

Analys **COMINTELLI**

Comintelli: Skalar upp

Mjukvarubolaget Comintelli har haft svårt att nå den storlek som krävs för att leverera goda vinster. Nu sker ett förvärv som i bästa fall kan lösa problemet.

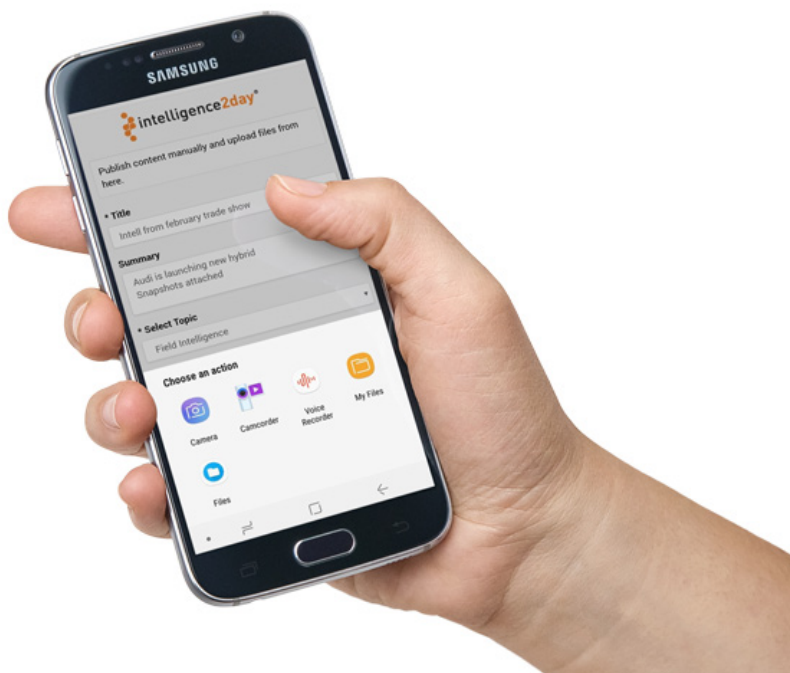


Daniel
Svensson

Idag 09:09

[Spara artikel](#)
[+ Följ ämne / skribent](#)

Du har tillgång till denna artikel tack vare ditt **Premium-konto** ✓



Den mobila versionen av Comintellis mjukvara för omvärldsbevakning, Intelligence2day. Anpassad för att utesäljare, personal/besökare på mässor med mera ska kunna både hålla sig uppdaterade på resande fot men också ha möjlighet att själva lägga in data och observationer i systemet. Just förmågan att integrera den typen av företagsunikt material lyfter Comintelli ofta fram som en fördel med deras system. Många konkurrenter är helt inriktade på webbvakning.

Comintelli	
Börskurs: 2,60 kr	Antal aktier: 8,9 m
Börsvärde: 23 Mkr	Nettokassa: 3 Mkr
VD: Jesper Martell	Ordförande: Pelle Hjortblad

Comintelli (**2,6 kr**) säljer en egenutvecklad mjukvara och webbtjänst som kallas Intelligence2day. Den används för att samla in, organisera, visualisera och analysera information för konkurrent- och omvärldsbevakning. Kunderna är storföretag.

Det Kistabaserade bolaget har 18 anställda och en årsomsättning på drygt 20 Mkr. VD är **Jesper Martell** som även är största ägare med 19,4% av aktierna. Aktien är sedan 2018 noterad på Spotlight.

Comintelli har idag ca 70 kunder i 16 länder och många är storbolag. Exempel är **Essity**, **Biogen** och **Bayer**. Snittintäkten per kund ligger kring 300 000 kr per år. Bolagets churn är under 10%, enligt ledningen.

Affärsvärldens huvudscenario	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättning	17	21	26	32
- Tillväxt	-8,4%	+25,5%	+25,0%	+20,0%
Rörelseresultat	-4	-2	0	3
- Rörelsemarginal	-21,8%	-10,0%	-1,0%	10,0%
Resultat efter skatt	-3	-2	0	3
Vinst per aktie	-0,39	-0,26	-0,03	0,35
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Avkastning på eget kapital	-21%	-18%	-2%	22%
Avkastning på operativt kapital	Neg.	Neg.	Neg.	24%
<u>Nettoskuld/Ebit</u>	0,1	e.m.	e.m.	0,3
<u>P/E</u>	-6,6	e.m.	e.m.	7,4
<u>EV/Ebit</u>	-5,5	e.m.	e.m.	6,3
<u>EV/Sales</u>	1,2	0,9	0,8	0,6

Comintelli är en veteran på marknaden för stödsystem som automatiserar och förbättrar konkurrent- och marknadsbevakning. Bolaget startade redan 1999. Afv hittar inga säkra siffror på hur stor nischen är, men det finns tecken som talar för att den växer.

Ett sådant är att ansedda branschanalyshus som **Gartner** börjat publicera rapporter om marknaden och upphandlingsstöd för kunder som överväger att skaffa en produkt. **Comintelli** är en av drygt 10 aktörer som brukar figurera i dessa.

Ett annan tecken i tiden är att riskkapitalbolag börjar intressera sig för sektorn. I USA gjordes flera investeringar under 2022 där **AlphaSense nyemission** på 225 miljoner dollar var den största. I Norden **köpte Monterro** den finska leverantören **M-brain** för ett okänt belopp i mitten av 2022.

VAD GÖR PRODUKTERNA?

System för omvärldsbevakning automatiserar insamling av information från både interna och externa källor. Till exempel uppdateringar på konkurrenters hemsidor, social media eller bilder tagna på konferenser från egen fältpersonal. Vanligen översätts och kategoriseras

LÄS MER ↓

Comintelli tillhör inte de största spelarna i nischen. M-brain har exempelvis 190 anställda och Alphasence, som för övrigt är grundat och lett av finländaren **Jaakko Kokko**, har årsintäkter på över 100 miljoner dollar. VD Jesper Martell nämner M-brain och amerikanska **Cipher** (mer om dem nedan) som sina närmsta konkurrenter.

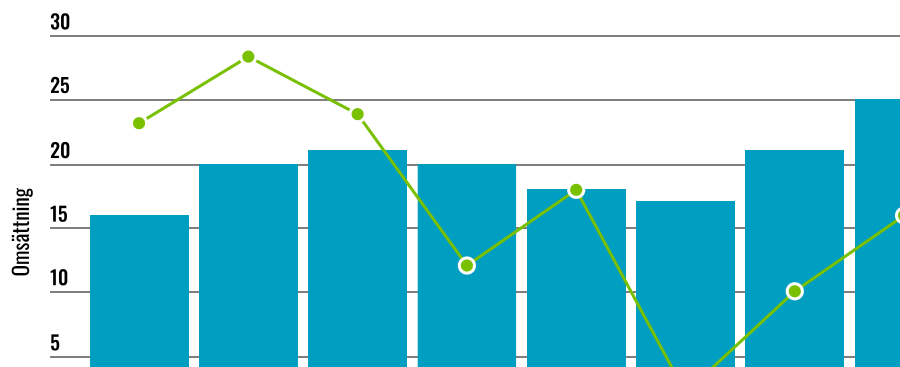
Leverantörsledet framstår som fragmenterat. I Sverige finns ett bolag som heter **Wide Narrow** som är i samma storleksordning som Comintelli. De omsatte 25 Mkr med 2 Mkr rörelsevinst (8% marginal) 2021, enligt allabolag.

HISTORIK LÖNSAMHET

När företaget noterades 2018 och tog in knappt 7 Mkr i kapital så var syftet att skala upp verksamheten. Målet var dubblad omsättning till 50 Mkr år 2021. En viktig del i satsningen var etablering i USA där bolaget numera har kontor i Chicago. USA är den största marknaden för produkter som Intelligence2day.

Omsättning och rörelsemarginal

Grafiken visar utvecklingen för bolagets omsättning och lönsamhet historiskt samt tre år frar bedömningarna i Affärsvärldens huvudscenario för bolaget.



Rent finansiellt har inte initiativen gått bra. Omsättningen är något lägre idag än 2018 och resultatet har vänt från plus till minus. Covidkrisen är en delförklaring i och med att nyförsäljningen föll. Företaget är också i en omställning från att sälja sin produkt i form av licenser till att sälja den som abonnemang (så kallad SaaS-modell). Ungefär en fjärdedel av kundbasen är idag på SaaS-avtal. Övergången till SaaS-modell senarelägger intäkterna.

Innan den kostnadsdrivande tillväxtsatsningen hade bolaget marginaler på 10-18%. Det är ingen konstigt hög nivå för ett mjukvarubolag. De rörliga kostnaderna i dessa bolag är ofta låga. I Comintelli motsvarar direkta kostnader för råvaror och förnödenheter endast 5% av omsättningen. Det finns rörliga säljkostnader och liknande. Men en stor del av kostnadsbasen är fast. När intäkterna täcker den finns goda möjligheter till lönsam tillväxt.

BÄTTRING 2022

(Mkr)	Q1-Q3 2022	Q1-Q3 2021
Omsättning	15,5	10,7
- tillväxt	44%	-27%
Rörelseresultat	-2,2	-4,4
Eget kapital*	13,2	11,8
ARR**	21,3	19,2
ARR/aktie, kr	2,4	2,6
Kunder, st	"Ca 70"	"Drygt 60"
*Nyemission på 3,5 Mkr har gjorts 2022. **Nuvarande kundavtals årligt återkommande värde		

Under 2022 syns en förbättring i siffrorna efter tre år av fallande intäkter. Under de första nio månaderna ligger omsättningen 44% över motsvarande nivå 2021. Volatiliteten i omsättningen beror delvis på när enskilda större licensaffärer infaller. Ser vi till de återkommande intäkterna (ARR) så växer de mer stabilt med ca 10% i årstakt.

Rörelseförlusten var 2,2 Mkr (4,4) vilket innebär att nästan halva omsättningsökningen rinner ned och ökar resultatet. Det är godkänt, men ändrar inte helhetsbilden att Comintelli fortfarande har för låg intäktsnivå för att göra stabila vinster. Bolaget verkar helt enkelt haft svårt att vinna nya kunder i den grad som man hoppats på.

FÖRVÄRV GER NYTT LÄGE

Intressant nog meddelade bolaget alldeles i dagarna en affär med potential att ändra på detta. Man har avtalat med ett USA-bolag om att köpa deras produkt och kundbas. Bolaget heter Cipher och säljer liksom Comintelli en produkt för omvärldsbevakning. Den kallas Knowledge360. Planen är inte att underhålla två produkter utan att konvertera amerikanarnas kundbas till Comintellis produkt, Intelligence2day. Knowledge360 kommer att upphöra som tjänst redan innevarande kvartal.

Målsättningen är att konverterade Cipher-kunder ska öka de årliga återkommande intäkterna (ARR) med 4-13 Mkr under kommande år. Comintelli har själva 21,3 Mkr i ARR, räknat per sista september 2022.

MER OM CIPHER

Cipher är en konkurrent till Comintelli i liknande storleksklass. Hemsidan listar ett 15-tal medarbetare. Vi känner inte till omsättning eller hur många kunder Cipher har på Knowledge360. Bolaget har funnits i över 20 år.

I en nyutgiven rapport har det globala IT-analysföretaget **Forrester** beskrivit landskapet för

LÄS MER ↓

Affären är strukturerad så att köpeskillingen baseras på den ARR som konverterade kunder bidrar med. Den är alltså helt rörlig. Comintelli gjorde en riktad nyemission i somras på 3,5 Mkr och har per Q3 en nettokassa om knappt 3,5 Mkr. Dessutom har bolaget tagit ett lån på 2 Mkr från en grupp ägare, med 1% ränta per månad och löptid till 31/12 2023.

VETTIGT?

På ytan verkar ekonomin i affären lovande. Förutom engångskostnaden som själva kundförvärvet medför (införsäljning, datamigrering och implementation) bör inte en övertagen kund medföra större merkostnader för Comintelli. En stor del av de nya intäkterna har potential att rinna ned till resultatraden.

Hur konverteringen går återstår att se. Troligen står det klart under första halvåret 2023 vilket bidrag till ARR den övertagna kundbasen kan ge. En fördel är att upplägget ger Cipher incitament att få till en hög konvertering. Vi gissar att de har konsultrelationer med många av de befintliga Knowledge360-kunderna. Det kan inte skada när det gäller att övertyga 360-kunder att byta över till Intelligence2day.

En lite mer kritisk synpunkt är att Ciphers beslut att dra sig ur en mjukvaruaffär som verkar vara i liknade storlek som Comintellis indikerar att det är knepigt att växa och lyckas i nischen. De senaste 5-6 åren har flera nya bolag etablerats i branschen. Kanske har "gamla" bolag som Comintelli och Cipher svårare att anpassa sig till ny teknik och vanor?

VÄRDERING & SLUTSATS

För närvarande värderas Comintelli till 0,8x ARR (EV/ARR per Q3 2022). Det är en låg siffra givet att detta är en typ av intäcksström som kan ge 15-30% i marginal. Men det förutsätter att de fasta kostnaderna är täckta.

Ledningen har jobbat med att adressera detta genom satsningar på försäljning, marknadsföring och produktutveckling men det har ännu inte gett bra resultat. Strukturaffären med Cipher kan vara just det tillskott som krävs för att få tillräcklig skala.

HUR GÖR INSIDERS?

Det finns ingen registrerad insiderhandel i Holdings under senaste året. Däremot framgår att VD, CTO och chefen för USA-dotterbolaget tecknade för 0,1 Mkr var i nyemissionen juni 2022. Kursen var 2,4 kr.

Merparten av emissionen (2 Mkr) tecknades av **Augvest** – ett bolag med koppling till corpfirman **Augment Partners**. En representant för dem ingår i årets valberedning för styrelsen.

Antar vi att de lyckas få in 7 Mkr i ARR från Cipher-kunder och använder sina tillgängliga likvida medel för att finansiera dessa så kanske en ARR på 35 Mkr finns på radarn om några år. Då borde marginalen vara 10-15%. En värdering på kanske 1,2x ARR skulle motivera en aktiekurs kring 4,5 kr.

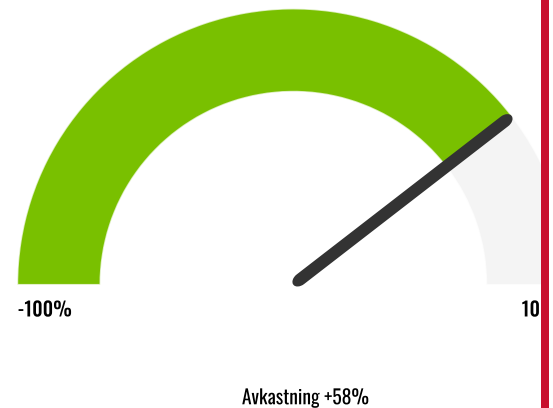
Detta känns inte orealistiskt men givet riskerna, den tunna likviditeten i aktien och röda siffror i utgångsläget vill man se den typen av uppsida för att överväga en investering. Vi sätter ett köpråd för Comintell men påminner om att den här typen av mikrobolag förstås inte är för alla investerare.

Afv om Comintelli: Köp

< Huvudscenario >

Grafiken till höger visar aktiens potential (inkl. utd.) i ett flerårsperspektiv beroende på utvecklingen i tre tänkbara scenarier.

Tabellen nedan visar de tre scenarierna mer i detalj. (Se [krönika för mer om filosofin bakom modellen.](#))



Huvudscenario	Optimistiskt		Pessimistiskt
Kurs 13/1 vid analys: 2,60 kr	2022E	2023E	2024E
Omsättning (tillväxt)	21 Mkr (26%)	26 Mkr (25%)	32 Mkr (20%)
Rörelsemarginal	-10,0%	-1,0%	10,0%
Vinst per aktie	-0,26 kr	-0,03 kr	0,35 kr
Rimlig EV/Ebit → börskurs 2024			EV/Ebit 12x → 4,10 kr

Tio största ägare i Comintelli	Värde (Mkr)	Kapital	Röster
Jesper Martell	4,1	19,4%	19,4%
Nordnet Pensionsförsäkring	2,6	12,5%	12,5%
Avanza Pension	2,4	11,5%	11,5%
Anders Thulin	2,1	9,9%	9,9%
Augvest AB	2,0	9,3%	9,3%
Gerhard Dal	1,2	5,6%	5,6%

Peter Sävsblom	0,7	3,3%	3,3%
Jimmie Landerman	0,5	2,6%	2,6%
Gabriel Anderbjörk	0,5	2,3%	2,3%
Lennart Grabe	0,4	1,7%	1,7%
Källa: Holdings	Totalt insynsägande:	30,0%	

[Comintelli →](#)

Maila: Daniel Svensson

Dela:   **Kommentera artikeln**

I samarbete med Ifrågasätt Media Sverige AB ("Ifrågasätt") erbjuder Afv möjlighet för läsare att kommentera artiklar. Det är alltså Ifrågasätt som driver och ansvarar för

Relaterade artiklar

- 

COMINTELLI Analys
Värt att bevaka Comintelli
14 oktober 2020 14:17
- 

COMINTELLI Analys IPO-guiden
Comintelli: Underrättelsetjänst med lockande tillväxt
29 oktober 2018 12:35

[HÄR HITTAR DU ALLA ANALYSER →](#)