 100%) och Prodekor (ägarandel 77%) inkluderas sedan kv3 2024 också i affärsområdet Event. Affärsområdet har kunder inom både den offentliga och privata sektorn, såsom Försvarsmakten, UNICEF, Live Nation och Liseberg redovisade

- **Jetty** är ett SaaS-bolag med ett molnbaserat mjukvarusystem för att effektivisera planering, kommunikation och genomförande av evenemang. Systemet erbjuder en omfattande uppsättning funktioner som täcker allt från bokningar och teknisk produktion till marknadsföring och personalhantering.
- **Thinc Experience** är en ny byrå med fokus på varumärkesupplevelser med fokus på att skapa minnesvärda och engagerande upplevelser i live-miljö, så som event eller möten.

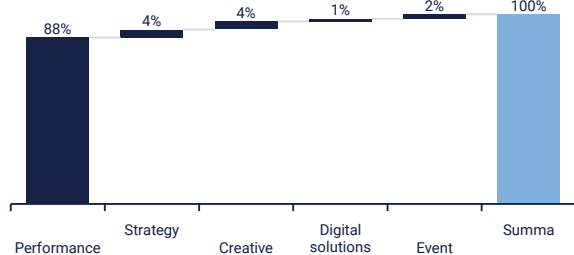
- **Prodekor** är med kontor i Göteborg specialiserat på att skapa och leverera dekorer för musikscener, mässor och evenemang, så som backdrops och ridåsystem samt mässmontrar och bu-tiksdekorer. Med fokus på att återanvända, renovera och hyra ut produkter skapas en cirkulär och hållbar verksamhet.
- **BANG Agency** är en kreativ byrå som kombinerar reklam, evenemang, PR, innehåll, design och teknik för att leverera helhetslösningar till kund i både digitala och fysiska miljöer.

Performance, det största affärsområdet

Som framgår i den högra grafen nedan är Performance gruppens största affärsområde under H2 2024, i termer av intäkter exkluderat intressebolag men före elimineringar. På en andra och tredjeplats kommer Strategy följt av Creative med ett intäktsbidrag motsvarande 4,3%, respektive 4,2% under H2 2024.

Inkluderas intressebolagen (holdingbolagets ägarandel <50%) kvarstår Performance som det största affärsområdet med ett intäktsbidrag motsvarande 65% samtidigt som Event blir gruppens andra största affärsområde med ett intäktsbidrag motsvarande 18%. Se graf ovan till höger.

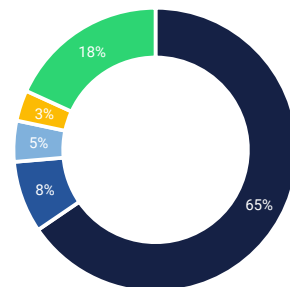
Intäktsbidrag, exkl. intressebolag, H2 2024



*Exkluderat intressebolag och före elimineringar. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Intäktsfördelning inkl. intressebolag, H2 2024

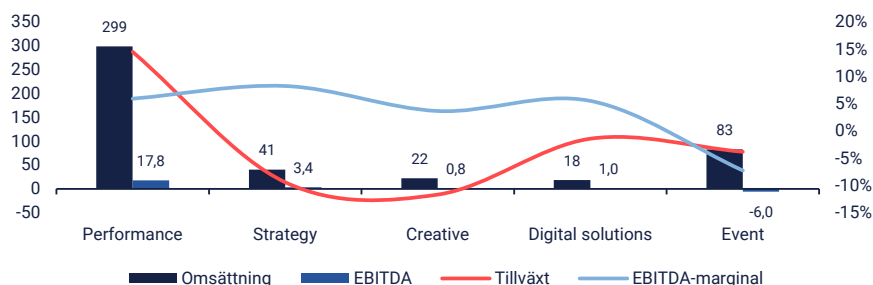
- Performance
- Strategy
- Creative
- Digital solutions
- Event



*Inkluderat intressebolag och före elimineringar. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Inkluderat intressebolag och före elimineringar är Performance även sett till EBITDA-resultat det största affärsområdet. Under 2024 redovisade Performance ett EBITDA-resultat om 17,8 MSEK, motsvarande en marginal på 6,6%. Som även visas i graf nedan redovisades ett negativt EBITDA-resultat för Event om 6 MSEK medan de övriga affärsområdena visar ett positivt, eller marginellt negativt EBITDA resultat.

Finansiell utveckling per affärsområde*



*Inkluderat intressebolag och före elimineringar. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Intäktsmodeller och kunder

Intäktsmodeller ger viss förutsägbarhet i intäktsflödet

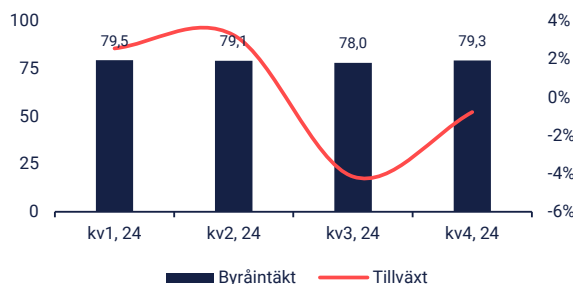
Varje bolag inom Thinc Collective erbjuder specialiserade tjänster och tar betalt baserat på projektets omfattning, varaktighet och komplexitet. Med ett brett tjänsterbjudande kommer gruppens intäkter från diversifierade modell, vilket minskar risken och skapar stabilitet i affärsverksamheten.

- **Konsultintäkter per projekt, timma eller löpande:** Dotterbolagen, så som Nowa Kommunikation, Nowa Empower, Safir eller FAB Agency, eller BANG som i en form eller en annan erbjuder tjänster inom kommunikation och PR, strategisk rådgivning, reklam och branding genererar typiskt sett intäkter i form av konsultavgifter prissatt per projekt, genom en löpande månadsavgift eller per timme.
- **Produktionsavgifter:** Företag under gruppens paraply, som Nowadays och Websearch som skapar exempelvis hemsidor och digitala applikationer av olika slag arbetar typiskt sett i projekt men kan även erhålla intäkter från hosting, vidareutveckling, och underhållstjänster. I vissa enstaka fall kan det finnas möjligheter att "produktifiera" ett projekt för licensintäkter till andra företag och plattformar.
- **SaaS-intäkter:** Jetty erbjuder sina kunder en molnbaserad mjukvarulösning för eventhantering. Det innebär att Jetty licensierar ut plattformen mot en, månatlig, kvartalsvis eller årsvis återkommande intäkt.
- **Medieköp och intäktsdelning:** Mediebyråer som Context Media genererar typiskt sett intäkter i form av en provision från medieköp. Det är heller inte ovanligt i branschen med intäktsdelning, alltså att mediebyrån erhåller en %-andel från annonsplattformar och mediekanalet när de köper annonsutrymme åt sina kunder.

Byråintäkt per anställd visar fin tillväxt

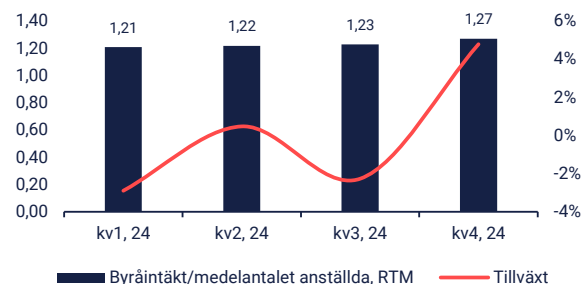
En betydande del av byråernas intäkter brukar bestå av vidarefakturerade utlägg. Därför är så kallad byråintäkt ett branschspecifikt nyckeltal som beräknas som omsättning reducerad med direkt vidarefakturerade kostnader, exempelvis för medieköp, produktionskostnader för fotografi eller tryckeri, samt kostnader för eventlokaler och logistik. Det innebär att rörelsemarginalen kan mätas både på Bolagets nettoomsättning och byråintäkt. Ett annat nyckeltal är byråintäkt per anställd. Som visas i graf nedan låg denna på ca 1,27 MSEK rullande tolv månader i kv4 2024. En målsättning bör vara runt 1,4 MSEK per anställd.

Byråintäkt (MSEK) och tillväxt, RTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Byråintäkt per anställd (MSEK) och tillväxt, RTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

En kundmix med både för- och nackdelar

Thinc Collective har en diversifierad kundportfölj som inkluderar både offentliga och privata organisationer. Bland de offentliga referenskunderna finns bland annat Skatteverket, Polisen och Arbetsförmedlingen. Bland de privatägda referenskunderna finns bland annat IKEA, Löfbergs och DB Schenker. Även om detaljer om kundfördelningen inte är publikt offentliggjorda, är det vår bedömning att affärsområdet Performance i större utsträckning än de övriga affärsområdena arbetar med offentliga kunder. En väl sammanvägd mix av både offentliga och privata kunder ger en bra balans mellan stabilitet och tillväxtpotentialer.

Offentliga kunder ger kredibilitet och långsiktighet

Offentliga uppdrag för kunder såsom myndigheter, kommuner och statliga bolag med hög kreditvärdighet är ofta långsiktiga, vilket bidrar till stabila intäkter över tid. Dessa kunder genomför upphandlingsprocesser för sina projekt och uppdrag, vilket skapar tydlighet och transparens.

Samtidigt är upphandlingarna ofta omfattande och komplexa, vilket kan leda till en viss rigiditet i kontrakt och prissättning. Eftersom dessa uppdrag alltid är konkurrensutsatta och flera aktörer deltar i anbudsfordrandet, är marginalerna generellt sett lägre än vid uppdrag för privata kunder.

Privata kunder ger utrymme för flexibilitet och snabba processer

Att ha privata företag som kunder innebär både möjligheter och utmaningar beroende på bransch, affärsmodell och marknadsförhållanden. En av de största fördelarna är kortare beslutsvägar, vilket möjliggör snabbare affärsprocesser och en mer flexibel anpassning av erbjudanden, prissättning och samarbetets omfattning.

Samtidigt innebär samarbete med privata företag en högre kreditrisk, risk för förseningar i betalningar eller i värsta fall konkurs. Samtidigt är konkurrensen ofta hård, vilket kan pressa priserna och göra det svårare att behålla kunder över tid.

Strategi för tillväxt och marginal expansion

Thinc Collective strävar efter att etablera sig som Nordens ledande kommunikationsbyrå. Detta ska uppnås genom fortsatt organisk tillväxt och strategiska förvärv, med lokal närvaro på geografiska nyckelmarknader såsom Stockholm, Malmö, Oslo och Köpenhamn. Utöver fokus på förvärv och försäljning är en stark företagskultur och tydlig kommunikation avgörande faktorer för att nå den önskade marknadspositionen.

Kollektivet skapar möjligheter

Gruppens intresse- och dotterbolag arbetar både självständigt och i samverkan för att erbjuda kunderna integrerade lösningar. Genom att kombinera expertis från olika verksamheter inom gruppen kan en heltäckande lösning skapas. Detta leder till effektiva arbetsprocesser och gör det möjligt för gruppen att ta sig an större och mer komplexa uppdrag, vilket i sin tur kan driva både tillväxt och lönsamhet över tid.

Ett exempel är samarbetet med Riksgälden där Granath, Nowadays, Nowa Kommunikation och Tundran tillsammans skall arbeta med för grafisk formgivning och produktion. Ett annat exempel är samarbetet med den tyska researrangören Neckermann Reisen vid lanseringen i Norden. I projektet ansvarade Nowa Empower för reklamstrategi och kreativ kommunikation, medan Context Media hanterade mediestrategin.

Ur kundens perspektiv finns flera fördelar, såsom en enhetlig strategi för projektgenomförandet och att alla delmoment är anpassade för att fungera smidigt tillsammans. Dessutom slipper kunden samordna mellan olika aktörer, vilket ytterligare ökar effektiviteten.

Förvärv är på agendan

Sedan starten har Thinc genomfört flera strategiska förvärv och investeringar i entreprenörsdrivna och nischade företag inom kommunikation, media och teknik. Förvärv utgör en central del av Bolagets strategi, och det är vanligt att Bolaget initialt köper en minoritetsandel med en option att öka ägandet över tid. Detta minskar risken, samtidigt som det är avgörande att nyckelpersoner i de förvärvade bolagen behåller ett ägarskap, antingen i dotterbolaget eller i koncernen.

Syftet med dessa förvärv och investeringar är att driva tillväxt och minska risker. Tillväxt skapas dels genom de intäkter som de förvärvade bolagen genererar, dels genom möjligheten att realisera försäljningssynergier vid en väl genomförd integration i gruppens struktur och kultur. Samtidigt kan marginalerna stärkas genom effektiviseringar, exempelvis genom att eliminera överlappande system och administrativa kostnader.

Att förvärva kompletterande verksamheter gör det också möjligt för gruppen att hantera större och mer komplexa projekt på ett integrerat sätt. Dessutom bidrar ett diversifierat tjänsteutbud till att sprida risker genom exponering mot flera nischmarknader.

En väl exekverad förvärvsstrategi kan även skapa arbitragemöjligheter när betalning sker i form av egna aktier. Om Thinc Collectives aktie är högre värderad än det förvärvade bolaget kan detta resultera i ett ökat lönsamhetsbidrag per aktie, även efter utspädning från nyemitterade aktier för köpeskillingen.

Förvärvet av Context Media

Förvärvet av 70% av aktierna i Context Media, en mediebyrå med fokus på strategier, analyser och projektledning inom medieplanering och -inköp i olika kanaler som radio, TV och online, i slutet av 2021 är ett bra exempel på hur Bolaget har använt förvärv för att stärka/expandera sitt erbjudande och således skapa förutsättningar för försäljningssynergier och tillväxt. Då 30% av aktierna fortfarande ägs av nyckelpersoner, bibehålls entreprenörsandan och ett incitament för nyckelperson är vara kvar i verksamheten.

Context Media drivs fortsatt som ett enskilt dotterbolag och är gruppens tredje största vad gäller intäkter, inkluderat intressebolag och före elimineringar. Dock har flera historiska förvärvsobjekt slagits samman med andra dotterbolag under resans gång för att ge strategiska konkurrensfördelar och ökad effektivitet.

Förvärv stärkt erbjudande inom digital omvandling

Under 2017 förvärvade Thinc Collective tre byråer: DNA Agency, Habermax och Tre Art Reklambyrå (Tre Art). Medan Habermax fortsätter att verka som ett fristående dotterbolag, har DNA Agency och Tre Art strategiskt integrerats i större dotterbolagskonstellationer för att stärka marknadspositionen.

År 2022 förvärvade dotterbolaget Nowa Empower 100 % av aktierna i Tre Art genom en apportemission, vilket gjorde Tre Arts delägare till delägare i Nowa Empower. Sammanslagningen syftade till att kombinera bolagens kompetenser och resurser för att skapa ännu mer effektiva och kreativa lösningar.

DNA Agency var specialiserat på koncept- och varumärkesutveckling, särskilt med fokus på snabbkonsumerade varumärken. Under 2023 förvärvade dotterbolaget Tigerton AB 100% av aktierna i DNA Agency, samtidigt som Thinc Digital Labs integrerades i fusionen. Detta ledde till bildandet av den nya digitala fullservicebyrån Tundran Digital Explorers. Syftet med sammanslagningen var att kombinera bolagens expertis inom webbutveckling, digital strategi och kreativ kommunikation för att bättre hantera större och mer komplexa projekt samt erbjuda kunder en helhetslösning inom digital omvandling.

Förvärv stärkt erbjudande inom scendekoration

Under 2016 förvärvade Thinc Collective företaget ADV Idé & Design (ADV), ett nischat företag specialiserat på att skapa och leverera dekorer för musikscener, mässor och evenemang, så som backdrops och ridåsystem samt mässmontrar och bu-tiksdekorer. Under 2021 slogs ADV samman med Nowa Kommunikations dotterbolag, Artiflex Väst, som resulterade i bildandet av Prodekor i Sverige (Prodekor) med en bredare erbjudandeportfölj av design- och produktionslösningar inom dekoration och scenografi.

Förvärvet av ADV och den efterföljande sammanslagningen med Artiflex Väst och bildandet av Prodekor är ett exempel på hur Thinc Collectives arbetar med att stärka sin position via mer omfattande tjänsteportföljer pådrivet av genom förvärv och sammanslagningar av dotterbolag.

Åtgärden för effektivitet och lönsamhet

Thinc arbetar kontinuerligt med att anpassa sin verksamhet efter rådande marknadsförhållanden. I de utmanande marknadsförhållanden som präglade den senaste tiden har flera besparingsprogram genomförts på koncernnivå för att stärka lönsamheten och öka effektiviteten.

Under 2023 initierades besparingsåtgärder inom koncernbolagen, vilket bland annat ledde till en minskning av antalet heltidsanställda från 68 till 62 vid utgången av tredje kvartalet 2024. De senaste initiativen har implementerats av intressebolaget Safir Communication och beräknas nå full effekt under första kvartalet 2025.

Utöver reducerade personalkostnader har åtgärder även vidtagits på en mer övergripande nivå inom koncernen. Genom omstruktureringar har effektiviteten ökat, samtidigt som samlokalisering av koncernbolag har genomförts för att minska lokalkostnader och andra overheadkostnader.

Ledning, incitamentsprogram och ägare

Ledningsgrupp



Anders Wallqvist är koncernchef i Thinc Collective. Anders är marknadsekonom och utbildad i kommunikation. Han är idag verksam som ordförande i ett antal dotterbolag inom Thinc Collective-koncernen. Anders har tidigare varit VD för Mediebyrå Kommunikation, Carat X-Press och COO för Aegis Media Services Nordic. Anders äger 2 551 344 aktier i Thinc Collective.



Magnus Götenfelt, född 1963, är CFO i Thinc Collective. Magnus har en gedigen erfarenhet inom redovisning och finans från tiden som revisor och rådgivare på PwC. Han äger 28 736 aktier i Thinc Collective.

Källa: Bolagsinformation

Styrelse



Hans Jacobsson, född 1967, är styrelseordförande i Thinc Collective. Tidigare har han bland annat varit VD på Rootfruit Scandinavia, finansdirektör på General Mills Scandinavia samt investeringsansvarig inom Bure-sfären. Idag är Hans bland annat styrelseordförande i Zinzino AB och Lohilo Foods. Han äger 1 630 427 aktier i Thinc Collective.



Gabriele Helmer, född 1977, är styrelseledamot i Thinc Collective. Gabriele har en Master i Business Administration och International Marketing. Hon arbetar idag som CMO på Zinzino i Sverige. Gabriele har tidigare bland annat varit marknadschef för Specsavers Sverige och General Mills Nordic. Hennes aktieinnehav i Thinc Collective uppgår till 71 839 aktier.



Lisa Nilsson, född 1979, är styrelseledamot i Thinc Collective. Lisa är partner med fokus på strategi och kommunikation i A Great Company som utvecklar koncept och organisation för kultur-, mötes- och evenemangsbranschen. Lisa är också en av grundarna till Jetty och tog detta bolag till Spotlight Stock Market. Hon äger 147 224 aktier i Thinc Collective.



Stefan Winström, född 1953, är styrelseledamot i Thinc Collective. Han är Civilingenjör från Chalmers med en Masters of Science från Imperial College, London. Tidigare har han bland annat varit VD för Array AB, Fly Me Europe AB och Poseidon Diving Systems AB. Stefans aktieinnehav i Thinc Collective uppgår till 215 518 aktier.



Staffan Petersson, född 1971, är styrelseledamot i Thinc Collective. Han är utbildad i kommunikation och pedagogik. Staffan är idag verksam som partner/PL i Context Media. Han har tidigare varit verksam i TV4-gruppen. Staffan äger 479 758 aktier i Thinc Collective.



Maria Källsson, född 1976, är VD på Safir Communications samt styrelseledamot i Thinc Collective. Hon är utbildad internationell ekonom efter studier vid Lunds universitet och i St Gallen i Schweiz samt utbildad i kommunikation vid Berh's School of Communication. Maria har tidigare varit VP för Svenska Mässan i Göteborg och arbetat för OMX Nasdaq. Hon äger inga aktier i Thinc Collective.

Källa: Bolagsinformation

Antal aktier och incitamentsprogram

Thinc har för närvarande cirka 17 miljoner utestående aktier. Bolaget har ett aktivt incitamentsprogram:

- 2022/2026: 0.9 miljoner utestående optioner med ett lösenpris på 4.5 kronor per aktie. Sista teckningsdagen är satt till 31 mars 2026.

Vid fullteckning av utestående teckningsoptioner tillhörande incitamentsprogram 2022/2026 medförs en utspädning om cirka 5.2%.

Ägarstruktur

Bolagets tre största ägare är alla aktiva i bolaget och består av VD, Anders Wallqvist och styrelseordförande Hans Jacobsson som tillsammans äger 25,5% av både kapital och röster. Bolagets tredje största ägare, Peter Westman, äger 9,2% och är VD för andra största dotterbolag, Context Media. Navigo Invest är ett noterat investmentbolag med en noterad bolagsportfölj värderad till 235 MSEK (per 28 feb. 2025). Rune Nordström är tidigare styrelsemedlem och tidigare partner på Nowa Kommunikation.

De tio största ägarna

Ägare	% aktiekapital	% röster
Anders Wallqvist	14.72%	14.72%
Hans Jacobsson	10.82%	10.82%
Peter Westman	9.27%	9.27%
Navigo Invest AB	6.75%	6.75%
Rune Nordström	4.56%	4.56%
Tigerrace AB	3.42%	3.42%
Brand Arena Nordic Group AB	3.42%	3.42%
Avanza Pension	3.13%	3.13%
Staffan Petersson	2.81%	2.81%
Fredrik Sundberg	2.79%	2.79%

2024-12-31 Källa: Holdings.se

Marknad, konkurrenslandskap och referensbolag

Marknaden för strategisk rådgivning inom PR och kommunikation förväntas växa med cirka 6% under de kommande åren. Däremot är marknaden för mediebyråer mer mogen och förväntas därmed ha en mer måttlig tillväxt. För att behålla sin konkurrenskraft måste aktörerna hålla jämna steg med den tekniska utvecklingen. Samtidigt ökar efterfrågan på integrerade lösningar, såsom de Thinc erbjuder.

Marknad

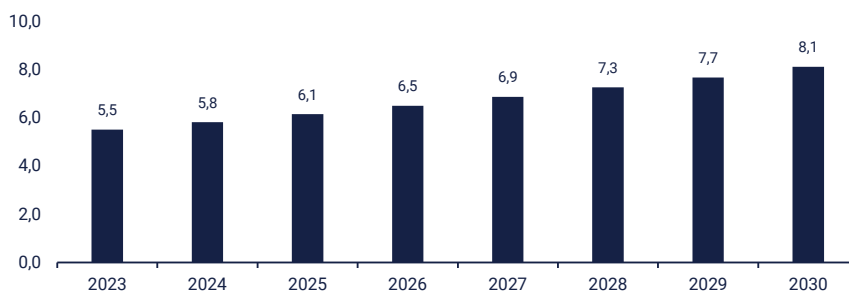
Marknaden för PR- och kommunikationsbyråer

Marknaden för kommunikationsbyråer är en dynamisk bransch som omfattar allt från PR och marknadsföring till digital strategi och varumärkesutveckling. Med digitalisering, teknisk utveckling och förändrade konsumentbeteenden har branschen förändrats.

I Norden har marknaden för PR- och kommunikation historiskt kännetecknats av en stadig ökning i marknadsvärde. Enligt branschorganisationen PRECIS värderades marknaden för PR- och kommunikationsbolag i Sverige ca. 3,1 miljarder SEK. I Norge värderades motsvarande marknad till 2,3 miljarder NOK under 2022, enligt Norges motsvarighet till SCB, SSB. 2023 var ett bra år efter COVID-pandemin då marknaden i de båda länderna uppskattas ha växt med ca 10%. Enligt Mordor Intelligence väntas den nordiska marknaden för PR och kommunikations-bolag växa med 5,7% per år fram till 2030.

Nedan visas en uppskattning av marknadens värde i Sverige och Norge.

En uppskattning av marknaden för PR- och kommunikationsbyråer (mdr SEK)



Källa: PRECIS, SSB och Carlsquare analys

Ny teknik för effektivisering och precision

Den nordiska marknaden för PR- och kommunikationsbyråer är i ständig förändring och drivs framåt av bl.a. digitalisering, teknologisk utveckling och förändrade konsumtionsmönster. Ny teknik som effektiviserar arbetsprocesser skapar detta möjligheter för byråer att, med rätt verktyg, öka sina marginaler. Samtidigt innebär det en utmaning för aktörer som har svårt att rekrytera eller utveckla den nödvändiga kompetensen. AI är en central teknologi i denna utveckling, ofta i kombination med big data-analyser av beteenden för att öka träffsäkerheten i kommunikationen.

Efterfrågan förändras över tid

Teknisk utveckling och förändrade kundbeteenden driver även utvecklingen inom kundernas verksamheter som i sin tur leder till en förändrad efterfråga. Exempelvis ökar efterfrågan på influencer marketing och kampanjer i sociala medier som Instagram och LinkedIn. AI-drivna chatbots och röstassistenter är ytterligare exempel på teknik som spelar en allt större roll. Samtidigt växer behovet av kommunikationsstrategier inom nya områden, såsom hållbarhet och ESG.

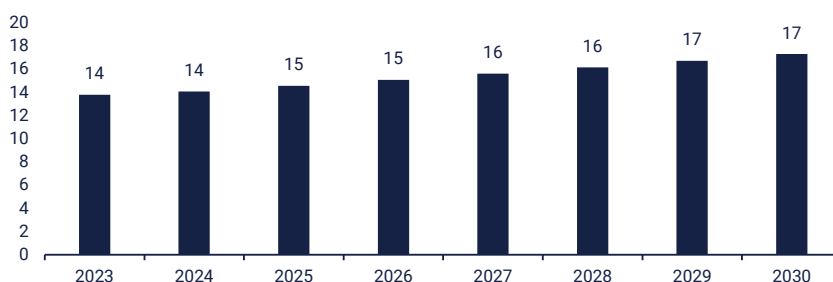
Den ökade efterfrågan gör att strategierna blir mer komplexa, vilket i sin tur driver företag att söka integrerade projektlösningar från helhetsleverantörer som Thinc. Denna trend återspeglas även på M&A-marknaden, där allt fler aktörer aktivt söker efter spetskompetens för att stärka sina erbjudanden.

Marknaden för mediebyråer

Mediebyråer arbetar med att analysera, planera och köpa annonsutrymme för företag och varumärken i syfte att maximera räckvidd och effekt. Mediebyråer spelar således en central roll på marknaden för kommunikation och marknadsföring. Dock, likt marknaden för kommunikationsbyråer är marknaden för mediebyrå påverkad av digitalisering, teknologisk utveckling och förändrade konsumtionsmönster.

Enligt IRM Institutet för Reklam- och Mediestatistik värderades marknaden för reklam och annonser till cirka 108 miljarder SEK under 2023. Det motsvarar i sin tur en mindre negativ tillväxt om ca -1%. I Danmark förväntades marknaden växa med knappt 2% under 2024. Enligt Dentsu, ett internationellt japanskt reklam- och PR-företag, förväntas marknaden i Europa växa med 4,8% under 2025 för att under de kommande åren växa mellan 2–5% per år. Nedan visas en uppskattning av marknaden för mediebyråer i Norden i termer av byråintäkter. Det givet antaganden om att 85% av alla annonsköp går igenom en mediebyrå och att dessa har en marginal efter inköp av annonsplatser om 15%.

En uppskattning av marknaden* för mediebyråer (mdr SEK)



*Avser byråintäkt. Källa: IRM, Dentsu och Carlsquare analys

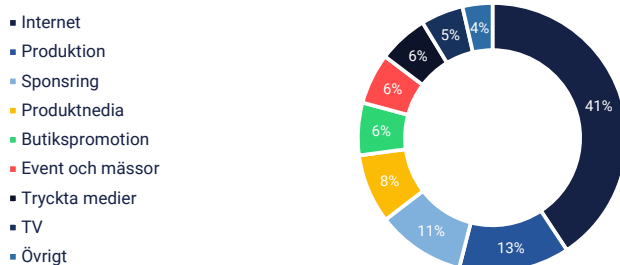
Digitala kanaler – en fortsatt drivare av marknaden

Med modesta tillväxttal är marknaden för annonsering är över lag mogen. Den kanal som driver tillväxten för marknaden som helhet är de digitala kanalerna. I Sverige var digitala kanaler den största med en andel om ca 41% under 2023.

Nordiska konsumenter spenderar mycket tid på nätet och annonsörerna har följt efter med större budgetutrymmen för online-kampanjer. Annonsintäkterna online

har vuxit med tvåsiffriga tal under de senaste åren (bortsett från nedgången 2020). Under de kommande åren förväntas dock tillväxttakten ligga mellan 5–10%.

Fördelning av svensk reklammarknad, 2023



Källa: IHR och Carlsquare

Ny teknik för effektivisering och precision

I vanlig ordning är teknologisk utveckling i form av AI, programmatisk annonsering och nya annonsformat både en möjlighet och en risk. Ett exempel på teknologisk utveckling är programmatiska annonsköp och målgruppsstyrd digital annonsering. Detta har ökat kraftigt i Norden mot bakgrund av en hög internetanvändning och tillgång till kvalitetsdata.

Parallellt som en större andel marknadsaktörer drar nytta av ny teknik har också efterfrågan på datadriven och mätbarhet i marknadsföring, programmatisk och målgruppsstyrd annonsering och optimering av mediemix ökat. Det gör också att mediebyråernas arbete komplex men bör också driva intäkter och lönsamhet för framstående aktörer då dessa kan leverera till hög(re) kvalitet.

Förbättrat affärsklimat under 2024

Marknaden för reklam, marknadsföring och kommunikation följer den allmänna konjunkturutvecklingen. I början av 2022 visade affärsklimatet i Sverige relativt starka siffror när ekonomin återhämtade sig från COVID-19-pandemin. Kriget i Ukraina och stigande inflation med höga energipriser ledde dock till en betydande nedgång i förtroendet påverkat av bl.a. och stigande räntor. Med ett fortsatt inflationstryck och åtstramande penningpolitik samt oro för en möjlig recession fortsatte det låga affärsklimatet under hela 2023. Nu har centralbanker börjat sänka räntorna, vilket har bidragit till ett förbättrat förtroende under 2024 och i Sverige fortsätter trenden även in i 2025 vad gäller affärsklimat. Dock skall noteras att det fortfarande finns en oro för efterfrågan.

Svenskt affärsklimatindex



Källa: KI och Carlsquare

Barometerindikatorn

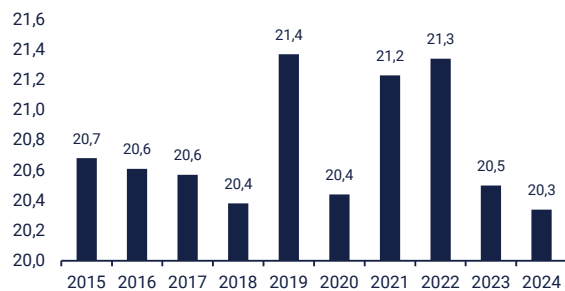


Källa: KI och Carlsquare

Vissa av bolagets kundföretag (exempelvis industribolag) är mer konjunktur-känsliga, medan bolag i andra sektorer som till exempel livsmedelshandeln har en lägre konjunkturkänslighet. De senare brukar få en ökad betydelse i köpkraft för annonser och marknadsföring under en lågkonjunktur. Även offentliga kunder brukar till följd av sin finansiering (statsbidrag eller kommunalskatt) vara stabila i sina beställningar över en konjunkturcykel.

Svensk BNP har under de senaste tio åren vuxit i genomsnitt med 1,9% mätt med fasta priser. Vad gäller investeringar över lag har offentlig sektor ökat sin andel av total BNP från 4,8% under 2015 till 6,0% under 2024. Parallellt har privat sektors andel minskat från 20,7% till 20,3%. Även om investeringar i strategisk rådgivning och marknadsföring är en mycket liten andel av de totala investeringarna indikerar detta ändå att det finns en betydande fördel i form av riskreduktion i att ha en diversifierad kundportfölj, så som Thinc har.

Investeringar som andel av BNP (%), privat sektor



Källa: SCB och Carlsquare

Investeringar som andel av BNP (%), offentlig sektor



Källa: SCB och Carlsquare

Konkurrens, referensgrupp och värderingar

Konkurrenslandskapet på den nordiska marknaden för kommunikationsbyråer präglas intensiv och dynamisk konkurrens från en mångfald av aktörer, från stora internationella byråer med nordiska kontor till mindre, lokala och specialiserade byråer. Det finns även en växande trend med frilansare och konsultnätverk. Med den teknologiska utvecklingen har tjänsteerbjudandet breddats vilket medfört en ökad konkurrens specialister.

Konkurrenslandskapet på den nordiska marknaden för mediebyråer påminner om den för kommunikationsbyråer i den meningen av konkurrensen är intensiv med både globala och lokala aktörer. Samtidigt har marknaden genomgått en fas av konsolidering, vilket innebär färre men större aktörer. Även på marknaden för mediebyråer finns en trend mot ökad specialisering.

En referensgrupp av större noterade bolag

I referensgruppen har vi inkluderat bolag vars verksamhet påminner om den som Bolaget bedriver. Referensgruppen innehåller i huvudsak stora internationella aktörer. Som visas i tabellen nedan förväntas referensgruppen i median växa med minus 0,3% under de kommande 12 månaderna. Notera att spridningen vad gäller framtida förväntad tillväxt är hög, mellan minus -27,2% till plus 16,6%. Samtidigt förväntas EBIT-marginalen i median landa på 12,1%.

Värdering, referensgrupp

Bolag	Mcap (EURm)	Intäkter, NTM	Tillväxt, NTM	3 år CAGR	EBIT, NTM	EBIT m, NTM	3 år ge- noms. m	EV/Sales, NTM	EV/EBITD A, NTM	EV/EBIT, NTM	P/E, NTM
Publicis Groupe	23 018	14 966	-6,6%	1,3%	2 733	18,3%	18,3%	1,6x	7,5x	9,0x	11,7x
Omnicom Group	14 610	15 024	-0,9%	2,4%	2 293	15,3%	15,4%	1,2x	7,3x	7,9x	9,5x
WPP	7 889	12 975	-27,2%	-8,8%	1 866	14,4%	14,9%	1,0x	5,4x	6,8x	7,2x
Dentsu Group	5 398	8 778	1,3%	2,1%	627	7,1%	9,2%	0,8x	6,5x	11,0x	29,0x
Stagwell	661	2 751	0,2%	3,2%	188	6,8%	7,1%	0,9x	6,2x	13,3x	7,4x
S4 Capital	276	940	-8,4%	0,4%	92	9,8%	10,6%	0,5x	4,7x	5,3x	7,7x
Public Policy	197	169	16,6%	10,7%	41	24,5%	25,0%	1,4x	5,7x	5,7x	7,2x
Jungle21	56	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Hopscotch	51	314	13,2%	NA	11	3,4%	3,4%	0,2x	4,4x	6,4x	7,8x
Novus Group	3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Median	468	5 765	-0,3%	2,1%	408	12,1%	12,8%	0,9x	5,9x	7,4x	7,7x
Avg	5 216	6 990	-1%	2%	982	12%	13%	1,0x	5,9x	8,2x	10,9x
Thinc*	2,5	31	7,5%	6,0%	15	4,3%	4,3%	0,2x	4,4x	7,9x	11,8x

*Multiplar baserat på Carlsquare prognoser och värdering. NTM = Nästa tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Publicis Groupe S.A. (ticker: PUB)

Publicis Groupe är en av världens största kommunikationskoncerner. Med byråer och företag som Leo Burnett, Saatchi & Saatchi, Starcom, Zenith, Publicis Sapient, MSLGROUP och Publicis Health finns de representerade i över 100 länder (tre kontor i Sverige och ett i Norge). Fokusområden inkluderar bl.a. reklam och kreativ kommunikation, planering och annonsköp, digital marknadsföring och tech, PR och kommunikation samt hälso- och sjukvårdskommunikation.

Omnicom Group Inc. (ticker: OMC)

Med kontor i över 70 länder (två i Sverige och ett i Norge) är Omnicom Group ett amerikanskt multinationellt holdingbolag. Via byråer och företag som BBDO Worldwide, DDB Worldwide, TBWA Worldwide, OMD, PHD och Hearts & Science erbjuder

företaget tjänster inom bl.a. reklam, strategisk medieplanering och -köp, precisionsmarknadsföring, detaljhandel och digital handel, branding, upplevelsebaserad marknadsföring, PR och hälsovårdsmarknadsföring.

Under 2024 meddelade Omnicom Group planer på att förvärva The Interpublic Group of Companies (ticker IGC), ett amerikanskt multinationellt holdingbolag med ett nätverk och byråer, såsom McCann Worldgroup, FCB, MullenLowe Group och IPG Mediabrands. Förvärvet förväntas avslutas under andra halvan av 2025. Om så blir fallet blir Omnicom Group världens största reklambyrå.

WPP plc (ticker: WPP)

WPP är ett brittiskt multinationellt företag som via byråer som AKQA, BCW, Grey, Hill+Knowlton Strategies, Mindshare, Ogilvy, VMLY&R och Wavemaker inom reklam, medieköp, dataanalys och insikter, PR, varumärkesrådgivning, produktion samt hälso- och sjukvårdskommunikation. WPP har kontor i över 100 länder och är aktiva i Sverige via bl.a. INGO Stockholm och i Norge via bl.a. TRY

Dentsu Group Inc. (ticker: 4324)

Tidigare nämnda Dentsu Group är aktiva i över 145 länder via byråer som Carat, Dentsu, Dentsu Media, iProspect, Isobar, mcgarrybowen, MKTG, Posterscope och Vizeum. Företaget erbjuder tjänster inom reklam, medieplanering, digital marknadsföring, affärskonsultation och PR. I Sverige finns Dentsu Group representerade i Stockholm och i Göteborg. I Norge finns de representerade i Oslo.

Stagwell Inc. (ticker: STGW)

Amerikanska Stagwell erbjuder en rad tjänster inom digital transformation, prestationsbaserad media och data, konsumentinsikter, strategi samt kreativ kommunikation. Med byråer som 72andSunny, Anomaly, Forsman & Bodenfors, Code and Theory, YML och Assembly finns Stagwell representerade 34 länder, inkluderat i Sverige via byrån Forsman & Bodenfors.

S4 Capital plc

Brittiska S4 Capital tjänster två huvudområden: marknadsföringstjänster och teknik-tjänster. Företagen MediaMonks, MightyHive och TheoremOne under det gemensamma varumärket Monks är verksamma i 34 länder inkluderat Sverige och Norge.

Public Policy Holding Company, Inc. (ticker: PPHC)

Public Policy Holding Company erbjuder genom dotterbolag en integrerad och omfattande uppsättning tjänster, inklusive lobbying, public affairs, krishantering och digitala kampanjer. Efter förvärvet av TrailRunner i början av 2025 har företaget tio kontor i USA, Storbritannien, Kina och Förenade Arabemiraten.

Jungle21, S.A. (Ticker: MLJ21)

Jungle21, med kontor i Madrid, erbjuder via dotterbolag och byråer en integrerad tjänsteportfölj som bl.a. inkluderar strategi, konsulttjänster, strategisk design, reklam, innehållsproduktion, digital produktion, produkt- och tjänstedesign, teknik, kommunikation och PR.

Hopscotch Global PR Group (ticker: ALHOP)

Hopscotch Global PR Group är en fransk kommunikationsbyrå som via företag och byåer som Le Public Système PR, Sagarmatha, Heaven och Human to Human tjänster inom PR, digital marknadsföring, eventhantering, opinionsundersökningar och analys samt kris- och varumärkeshantering. Företaget har kontor i nästan 40 länder, inkluderat Sverige och Norge).

Novus Group International AB (Ticker: NOVU)

Med kontor i Stockholm och Malmö erbjuder svenska Gallup International-medlemmen Novus Group International tjänster inom marknadsundersökningar, opinionsmätningar tillsammans med konsulttjänster. Det med syftet att hjälpa kunder att fatta välgrundade beslut rörande exempelvis varumärkes- och kommunikation, affärsutveckling, kund- och medlemsrelationer, samt public affairs.

Finansiell utveckling och Carlsquare prognoser

Thinc har under de senaste åren jobbat i motvind. Pådrivet av förbättrade marknadsförhållanden räknar vi med en CAGR, 2024–2029, om 5,1% till en förändrad tjänste-mix för det bättre. Med en effektiviserad organisation kan Bolaget växa byråintäkt per anställd som tillsammans med en starkt bruttomarginal driver lönsamheten. 2029 förväntas EBIT-marginalen uppgå till 3,2%.

Finansiell historik och prognoser

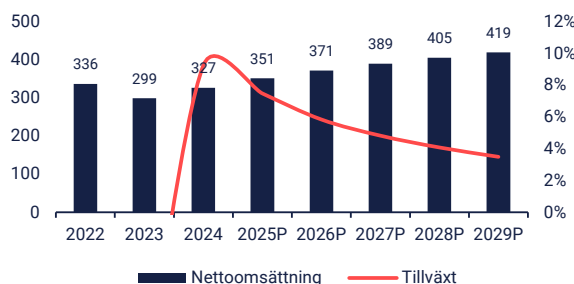
Förbättrade marknadsförhållanden väntas driva tillväxten

Med ett brett utbud av tjänster och den ökande efterfrågan på heltäckande och komplexa kommunikationsstrategier, ser vi Thinc som väl positionerat för tillväxt i takt med förbättrade marknadsförhållanden.

Värt att notera är att vi inte modellerar med utnyttjanden av optioner till ett ökat ägande i intressebolag, samt förvärv.

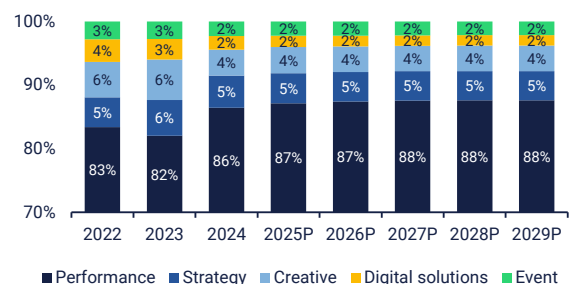
Med successivt underlättade marknadsförhållanden räknar vi med fortsatt stark tillväxt något över marknaden. Vi förväntar oss att Bolaget redovisar en nettoomsättning på 351 MSEK under 2025, motsvarande en tillväxt på 7,5%. Tillväxten är pådriven av affärsområdena Performance och en vändning för Strategy och Event. För perioden 2025–2027 räknar vi med en CAGR om 6,0%. Motsvarande siffra för hela prognosperioden, 2025–2034, är 4,3%.

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Intäktsfördelning exkl. intressebolag och före elim.



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värt att notera är att vi inte modellerar effekten av optionsutnyttjande för ökat ägande i intressebolag eller förvärv. Om optionerna för att förvärva 70% av ägandet i BANG Agency skulle utnyttjas, skulle koncernens intäkter öka, samtidigt som intäktsfördelningen mellan de olika affärsområdena skulle förändras. Detta scenario bedöms dock som mindre sannolikt så länge BANG Agency genererar betydande förluster.

Högre byråintäkt per anställd driver marginalerna

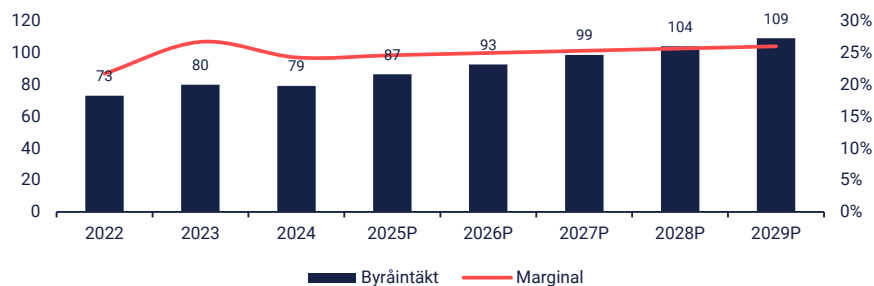
Stabiliserad bruttomarginal på något högre nivåer

Handelsvaror, alltså direkta kostnader som inköp av exempelvis annonsytor, fotografi eller filmproduktion, är Bolagets absolut största kostnadspost. Under 2024 ökade nettoomsättningen med 9,2% medan kostnader för handelsvaror ökade med 13,3% och personalkostnader med 4,7%.

Detta indikerar att det i huvudsak var inköp av annonsplatser och andra direkta kostnader som drev tillväxten, snarare än renare konsulttjänster som IR-rådgivning eller strategisk rådgivning kring varumärkeskommunikation. Detta avspeglades även i bruttomarginalen som backade till 24,3% under 2024, jämfört med 26,7% under 2023.

Givet underlättade marknadsförhållanden räknar vi med att tjänstemixen skiftar marginellt åt det positiva, vilket lyfter bruttomarginalen till 26,0% under 2029 där den stabiliseras. Här finns således uppsida i våra prognoser sett till historiken.

Byråintäkt (MSEK) och marginal (%)

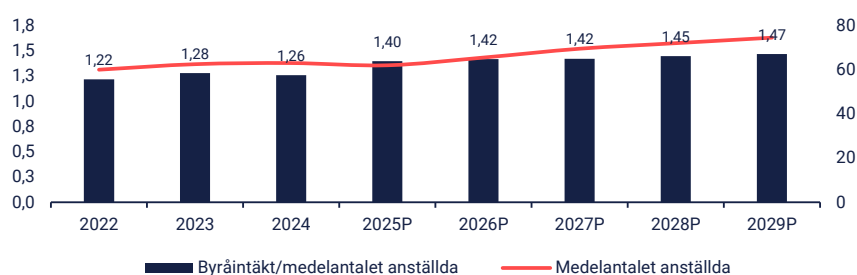


Marginal beräknad på nettoomsättning. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Åter vinst på sista raden under 2025

Konsultbranschen är personalintensiv. Dock, efter flertalet genomförda effektivitetsåtgärden har Bolaget en bra grund att effektivt bygga vidare på. Vi räknar således med att byråintäkt per anställd kan lyfta relativt kraftigt under 2025 för att över tid stabiliseras vid 1,5 MSEK under 2029 och framåt. En stigande byråintäkt per anställd nyckeln till förbättrad lönsamhet.

Byråintäkt per anställd (MSEK) och antalet anställda (st.)



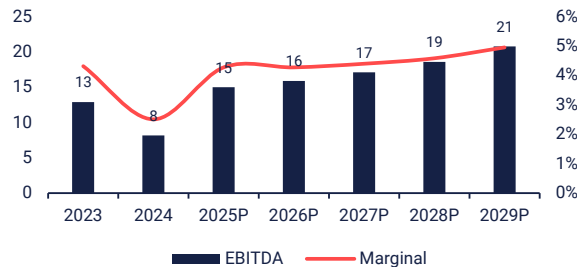
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Med en fallande byråintäkt och byråintäkt per anställd backade EBIT-resultatet från 9,1 MSEK under 2023, till 2,4 MSEK under 2024, motsvarande en marginal på 0,7%.

I vårt scenario lyfter EBIT-resultatet igen under innevarande år till 8,3 MSEK, motsvarande en marginal om 2,4%. Under 2029 räknar vi med att EBIT-resultatet kan lyfta till 13,5 MSEK, motsvarande en marginal på 3,2%. Under det sista prognosåret, 2034, räknar vi med att marginalen kan stiga till 5,2%. Det som en effekt av tidigare nämnda tillväxt med en fördelaktig tjänste-mix som i sin tur lyfter

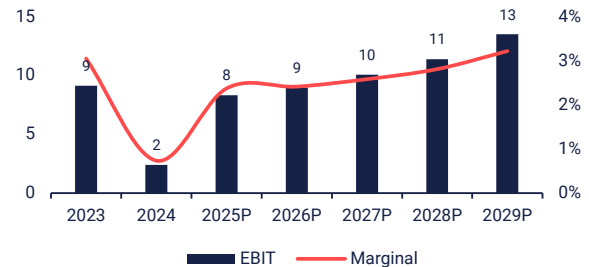
bruttomarginalen, en stigande byråintäkt per anställd och viss skalbarhet med koncerngemensamma kostnader per intäktskrona som faller tillbaka.

EBITDA (MSEK) och marginal (%)



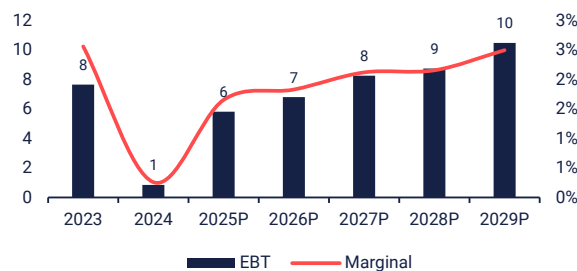
Marginal beräknad på nettoomsättning. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBIT (MSEK) och marginal (%)



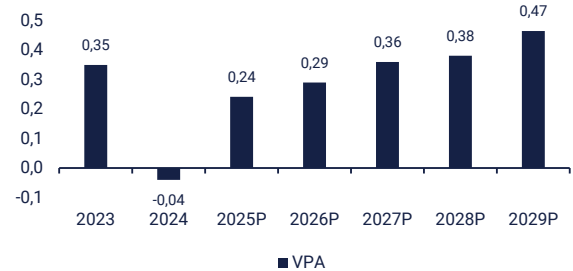
Marginal beräknad på nettoomsättning. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBT (MSEK) och marginal (%)



Marginal beräknad på nettoomsättning. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultat per aktie (SEK)

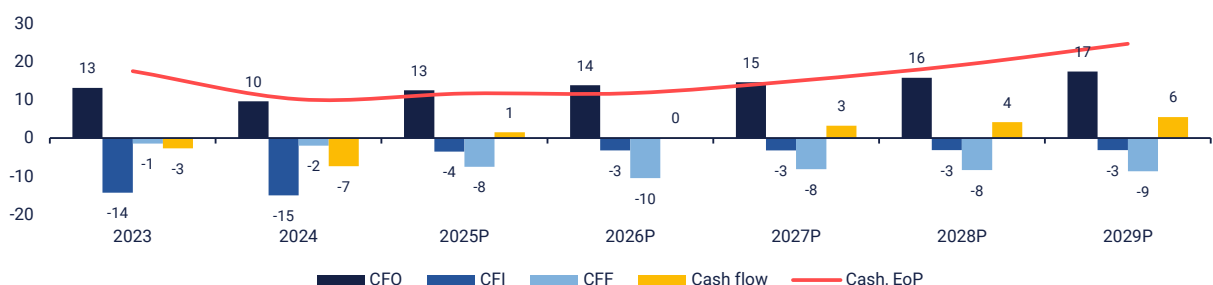


Marginal beräknad på nettoomsättning. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Bra kassaflöde med möjlighet till utdelning under 2026

Kassaflödet från den löpande verksamheten översteg marginellt EBITDA-resultatet under både 2023 och 2024. Det indikerar bra kontroll och förmåga att tajma in- och utflöden av pengar. Då vi inte modellerar med förvärv faller kassaflödet från investeringsverksamheten under 2025 och framåt. Givet att vi inte modellerar med förvärv och målsättningen om att dela ut 30% av kassaflöde från den operativa verksamheten efter delta rörelsekapital har vi med en utdelning om 0,17 SEK per aktie under 2026, baserat på utfallet 2025. Till sista prognosåret, 2034, räknar vi med att utdelning successivt har ökat till 0,27 SEK per aktie.

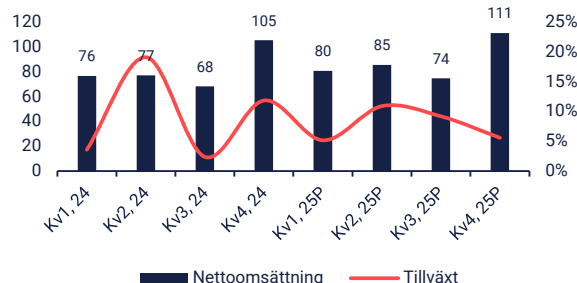
Kassaflöde (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

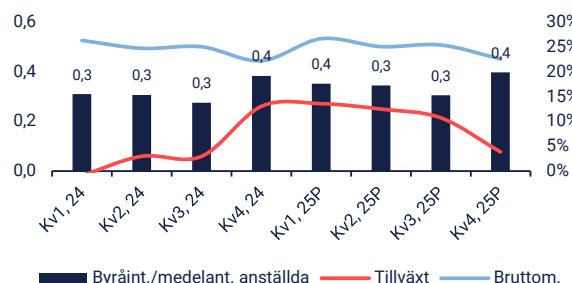
På kvartalsbasis

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



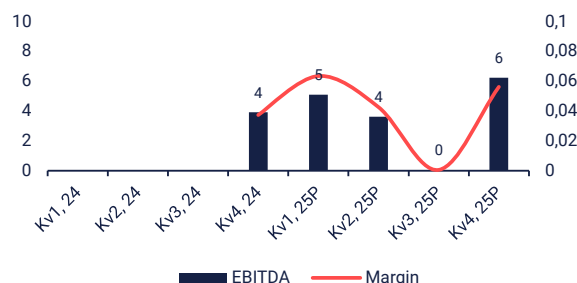
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Byråintäkt per anställd (MSEK) och bruttomarginal



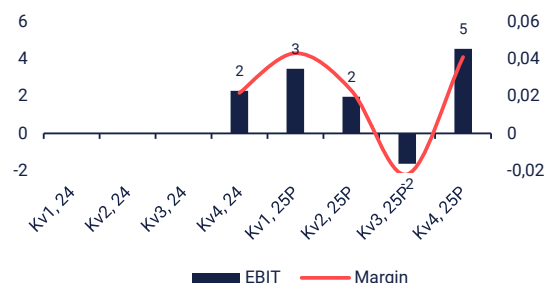
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBITDA (MSEK) och marginal (%)



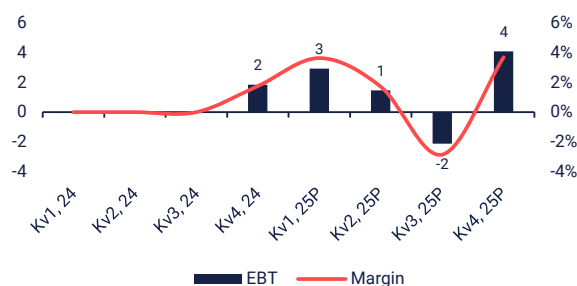
IFRS per kv4 2024. Kvartalsvisa historiska siffror i linje med IFRS saknas för kv1 till kv3 2024. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBIT (MSEK) och marginal (%)



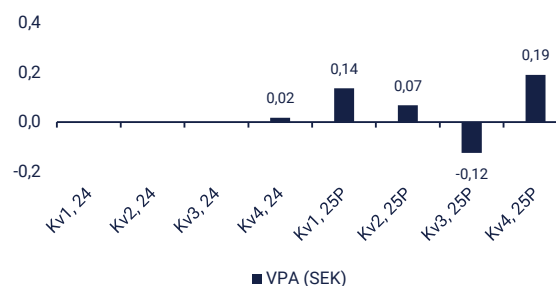
IFRS per kv4 2024. Kvartalsvisa historiska siffror i linje med IFRS saknas för kv1 till kv3 2024. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBT (MSEK) och marginal (%)



IFRS per kv4 2024. Kvartalsvisa historiska siffror i linje med IFRS saknas för kv1 till kv3 2024. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultat per aktie (SEK)



IFRS per kv4 2024. Kvartalsvisa historiska siffror i linje med IFRS saknas för kv1 till kv3 2024. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering i ett viktat genomsnitt beräknas ett motiverat per aktie till 3,2 SEK för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/EBITDA NTM-multipel på 4,4x och en EV/EBIT NTM-multipel på 7,9x. Hela referensgruppen värderas i median till en EV/EBITDA NTM på 5,9x och EV/EBIT NTM på 7,4x.

Motiverat värde inom ett intervall

Tillväxt och marginalexpansion motiverar uppsida

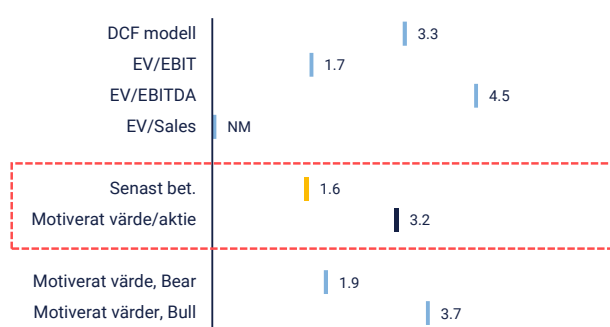
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett verkligt värde på 3,2 SEK per aktie för de kommande 6–12 månaderna i ett bas-scenario. Det motsvarar en uppsidespotential på cirka 97%. Värderingen förutsätter positiv tillväxt och en ökad byråintäkt per anställd.

Motiverat värde (SEK/aktie), basscenario

		Vikt	
EV/EBITDA, NTM	SEK	10%	4,0
EV/EBIT, NTM	SEK	40%	2,7
DCF värdering	SEK	50%	3,4
Motiverat värde per aktie	SEK		3,2
Möjlig upp-/nedsida			97%
Aktier efter finansiering och full utspädning	M		17,1
Aktievärde	SEKm		53,9
Kassa (senaste kv)	SEKm		10,2
Skulder (senaste kv)	SEKm		21,7
PV (kassa från aktiefinansiering)	SEKm		0,0
EV	SEKm		65,4

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (SEK/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2023	2024	Nuv. NTM	NTM	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
EV/Sales	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
EV/EBITDA	4,2x	6,3x	3,8x	4,4x	4,4x	4,1x	3,8x	3,5x	3,2x
EV/EBIT	5,9x	23,7x	6,8x	7,9x	7,9x	7,3x	6,5x	5,8x	4,9x
P/E	5,8x	NM	6,0x	11,8x	11,8x	10,1x	8,5x	7,3x	5,9x

Källa: Carlsquare prognoser

Värdering, tre scenarier

	BEAR	BASE	BULL
Tillväxtantaganden, intäkter			
CAGR, 2024-27P	4,2%	6,0%	7,8%
CAGR, 2024-29P	3,6%	5,1%	6,2%
CAGR, 2024-34P	3,3%	4,3%	4,8%
Antaganden, EBITDA-marginal			
Genomsnitt, 2024-27P	3,1%	3,5%	4,1%
Genomsnitt, 2024-29P	3,7%	4,2%	4,7%
Genomsnitt, 2024-34P	3,9%	4,5%	4,9%
2034P	4,0%	4,5%	5,0%
Värde per aktie (SEK)	1,9	3,2	3,7

Källa: Carlsquare prognoser

DCF-värdering

DCF-värdering, basscenario

PV(UFCF)	SEKm	45,3	Disk.ränta		
PV(TV)	SEKm	15,3	Riskfri ränta	2,3%	Skattejust. ränta 7,9%
EV	SEKm	60,6	Marknadsriskprem.	6,7%	Belåning 0,0%
Nettokassa(-), senast kv	SEKm	11,6	Storleksprem.	3,8%	WACC 14,9%
Värde, associerade bolag	SEKm	23,6	Beta	1,2x	Bolagsspecifik prem. 3,0%
Värde, minoritetsintressen	SEKm	15,1	Avkastningskrav, EK	14,9%	Disk.ränta 17,8%
Aktievärde	SEKm	57,5	Antaganden		
PV(aktiefinansiering)	SEKm	0,0	CAGR, 2023-34P	4,3%	
Aktievärde efter finansiering	SEKm	57,5	EBITDA-marg., 2034P	4,5%	
Utestående aktier	M	17,1	EBIT-marginal, 2034P	3,1%	
Nya aktier från aktiefinansiering	M	0,0	Skattesats	20,6%	
Utestående aktier efter full finansiering	M	17,1	Värderingsmultiplar		
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	3,4	EV/Sales, NTM	0,2x	EV/EBITDA, NTM 4,0x
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	3,4	EV/Sales, 25P	0,2x	EV/EBITDA, 25P 8,2x
Valuta	SEK/SEK	1,0	P/S, NTM	0,2x	EV/EBIT, NTM 8,3x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	3,4	P/S, 25P	0,2x	EV/EBIT, 25P 2,4x
Värde per aktie efter fin. & utspäd.	SEK	3,4	EV/Bruttores., NTM	0,7x	P/E, NTM 0,3x
Upp-/nedsida		111%	EV/Bruttores., 25P	0,7x	P/E, 25P 12,6x

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Multipelvärdering median EV/EBITDA NTM, basscenario

	Median Mcap (EURm)	3y E CAGR	3yr avg m	EV/EBITDA, NTM
Ref. grupp median	468	2%	13%	5,9x
Ref. grupp genomsnitt	5 216	2%	13%	5,9x
Rabatt				20,0%
Använd multipel				4,7x
EBITDA, 2026P	SEKm			15,0
EV	SEKm			71,1
PV (enterprise value)	SEKm			71,1
Nettokassa (-), senast kv	SEKm			11,6
Värde, associerade bolag	SEKm			23,6
Värde, minoritetsintressen	SEKm			15,1
PV (kassa från nyemissioner)	SEKm			0,0
Aktievärde efter finansiering	SEKm			68,0
Antal utestående aktier	M			17,1
Nya aktier från aktiefinansiering	M			0,0
Utestående aktier efter full finansiering	M			17,1
Valuta	SEK/SEK			1,0
Värde per aktie efter fin. & utspädning	SEK			4,0

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Multipelvärdering median EV/EBITDA NTM, basscenario

	Median Mcap (EURm)	3y E CAGR	3yr avg m	EV/EBIT, NTM
Ref. group, Median	468	2%	13%	7,4x
Ref. group, Average	5 216	2%	13%	8,2x
Rabatt				20,0%
Använd multipel				5,9x
EBIT, NTM	SEKm			8,3
EV	SEKm			48,9
PV (enterprise value)	SEKm			48,9
Nettokassa (-), senast kv	SEKm			11,6
Värde, associerade bolag	SEKm			23,6
Värde, minoritetsintressen	SEKm			15,1
PV (kassa från nyemissioner)	SEKm			0,0
Aktievärde efter finansiering	SEKm			45,8
Antal utestående aktier	M			17,1
Nya aktier från aktiefinansiering	M			0,0
Utestående aktier efter full finansiering	M			17,1
Valuta	SEK/SEK			1,0
Värde per aktie efter fin. & utspädning	SEK			2,7

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Thinc Collective är en företagsgrupp som jobbar i en personberoende bransch. Det gäller kundkontakter, men även förmåga att ta fram och genomföra tillräckligt kreativa lösningar och koncept.

Personberoende

Thinc Collective-koncernen är i stor utsträckning beroende av företagsledningens och andra nyckelpersoners arbetsinsats och engagemang. Det är viktigt att behålla entreprenörerna i de bolag som förvärfas för att behålla kunder och de koncept och varumärken som dessa dotterbolag är förknippade med. Dessa ledande personer i dotterbolagen brukar sitta på det mesta av kundkontakterna och därmed uppdragen och intäkterna som dess kan generera.

Värdet av immateriella rättigheter

Thinc Collective-koncernen har en del immateriella rättigheter upptagna i balansräkningen som är kopplade till produkter och lösningar som företagen i gruppen har tagit fram. Det ska inte uteslutas att konkurrenter lyckas ta fram nya bättre lösningar och system eller att teknikskiften gör Thinc Collectives lösningar och system omoderna. I ett sådant scenario skulle värdet av koncernens immateriella rättigheter behöva skrivas ned.

Konkurrens

Det finns relativt många företag och byråer inom de områden som Thinc Collective-gruppen arbetar inom (media, reklam, PR, kommunikation och strategi). Dessa konkurrenter kan rekrytera nyckelpersoner och/eller ta uppdrag från Thinc Collective-gruppens viktigaste kunder. Det skulle i så fall innebära lägre intäkter och ett sämre resultat för Thinc Collective-koncernen.

Teknisk utveckling

Teknisk utveckling är en möjlighet men också en risk. För de bolag som inte lyckas linjera sin kompetens med den teknologiska utvecklingen och applicering av denna i arbetet kommer snabbt förlora sin konkurrenskraft. Detta är också någon som dotterbolaget Tundran Digital Explorers erfar just nu.

Produktansvar

Vissa av de lösningar och system som Thinc Collective-koncernen tar fram kan omfattas av produktansvar. För sådana kan det företag som tagit fram lösningarna och systemen ställas till ansvar i värsta fall genom att skadeståndskrav riktas mot företaget.

Framtida kapitalbehov och utspädning

Det kan inte uteslutas att Thinc Collective-koncernen givet den långvariga lågkonjunkturen kommer att få svårt att nå lönsamhet och/eller att företagets kapitalbehov visar sig vara större än planerat. I ett sådant läge kommer företaget antingen att behöva låna pengar alternativt genomföra en ny- eller företrädes-emission med den risk för kurspress och utspädningseffekt för nuvarande aktieägare som sådana emissioner kan medföra.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1, 24	Kv2, 24	Kv3, 24	Kv4, 24	Kv1, 25P	Kv2, 25P	Kv3, 25P	Kv4, 25P
Nettoomsättning	76,5	76,8	68,2	105,0	80,4	85,2	74,4	110,9
Summa intäkter	77,4	77,2	68,3	106,6	81,3	85,8	74,5	112,3
Byråintäkt	20,1	18,9	17,0	23,3	21,4	21,3	18,9	25,0
EBITDA				3,9	5,1	3,6	0,0	6,2
EBIT				2,3	3,5	2,0	-1,6	4,5
EBT				1,8	2,9	1,5	-2,1	4,1
VPA (SEK)				0,0	0,1	0,1	-0,1	0,2
	Kv1, 24	Kv2, 24	Kv3, 24	Kv4, 24	Kv1, 25P	Kv2, 25P	Kv3, 25P	Kv4, 25P
Tillväxt, nettoomsättning	4%	19%	2%	12%	5%	11%	9%	6%
Tillväxt, byråintäkt	-2%	-2%	-6%	6%	7%	12%	11%	7%
Bruttomarginal	26%	25%	25%	22%	27%	25%	25%	23%
EBITDA-marginal				4%	6%	4%	0%	6%
EBIT-marginal				2%	4%	2%	-2%	4%
Vinstmargin				0%	3%	1%	-3%	3%

IFRS per kv4 2024. Kvartalsvisa historiska siffror i linje med IFRS saknas för kv1 till kv3 2024. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nettoomsättning	299	327	351	371	389	405	419
Aktiverat arb. för egen räkning	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelseintäkter	0	2	2	2	1	1	1
Summa intäkter	300	329	354	374	392	408	422
Handelsvaror	-220	-250	-264	-279	-291	-301	-310
Byråintäkt	80	79	87	93	99	104	109
Aktiverat arbete för egen räkning	1	1	1	0	0	0	0
Övriga externa kostnader	-13	-15	-16	-17	-18	-18	-19
Personalkostnader	-54	-57	-59	-63	-67	-70	-72
Av- och nedskrivningar	-4	-6	-7	-7	-7	-7	-7
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0
Summa rörelsekostnader	-291	-327	-346	-365	-382	-396	-408
EBITDA	13	8	15	16	17	19	21
EBIT	9	2	8	9	10	11	13
Övr. räntoint. och lik. res.poster	0	0	0	0	0	0	0
Räntekost. och lik. res.poster	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Finansnetto	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2
EBT	8	1	6	7	9	10	12
Skatt	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-3
Resultat efter skatt	6	-1	5	5	6	7	9
Hänf. till moderföret. aktieägare	4	-2	3	4	5	6	7
Hänf. till innehav utan best. inflytande	2	1	1	1	2	2	2
VPA (SEK)	0,35	-0,04	0,27	0,31	0,37	0,44	0,54
	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Tillväxxt, nettoomsättning	-11%	9%	7%	6%	5%	4%	3%
Bruttomarginal	27%	24%	25%	25%	25%	26%	26%
EBITDA-marginal	4%	3%	4%	4%	4%	5%	5%
EBIT-marginal	3%	1%	2%	2%	3%	3%	3%
Vinstmarginal	2%	0%	1%	1%	2%	2%	2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Sum. immat. anlägg.tillgångar	50	50	50	49	48	48	47
Sum. mat. anlägg.tillg.	7	13	14	15	16	17	17
Sum. fin. anlägg.tillg.	14	26	26	26	26	26	26
Summa	71	89	90	91	91	91	91
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	47	51	53	57	60	62	64
Övriga kortfristiga fordringar	7	9	9	10	10	10	11
Kassa.	18	10	12	12	15	19	25
Summa	71	70	74	78	85	92	100
Summa tillgångar	143	159	165	169	176	183	191
Summa eget kapital	54	50	55	56	58	61	66
Långfristiga skulder, kreditinstitut	0	2	2	2	2	2	2
Övriga långfristiga skulder	8	12	12	12	12	12	12
Summa långfristiga skulder	8	14	14	14	14	14	14
Kortfristiga skulder, kreditinstitut	3	6	3	0	0	0	0
Leverantörsskulder	27	28	29	31	33	34	35
Övriga kortfristiga skulder	51	65	64	65	68	71	73
Summa kortfristiga skulder	81	96	97	99	104	108	111
Eget kapital och skulder	143	159	165	169	176	183	191
Likviditet	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Current ratio	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Quick ratio	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
KF löpande verksamhet/kortfristiga skulder	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Beläning	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nettoskuld(+)/Nettokassa(-)	-6,4	11,6	6,6	3,8	0,6	-3,6	-9,2
Nettoskuld(+)/Nettokassa(-), exkl. leasing	-12,7	0,9	-4,1	-6,9	-10,1	-14,3	-19,9
Nettoskuld/EBITDA	NA	1,4	0,4	0,2	0,0	NA	NA
Nettoskuld/EK	1,6	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9
EK/Tillgångar	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Effektivitet	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
ROA	4%	0%	3%	3%	4%	4%	5%
ROE	11%	-1%	8%	9%	11%	12%	14%
ROIC	6%	1%	4%	5%	5%	6%	6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
KF, löpande verksam. före delta RK	6	3	14	15	16	17	18
Delta RK	7	6	-1	-2	-1	-1	-1
KF, löpande verksamhet	13	10	13	14	15	16	17
KF, investeringsverksamhet	-14	-15	-4	-3	-3	-3	-3
Fritt KF	-1	-5	9	11	11	13	14
KF, finansieringsverksamhet	-1	-2	-8	-10	-8	-8	-9
Periodens kassaflöde	-3	-7	1	0	3	4	6
Kassa, BaP	20	18	10	12	12	15	19
Kassa, SaP	18	10	12	12	15	19	25
Nyckeltal	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Delta RK/Summa intäkter	2.3%	1.9%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	4.4%	3.0%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%	4.2%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	102%	118%	84%	87%	85%	85%	84%
KF, investeringsverksamhet/Summa intäkter	-9%	-66%	60%	67%	66%	68%	69%
Fritt KF/EBITDA	-5%	-5%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyckeltal

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
SEK/SEK	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pris per aktie	2,0	2,0	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Marknadsvärde	33	34	28	28	28	28	28
EV	54	51	57	57	57	57	57
P/S	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
P/E	5,9x	-56,8x	6,1x	5,2x	4,4x	3,7x	3,0x
P/KF löpande verks.	2,5x	3,6x	2,2x	2,0x	1,9x	1,8x	1,6x
EV/Sales	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
EV/Bruttores.	0,7x	0,6x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	4,2x	6,3x	3,8x	3,6x	3,4x	3,1x	2,8x
EV/EBIT	5,9x	21,4x	6,9x	6,4x	5,7x	5,0x	4,3x
CSQ motiverat värde per aktie (SEK)				3,2	3,2	3,2	3,2
CSQ marknadsvärde (MSEK)				57	57	57	57
CSQ EV (MSEK)				69	69	69	69
P/S, CSQ implicit				0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
P/E, CSQ implicit				10,8x	9,0x	7,7x	6,3x
P/KF löpande verks., CSQ implicit				4,2x	3,9x	3,6x	3,3x
EV/Sales, CSQ implicit				0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
EV/Bruttores., CSQ implicit				0,7x	0,7x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA, CSQ implicit				4,4x	4,0x	3,7x	3,3x
EV/EBIT, CSQ implicit				7,7x	6,9x	6,1x	5,1x
Aktier (UB, milj.)	16,3	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Aktier, genomsnitt (milj.)	16,3	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Aktier eft. utspäd. (genomsnitt, milj.)	16,3	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Aktier eft. full utspäd. (genomsnitt, milj.)	16,3	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
EPS (SEK)	0,4	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
DPS (SEK)	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
BV per aktie (SEK)	3,3	2,9	3,2	3,3	3,4	3,6	3,9
tBV per aktie (SEK)	2,4	1,4	1,7	1,8	1,9	2,1	2,3
EV per aktie (SEK)	3,3	3,0	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
EK per aktie (SEK)	3,30	2,93	3,20	3,29	3,42	3,60	3,86
Direktavkastning	9%	12%	0%	10%	11%	12%	13%
FCF yield	-7%	-31%	53%	62%	67%	74%	84%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Christopher Solbakke och Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.