

Europamarknad hägrar

Grundarlett teknikbolag med lönsam historik

Kentima är ett teknikbolag med säte i Staffanstorp. Moderbolaget Kentima Holding AB (publ) grundades år 2000 av nuvarande VD, styrelseledamot och storägare Kent Nilsson. Kentima utvecklar produkter och mjukvara inom Automations- och Säkerhetsområdet. Affären är uppbyggd dels genom affärsområdena Automation och Säkerhet där bolaget erbjuder Egenutvecklade produkter som riktar sig mot en bred kundbas. Det andra affärsområdet, Kundenpassade Styrssystem, levererar främst kundenpassade produkter till Sandvik. Försäljningen sker via två dotterbolag. Med ett starkt europafokus uppskattar vi att Kentimas adresserbara marknad inom automation och säkerhet värderas till över 9 miljarder dollar och förväntas växa runt 10 procent per år. Det är en attraktiv marknad som dock är präglad av en tuff konkurrens från bland annat ABB, Beijer Electronics, Genetec och Canon.

Egenutvecklade produkter driver bruttomarginalen

Idag är gruvjätten Sandvik bolagets största kund och tillsammans med slutkunder såsom DollarStore, SSAB och Helsingborgs Stad är kundlistan meriterande. Det talar för att Kentimas produktportfölj är konkurrenskraftig trots en hårt bevakad marknad. Kentima har en lång historik med god lönsamhet och hög tillväxt för deras Egenutvecklade produkter. Stora resurser har lagts på produktutveckling men under de närmsta åren kommer allt större tyngd läggas på att stärka försäljningsorganisationen. Fokus ligger på att fortsatt öka volymen inom Egenutvecklade produkter med ett högt inslag av mjukvarorprodukter där bruttomarginalen är högre. Historiskt har tillväxttakten inom Egenutvecklade produkter varit hög runt 15 procent och Analysguiden bedömer bolaget fortsatt kan upprätthålla deras historiska tillväxttakt trots dagens högre omsättningsnivåer.

Inleder bevakning med motiverat värde 2,8 kronor

Kortsiktigt uppger ledningen att kommande kvartal kan mötas av motvind. Drivet av den svagare konjunkturen skjuts investeringsbeslut på framtiden. I juli erhåll dock Kentima en rekordstor order värd 10,8 mkr. Ordern avser Kentimas Egenutvecklade produkter vilka ska installeras på, och övervaka viktiga funktioner vid ett av Sveriges skyddsobjekt, vilket även är kunden. Leveransen förväntas påbörjas under 2025. Kentima uppger att affären är en dörröppnare och möjliggör för ordrar i liknande dignitet framgent. Vidare är ambitionen att börja ta marknadsandelar ute i Europa och tillsammans med en intensiv lanseringshöst räknar Analysguiden med tvåsiffrig omsättningstillväxt kommande år. Prognosen stöds dessutom av en generell marknadstillväxt. Lejongdelen av tillväxten förväntas fortsatt utgöras av Egenutvecklade produkter. Det i sin tur förväntas ge positivt bidrag åt marginalen, vilket leder till en hög förväntad vinststillväxt som kan ge bränsle åt aktien. Kentima framstår som ett litet grundarlett kvalitetsbolag och Analysguiden inleder bevakning med ett motiverat värde vid 2,8 kronor.

Kentima

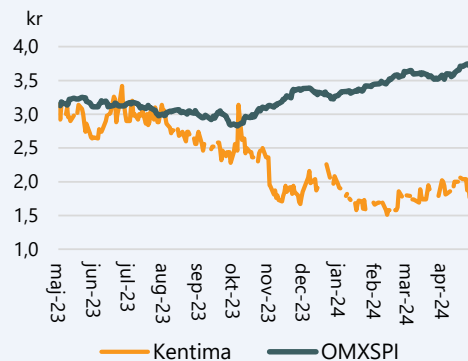
Initieringsanalys

Datum 3 september 2024
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Teknik
Styrelseordförande Jens Kinnander
Vd Kent Nilsson
Noteringsår 2015
Listning First North Stockholm
Ticker KENH
Aktiekurs, kr 1,9
Antal aktier, milj. 29,1
Börsvärde, mkr 55
Nettoskuld, mkr 11,2
Företagsvärde (EV), mkr 66
Motiverat värde 2,8 kronor
Nästa rapport 2024-11-14

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023	2024p	2025p
Nettoomsättning	63	61	59	71
Bruttoresultat	34	36	36	43
Ebitdaresultat	6,5	8,0	6,2	10,5
Rörelseres. (ebit)	1,9	3,2	1,2	4,5
Resultat f. skatt	1,1	1,7	-0,3	2,5
Nettoresultat	1,1	1,7	-0,3	2,5
Vinst per aktie	0,04 kr	0,06 kr	-0,01 kr	0,08 kr
Omsättningstillväxt	-11%	-3%	-3%	20%
Bruttomarginal	50%	54%	54%	56%
Ebitdamarginal	13,1%	10,4%	14,7%	18,5%
Rörelsemarginal	3,0%	5,2%	1,9%	6,3%
Nettoskuld/ebitda	1,3	1,2	1,9	1,1
P/e-tal	53	36	neg.	25
EV/ebit	38	23	63	16
EV/ebitda	11,1	9,1	11,8	6,9
EV/omsättning	1,1	1,2	1,2	1,0

Källa: Bolaget, Analysguiden

Motiverat värde är en uppfattning om vad bolaget borde vara värt givet Analysguidens huvudscenari. Det är inte samma sak som att aktiekursen ska spegla detta värde.

Investeringsstes

Grundarlett bolag inom intressanta tillväxtmarknader

Kentimas grundare Kent Nilsson är kvar i bolaget som VD, styrelseledamot och största ägare. Kentima utvecklar produkter och mjukvara inom Automations- och Säkerhetsområdet där största fokus ligger på att öka försäljningen av bolagets Egenutvecklade produkter som riktar sig mot en bredare kundbas. Bolagets andra affärsområde, Kundanpassade Styrssystem, levererar främst kundanpassade produkter till Sandvik, även här utgör bolagets Egenutvecklade produkter en väsentlig del. Unikiteten i affären bygger på att produkterna är flexibla, användarvänliga och enkla att integrera med andra system. Vid en första anblick kan inriktningen mot automation och videoövervakning te sig spretig. Men faktum är att enbart efter mindre justeringar kan produkterna användas inom båda affärsområdena. Exempelvis är server- och klientdatorerna (NVR, NVC & NVP) inom säkerhetsområdet uppbyggda med samma elektronik som industridatorerna. Och Kentimas övervakningssystem PSIM, som används för att skapa överordnade säkerhetssystem som kommunicerar med underliggande säkerhetssystem, t.ex. passage, video, brand och inbrott, är en direkt utveckling från WideQuick-mjukvaran. Synergierna inom produktutveckling möjliggör för Kentima att tillhandahålla ett heltäckande erbjudande inom intressanta tillväxtmarknader.

Effektiv distributionsmodell med en fin kundlista

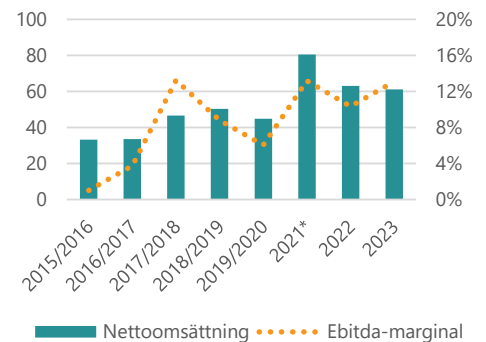
Affärsmodellen vilar på en distributionslösning där kunderna till Kentima är ett stort antal systemintegratörer såsom Assemblin, Caverion, Bravida och Granitor med flera. Dessa använder och säljer produkterna i deras projekt som levereras till slutkunden. Det gör att Kentima kan växa med en mindre säljorganisation. Kentima verkar huvudsakligen i Sverige men ambitionen är att successivt ta sig ut i Europa under 2025. Med det i åtanke uppskattar vi att Kentimas adresserbara marknad uppgår till strax över 9 miljarder dollar och förväntas växa runt 10% per år. Kentimas produkter används inom flera olika marknader såsom gruvindustrin, fastighetsbranschen och inom offentlig sektor. Sandvik utgör bolagets största kund och tillsammans med slutkunder såsom ICA och SSAB urskiljs en attraktiv kundlista. Det talar för att Kentimas produktportfölj utmanar på en högt konkurrensutsatt marknad.

Egenutvecklade produkter driver lönsam tillväxt

Historiskt har Kentima varit ett utvecklingstungt bolag men under de närmsta åren kommer allt större resurser läggas på att förstärka avdelningarna för försäljning och marknadsföring. Fokus ligger på att öka volymerna inom Egenutvecklade produkter och framför allt mjukvarorna WideQuick HMI/SCADA och Ethiris VMS där bruttomarginalerna är högre. Historiskt har tillväxten inom Egenutvecklade produkter taktat omkring runt 20 procent per år. Samtidigt har bruttomarginalen vuxit från 42 till 49 procent. Det har drivit bruttovinsten vilken har vuxit över 10 procent per år. Genom en effektiv distributionsmodell kan bolaget dessutom uppnå en högre rörelsemarginal runt 15 procent. Potentialen synliggjordes redan under 2023 där rörelseresultatet förbättrades trots att omsättningen föll.

~10 år av lönsam tillväxt

Omsättning i mkr (stapel, vänster). Ebitdamarginal (linje, höger). 2015/16 – 2023.

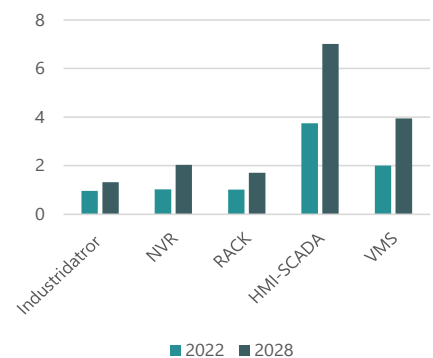


Källa: Bolaget

Not: 2021 bytte Kentima till vanligt räkenskapsår varpå året blev 18 långt.

God marknadstillväxt i ryggen

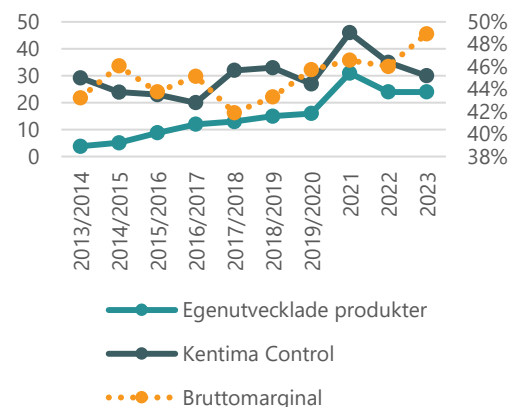
Uppskattat marknadsvärde inom Kentimas olika segment, mdusd.



Källa: Externa branschrapporter

Tillväxtmotorn Egenutv. produkter

Nettoomsättning per segment (linje, vänster). Rörelseresultat (stapel, vänster). Bruttomarginal (linje, höger). 2013/14 – 2023.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Verksamhetsbeskrivning

Kentima Holding AB (publ) är ett moderbolag till dotterbolagen Kentima AB, och Kentima Control R&D AB som grundades 2000 av nuvarande VD Kent Nilsson. Bolaget utvecklar produkter och mjukvara inom Automations- och Säkerhetsområdet. Affären är uppbyggd genom affärsområdena Automation, Säkerhet och Kundenpassade Styrssystem. I sina rapporter redovisar bolaget försäljningen av Egenutvecklade produkter inom affärsområdena Automation och Säkerhet. Koncernen består av 28 anställda med huvudkontor i Staffanstorp. Förenklat används Kentimas produkter för övervakning och visualisering av information. Det rör sig bland annat om processövervakning, fastighetsautomation, videoövervakning och överordnade säkerhetssystem.

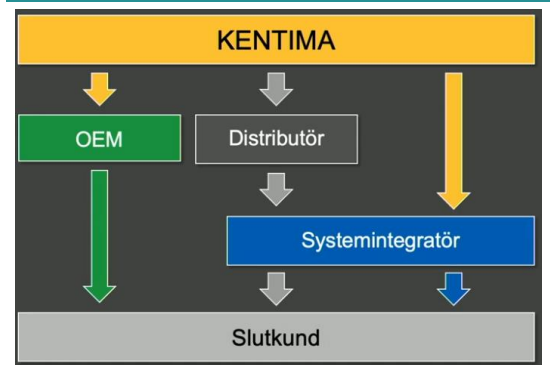
Försäljningen sker till systemintegratörer, installatörer, konsulter och OEM, däribland Assemblin, Caverion, Bravida och Granitor med flera, som i sin tur säljer vidare till slutkunden. Försäljningen sker primärt i Sverige men systemintegratörerna är spridda över 14 länder huvudsakligen i Europa. Kentima har köpande slutkunder inom en mängd olika branscher. Inom affärsområdet Kundenpassade Styrssystem ligger tyngdpunkten på gruv- och anläggningsindustrin medan affärsområdet Automation och Säkerhet är fördelat mellan bland annat fastighetsbranschen, industriföretag och allt fler inom VA-området. Produkterna används inom allt från infrastruktur, skolor, sjukhus och flygplatser till fastigheter, maskiner, gruvor och olika industriäpplningar. Analysguiden uppskattar att affärsområdet Automation är större än det för Säkerhet.

Ur dotterbolaget växte koncernen

Affärsområdet Kundenpassade Styrssystem utgörs av dotterbolaget Kentima Control R&D. Vid utgången av Q2 stod dotterbolaget för 52% av nettoomsättningen och säljer kundenpassade styr- och övervakningssystem främst till 6–7 bolag inom Sandvik-koncernen. Såväl hård- som mjukvara utvecklades initialt av bolagets VD tillika grundare Kent Nilsson. Efterfrågan på produkterna tog fart och det nuvarande dotterbolaget Kentima Control R&D AB växte och ur det föddes idén om att vidareutveckla de egna automationsprodukterna till generella produkter, inledningsvis för den svenska marknaden. Efter några år startades därefter ett systerbolag som idag är Kentima AB.

Historiskt har mycket resurser lagts på produktutveckling. Genom åren uppgår enbart aktiverade kostnader för produktutveckling sedan 2012 till omkring 60 mkr, motsvarande 5 mkr per år. Dessutom har vissa utvecklingskostnader kostnadsförts direkt i resultaträkningen, varpå det inte är otänkbart att investeringar i produktutveckling kan summeras uppemot 100 mkr. Allt detta har mynnat ut i flertalet generationer utav bolagets produktflora som vi går igenom mer i detalj längre ned. Produktportföljen består utav mjuk- och hårdvara där de egenutvecklade mjukvarorna WideQuick HMI/SCADA och Ethisis VMS har högst lönsamhet. Produkterna är flexibla, användarvänliga och enkla att integrera med andra system. Därtill kompletterar dem varandra, exempelvis är mjukvaran WideQuick HMI/SCADA förinstallerade på Kentimas operatörspaneler. Det gör Kentima till en helhetsleverantör av ett modulärt och skalbart system inom såväl industriell automation som videoövervakning.

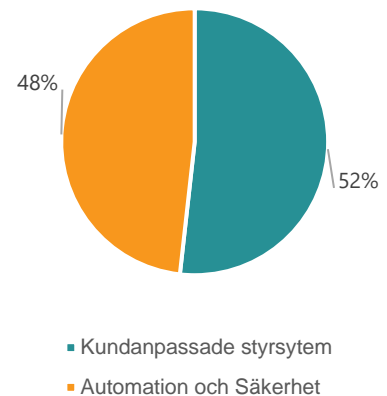
Beprövad distributionsmodell



Källa: Bolaget

Jämn fördelning mellan segmenten

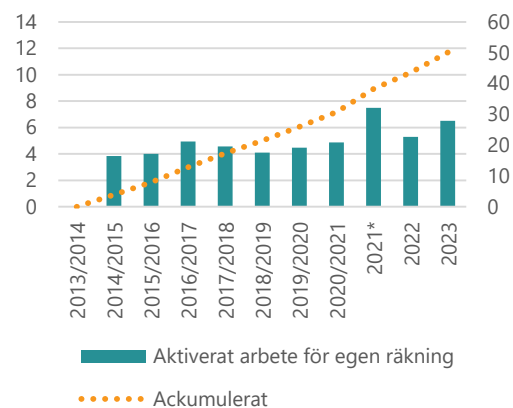
Andel respektive affärssegment av total omsättning i %, Q1 2024.



Källa: Bolaget

Stora investeringar i grunden

Aktiverat arbete för egen räkning (stapel, grön). Ackumulerat (linje, orange) 2013/14–2023.



Källa: Bolaget

Not: 2021 bytte Kentima till vanligt räkenskapsår varpå året blev 18 månader långt.

Ett stort fokus på produktutveckling har varit nödvändigt för att bygga upp och på sikt ha en konkurrenskraftig portfölj för att i förlängningen generera en hög tillväxt på den internationella marknaden. Produkterna utvecklas, designas och tillverkas i egen regi i bolagets tillverkningsenhet i Staffanstorp. Idag är omkring hälften av bolagets 28 anställda verksamma inom produktutveckling. Målsättningen har varit att erbjuda ett brett utbud av högkvalitativa produkter inom affärsområdena Automation och Säkerhet. I takt med att intäkterna ökat har dock bolaget investerat mer i deras säljorganisation och vunnit större projekt vilket har gett en operationell hävstångseffekt och förbättrat lönsamheten.

Automation

Inom affärsområdet Automation utvecklar, tillverkar och säljer Kentima produkter inom tre produktområden: HMI/SCADA Software, Operator Panels/Boxes och Industrial Computers. Samtliga utgör viktiga områden inom industriell automation och används vid övervakning och kontroll inom bland annat fastighetsbranschen och tillverkningsindustrin. Produkterna används för att skapa system som övervakar och kontrollerar en hel anläggning, fastighet eller en enskild maskin. Detta görs genom att produkterna kommunicerar med olika system för att hämta information som därefter lagras, behandlas och övervakas. Informationen presenteras för operatören, vilket i sin tur ger stöd vid beslutsfattning. Syftet är att effektivisera produktionen och minska drift- och underhållskostnader samt energiförbrukningen i till exempel fastigheter.

Affärsmodellen är licensbaserad med rättighet att använda den senast aktuella versionen. Vid sidan om det tillkommer merförsäljning genom uppdateringsavtal, support, utbildning och konsulttjänster.

Säkerhet

Inom affärsområdet Säkerhet levererar Kentima framför allt produkter och system för videoövervakning. Kentimas mjukvara Ethisis VMS används för professionell videoövervakning och är den viktigaste delen i samtliga produktområden inom videoövervakning. Mjukvaran kompletteras med olika servrar, klientdatorer och hela racksystem. Produkterna används för att skapa en effektiv och kraftfull videoövervakning samt överordnade säkerhetssystem. Samtliga produktområden utgör viktiga delar för att skapa total säkerhetslösning. Säkerhetsprodukterna används för att övervaka till exempel flygplatser, köpcentrum, industri- och processanläggningar och offentliga byggnader.

Även för Säkerhet är intäktsmodellen till stor del licensbaserad och för båda affärsområdena löper kundkontrakten ofta på fem år. Det skapar en viss stabilitet i intäktsflödena. Dessutom uppger Kentima att kundbortfallen är få. För att nyttja skalbarheten i Ethisisystemet erbjuds kunderna även en prenumerationsbaserad modell, vid namn Universal, som ger kunderna möjlighet att använda den senast uppdaterade versionen av mjukvaran i utbyte mot en månatlig ersättning. Prenumerationsmodellen har under hösten även applicerats på WideQuick VMS-mjukvaran, vilket bedöms få ett positivt genomslag på lönsamheten.

Kraftfull mjuk- & hårdvara...



Källa: Bolaget

... inom stora tillväxtmarknader



Källa: Bolaget

Historik

Grundarlett bolag med lång historik

1994 startade Kent Nilsson Kentima Control R&D. Bolaget sålde anpassade styrsystem till kunder inom gruvindustrin, främst Sandvik. Produkterna fick fäste och bolaget växte. 2000 påbörjades utvecklingen av egna produkter inom två produktområden; industridatorer och WideQuick HMI/SCADA programvara.

Resan fortsatte och 2002 förvärvades rättigheterna till det som skulle bli Ethiris VMS mjukvara. Produktutveckling låg i fokus och 2005–2007 lanserade Kentima sina första egenutvecklade produkter som riktades mot den generella marknaden snarare än till specifika kunder. 2013 listades bolaget på First North, vilket blev startskottet för en internationell satsning.

Därefter har Kentima fortsatt hållit en hög innovationstakt med flera viktiga produktlanseringar. Vid noteringen 2013 uppgick omsättningen till 33 mkr och rörelseförlusten noterade -11 mkr.

Kentima Partner Program – viktigt för tillväxten

2013 lanserade Kentima ett partnerprogram med målsättningen att etablera nära, långsiktiga samarbeten med kunderna. Partners erbjuds bland annat utbildning, support och deltagande på event.

I utbyte får Kentima insikt i kundernas verksamhet och kan vidareutveckla produkter och processer därefter. Det är inte heller ovanligt att partners övergår till kunder och köper produkter inom ett eller flera områden. Partnerprogrammet utgör en allt viktigare försäljningskanal och vid utgången av 2022 hade bolaget över 500 registrerade partners som verkar inom olika områden. Partner-listan är meriterande och inkluderar bland annat ABB, AFRY, Assemblin, Bravida, Caverion, Consilium, Granitor, FLIR, Sandvik, Rejlers, Schneider, Siemens och Valmet.

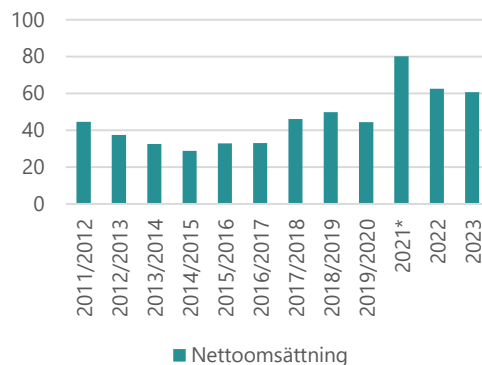
Under det andra kvartalet 2024 genomförde bolaget Kentima Exploring Days på 9 orter i Sverige. Eventen pågick under en dag, där förmiddagen var inriktad mot Automation och eftermiddagen mot Säkerhet. Uppemot 300 partners, kunder, slutkunder och konsulter besökte eventen och fick information om samtliga produktområden och de senaste nyheterna. Ledningen framhåller aktiviteten och möjligheten att presentera bolagets produktbjudande, vilket kan få ett positivt genomslag på försäljningen framåt. Aktiviteten är helt i linje med Kentimas ambition att i större utsträckning visa upp produkterna direkt mot slutkunderna och på så vis sticka ut i återförsäljarledet.

Egenutvecklade produkter – viktig tillväxt drivare

Sedan 2013 har Kentima kontinuerligt lanserat nya produkter vilket har gett upphov till en ökad försäljning. På koncernnivå uppgår den genomsnittliga tillväxten till 5 procent per år. Siffran i sig är inte särskilt uppseendeväckande men ser man under ytan är det noterbart att affärsområdet Egenutvecklade produkter under en 10-årsperiod vuxit drygt 20 procent per år i genomsnitt. Även om det är från låga nivåer indikerar det att Kentimas produkter är konkurrenskraftiga på marknaden.

Stabil försäljning över tid

Nettoomsättning i mkr (stapel, vänster) 2011/12 – 2023



Källa: Bolaget

Meriterade partnerbolag

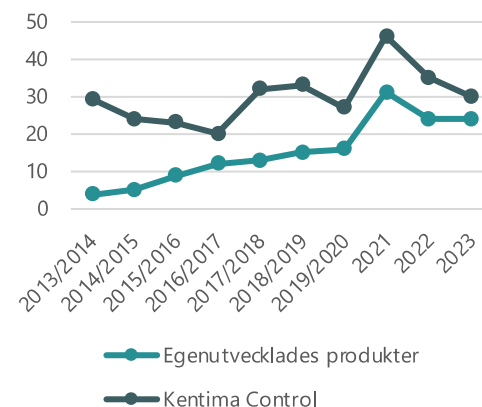
Urval av registrerade partner i Kentima Partner Program



Källa: Shutterstock

Stark tillväxt för Egenutv. produkter

Omsättning i mkr per affärssegment (stapel, vänster)



Källa: Bolaget

Periodvis bromsar dock tillväxttakten in. Av bolaget förklaras det främst genom långa säljcykler. När ett nytt samarbete inleds med en återförsäljare/partner är uppstartskostnaderna ofta höga och det kan ta lång tid tills dess att försäljningen tilltar. Det förklaras nog dels av tiden det tar för återförsäljaren att lära sig det nya produkt erbjudandet, dels av att dessa har flera olika alternativ att erbjuda slutkunden. Det råder alltså en viss trögrörlighet i distributionsled och framför allt en hög konkurrens för bra produkt exponering.

Över lag beskriver bolaget sig själva som "framtungt" när det gäller kostnader och "baktungt" när det gäller intäkter och lönsamhet - inte helt ovanligt när det gäller mjukvarubolag. Kortfattat innebär det att mycket resurser inledningsvis läggs på att ta fram en konkurrenskraftig produkt och väldigt få intäkter erhålls. Vice versa, när produkten lanseras krävs enbart mindre investeringar för utveckling och kassaflödet förbättras avsevärt i takt med att försäljningen tilltar. Kentima har varit mycket fokuserade på produktutveckling men ambitionen är att successivt öka sälj- och marknadsföringsorganisationen för att bearbeta fler kunder.

Kentimas historik vittnar om en lönsam tillväxt. Bortsett från pandemiåret 2020 har bolaget sedan 2018 levererat en rörelsevinst runt 3,5 procent av försäljningen. Försäljningen av Egenutvecklade produkter har vuxit och drivit koncernens nettoomsättning och lönsamhet. Tillväxten synliggörs alltmer i takt med att affärsområdena Automation och Säkerhet utgör en större del av koncernens omsättning. Kentima framhåller själva deras bruttovinst-tillväxt som sedan 2013 har vuxit över 10 procent i genomsnitt och under samma period lyft bruttomarginalen 7 procentenheter från 42 till 49 procent.

Kortsiktigt hack i tillväxtkurvan

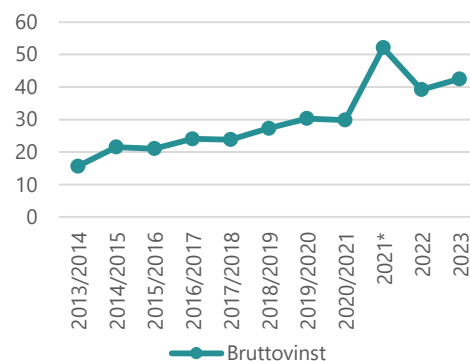
Under 2023 och inledningen av 2024 har dock efterfrågan bromsat in i takt med att konjunkturen vikit och investeringsbeslut flyttats till framtiden. Det är framför allt den svaga byggbranschen som hämmar kvartalet. Ledningen uppger att även de närmsta kvartalerna sannolikt möts av motvind. Efter det första halvåret 2024 har omsättningen backat med 23 procent. Det kombinerat med fortsatta investeringar i produktutveckling och sälj- och marknadsföringsaktiviteter har pressat rörelseresultatet till negativa territorium om -1,5 mkr (2,5).

Ledningen lyfter dock fram en lanseringsintensiv period med flera produkt lanseringar på gång under hösten, däribland WideQuick HMI/SCADA 14.0 med nya kommunikationsprotokoll, MQTT och BACnet, som utökar mjukvarans användningsområden.

Den nya MQTT-drivern används för kommunikation med olika typer av IoT-enheter inom en mängd olika områden och det omfattande stödet för BACnet är en internationell kommunikationsstandard som främst används inom fastighetsautomation för kommunikation med olika typer system. Detta kommer sannolikt öppna upp nya möjligheter i Sverige men är framför allt en viktig del i det förberedande arbetet inför kommande exportsatsning.

Stark utveckling av bruttoreultatet

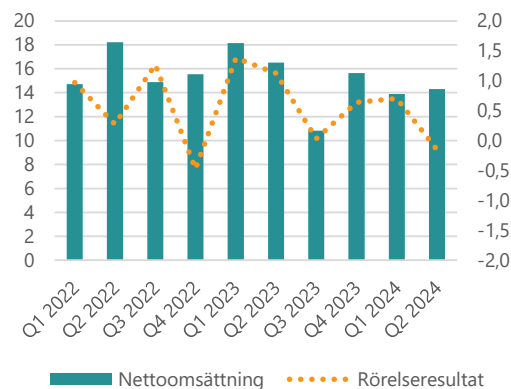
Bruttovinst exklusive aktiverade utvecklingsutgifter 2013/2014 – 2023.



Källa: Bolaget

Kortsiktig motvind

Nettoomsättning i mkr (stapel, vänster). Rörelseresultat i mkr (linje, höger). 2022 Q1 – 2024 Q2



Källa: Bolaget

Skapar tillväxt med egna medel

Målsättningen att ”med egna medel skapa en fortsatt hög tillväxt...” har varit uttalad sedan 2021. Det är något man verkligen tar fasta på. 2015 genomfördes en sista mer betydande kapitalanskaffning och bolaget är i mångt och mycket självfinansierat sedan dess. Trots lönsamhet sedan 2018 har Kentima haft väldigt lite banklån och snarare finansierat verksamheten genom checkräkningskrediter. Emellertid kan det vara en dyr finansieringslösning. Vid utgången av det andra kvartalet 2024 hade bolaget en outnyttjad checkräkningskredit på 2,2 mkr. Nettoskulden uppgick till 11,3 mkr, motsvarande 2,9x ebitda-resultatet på rullande 12 månader (juli-juni). Det är ett rejält hack upp från föregående kvartal där skuldkvoten uppgick till 1,7x ebitda. Den ökade skuldsättningen är i mångt mycket ett resultat av pressade vinster drivet av fortsatt höga investeringar i produktutveckling, sälj och marknadsföringsåtgärder kombinerat med en vikande försäljning.

Värt att notera är att uppemot 8 mkr av de räntebärande skulderna är bokade som kortfristiga och ska regleras inom 12 månader. Med tillgängliga medel på 2,3 mkr inklusive checkräkningskrediten kan likviditeten bli tajt, särskilt om marknadsförhållandena inte förbättras och håller nere resultatutvecklingen. Dock bör det finnas utrymme för att refinansiera skulderna, varpå en nyemission inte torde vara aktuellt i dagsläget.

Dessutom har Kentima under 2022, 2023 och början av 2024 byggt upp varulagret mer än vanligt och vid utgången av Q2 2024 uppgick varulagret till 31 procent av omsättningen, vilket är avsevärt mycket högre än det historiska genomsnittet om cirka 15 procent. Med en mycket låg inkuransrisk uppger bolaget att ambitionen är att sänka varulagret markant, vilket skulle frigöra en del kapital.

I övrigt består balansräkningen främst av immateriella tillgångar hänfödda till balanserade utgifter för utvecklingsarbeten, vilka uppgår till 27 mkr. Kentima har satsat mycket på produktutveckling och sedan noteringen har bolaget investerat omkring 10 procent av nettoomsättningen. Framgent räknar Analysguiden med att investeringarna kvarstår på historiska nivåer, vilket vid sidan av ett ökat fokus på kommersialisering förväntas driva mer försäljning varpå kassaflödet förbättras.

Skuldsättningen ökar i kvartalet

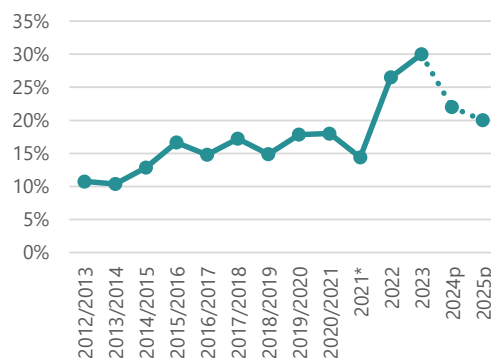
Nettoskuld/ebitda 2012/13-Q2 2024



Källa: Bolaget

Varulagret historiskt stort

Varulagret i % av omsättning 2012-2025p.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Samtliga insynspersoner på ägarlistan

Grundaren Kent Nilsson är kvar i bolaget som VD, styrelseledamot och största ägare. Vid sidan om Nilsson sitter Annsofi Andersson som CFO, även hon med lång historik sedan 2000. Utöver det sitter Peter Andersson som Produktchef Säkerhet sedan 2012 och Patrik Jeppson som utvecklingschef för WideQuick sedan 2014.

Styrelseordförande är Jens Kinnander sedan 2012. Kinnander har en gedigen historik främst inom juridik. Utöver Kinnander och Nilsson (VD) sitter Peter Ahlgren som ledamot sedan 2015. Ahlgren har en lång historik inom olika chefsroller.

Ägarlistan toppas av bolagets VD och utöver det utgörs ägarlistan främst av privatpersoner. Teja Capital, ett onoterat investmentbolag, kontrollerar 11% av kapitalet och utmärker sig som näst största ägare. Teja Capital deltog i bolagets notering på börsen och huvudpersonen bakom investmentbolaget uppges vara nära vän med bolagets VD Kent Nilsson. Analysguiden lyfter Kentima som ett bolag med bra ledning och styrelse. Samtliga har ett ägande i Kentima och har jobbat inom bolaget under nästan 10 år. Ägarlistan lämnar kanske lite att önska men med ett börsvärde på knappa 50 mkr är det kanske inte så konstigt att större institutionellt kapital inte har hittat till bolaget ännu. Då är det åtminstone betryggande att bolagets VD kontrollerar 27% av kapitalet och 40% av rösterna.

VD kvar som största ägare

Största ägare i % av kapital, Q1 2024.

Kent Nilsson	27,6%
Teja Capital AB	10,6%
Avanza Pension	10,3%
Christer Jönsson	5,5%
Erik Andreas Stefan Lindén	4,9%
Sven-Olof Thorstensson	4,1%
Jonas Jonsson	1,9%
Stig Fölhammar	1,4%
Jan Erik Sellehed	1,4%
Sven Fredrik Wikefeldt	1,1%
Totalt 10 största ägare	69%

Källa: Holdings

Bred produktportfölj inom tillväxtområden

Kentima verkar inom tre affärsområden; Automation, Säkerhet och Kundanpassade styrsystem. Inom affärsområdet **Automation** utvecklar Kentima produkter inom tre produktområden som utgör viktiga delar inom industriell automation; HMI/SCADA Software, Operator Panels/Boxes, och Industrial Computers:

HMI/SCADA Software:

HMI/SCADA är ett system som används inom industriella sammanhang för att övervaka och styra processer och utrustning. Systemen spelar en avgörande roll för att förbättra effektivitet, säkerhet och tillförlitlighet genom att tillhandahålla realtidsinsikter och möjliggöra för fjärrövervakning och styrning.

SCADA (Övervakningskontroll och Datainsamling) är det centrala systemet som samlar in och analyserar data från olika sensorer och enheter i en industriell miljö. Det ger en centraliserad plattform för övervakning av processer och utrustning, samt möjlighet att styra dem på distans vid behov.

HMI (Människa-Maskin-Gränssnitt) är det grafiska gränssnittet genom vilken en operatör interagerar med SCADA-systemet. Det består vanligtvis av skärmar eller paneler som visar realtidsdata från den industriella processen, samt kontroller för operatörer att ange kommandon eller justeringar.

WideQuick är Kentimas egenutvecklade mjukvara som innehåller funktioner för att skapa HMI- och SCADA-system. WideQuick samlar in processvärden från underliggande styrsystem, lagrar, övervakar och behandlar informationen samt visualiserar informationen grafiskt för operatören.

Kentima erbjuder även **WideQuick BMS** (Building Management System), vilket är ett koncept anpassat för fastighetsautomation och övervakning av fastigheter. Mjukvaran kan bland annat sammankopplas med HVAC-system, energimätare, brandpaneler och solcellsanläggningar. WideQuick BMS kan användas för ett mindre övervakningssystem med en lokal operatörspanel till större system med SCADA-funktionalitet, för att övervaka ett helt fastighetsbestånd centralt eller på distans.

Industrial Computers:

Kentima erbjuder industridatorer i olika storlekar som är anpassade för tuff industriell användning. Industridatorerna finns i 10 olika grundserier och alla är utvecklade för att uppnå en lång livslängd med ett minimalt underhållsbehov. Konstruktionen är helt i metall och samtliga har en stabil front i saltvattenbeständigt aluminium vilket gör datorerna spol- och dammtäta.

Operator Panels/Boxes:

Slutligen erbjuder Kentima operatörspaneler, vilket i kort är mjukvaran och industridatorn kombinerad i en lösning. Tillsammans med det kommunicerar operatörspanelerna med olika I/O och PLC från andra tillverkare samt integreras med olika under- och överordnade system. Operatörsenheterna har ett brett användningsområde och skapar ett effektivt industriellt övervakningssystem.

WideQuick-mjukvara för industriell-



Källa: Bolaget

... & fastighetsautomation



Källa: Bolaget

... kompletteras med hårdvara



Källa: Bolaget

Inom affärsområde **Säkerhet** erbjuder Kentima produkter inom fyra områden där produkterna används för att skapa en effektiv videoövervakning och överordnade säkerhetssystem för att bland annat flygplatser, lastbilsterminaler, idrottsarenor, köpcentrum, butiker, järnvägsstationer, industri- och processanläggningar, skolor, sjukhus och andra offentliga byggnader.

Video Management Software (VMS):

2002 förvärvade Kentima rättigheterna till ett embryo som skulle bli Ethisis VMS. Bolaget hade då en egenutvecklad mjukvara för videoövervakning, Ethisis. Idag är Ethisis Video Management Software (VMS) en kraftfull mjukvara med syfte att ta emot bilder från kameror samt visa livebilder och inspelat videomaterial för operatören. Ethisis har en komponentbaserad och skalbar struktur där kapaciteten kan utökas efter behov genom fler licenser och komponenter. Programvaran kan integreras i olika system såsom passagesystem, brandlarm, inbrottslarm och överordnade SCADA-system. Ethisis är utvecklat för en öppen plattform med stöd för anslutning av flera olika kameramodeller.

Network Video Recorders/Clients/Panels (NVR/NVC/NVP) & NVRN Rack Solutions:

På produktsidan levererar Kentima Ethisis NVR, NVC och NVP. För enklart kan dessa enheter beskrivas som server (NVR) respektive klienter (NVC och NVP) i ett videoövervakningssystem. Produkterna är nyckelfärdiga vilket förenklar installationsarbetet. Modellerna är optimerade och tillsammans med mjukvaran Ethisis VMS skapas ett flexibelt och kraftfullt videoövervakningssystem.

Till det erbjuds flera olika racklösningar för videoövervakning. Ethisis NVRN Rack Solutions är framtaget för att förenkla konfigurering och installation av större videoövervakningssystem. Systemet bygger på Kentimas mjukvara Ethisis VMS och Ethisis NVRN som innehåller avancerade funktioner för videoövervakning. Modellerna är dimensionerade för 32 – 2 000 kameror och 940 TB videolagring.

Physical Security Information Management Software:

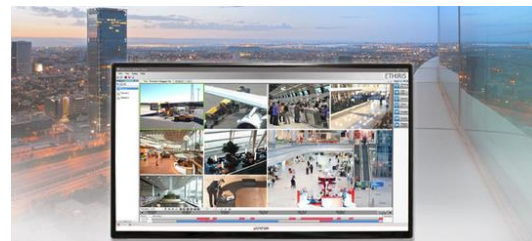
WideQuick Physical Security Information Management (PSIM) är ett överordnat övervakningssystem inom säkerhet som kommunicerar med olika säkerhetssystem som inbrottslarm, passagesystem, videoövervakningssystem och brandlarm. WideQuick PSIM presenterar relevant information i ett intuitivt användargränssnitt. Systemet används främst i säkerhetskritiska anläggningar som fängelser, flygplatser och sjukhus. WideQuick PSIM ger bland annat ökad kontroll, förbättrad situationsmedvetenhet och rapportering. Det är ett effektivt system som förbättrar säkerheten och minskar kostnaderna.

Kundanpassade styrsystem

Det sista affärsområdet, **Kundanpassade styrsystem**, utgörs av dotterbolaget Kentima Control R&D som säljer styr- och övervakningssystem till Sandvik-koncernen. 2023 förnyades avtalet med Sandvik som nu är mer omfattande än någonsin och löper över fem år. Inledningsvis uppgår försäljningen till 150–200 mkr över avtalsperioden och bedöms öka med 2–3 mkr årligen. Kentima ska leverera anpassade operatörsenheter baserat på WideQuick-mjukvaran samt tillhörande hårdvara till alla Sandviks konkrossar (se bild intill).

Heltäckande erbjudande ...

Nettoomsättning per land i procent, 2023.



Källa: Bolaget

... inom videoövervakning

I antal kontrakt och omsättning i miljoner kronor.



Källa: Bolaget

Levererar styrsystem till Sandvik

Bild på konkross.



Källa: Shutterstock

Sammantaget ger produktportföljen intrycket av ett robust erbjudande inom industriell automation och säkerhetslösningar. Kentima utvecklar, tillverkar och monterar produkterna i Sverige. Sedan noteringen mycket resurser lagts på utveckling av konkurrenskraftig mjuk- och hårdvara. Framgent förväntas utvecklingstakten vara fortsatt hög men de närmsta åren kommer bolaget att satsa allt större resurser på att förstärka försäljningsavdelningen.

Marknad & konkurrens

Marknaden för Kentima utgörs främst av den europeiska marknaden för industriell automation och övervakning.

Automation & säkerhet – marknader med hög tillväxt

Industriell automation är en bred marknad som omfattar en mängd olika produkter och tjänster som används för att automatisera och optimera industriella processer. Det inkluderar bland annat: **Programmerbara logik- och datorstyrda system (PLC)/(DCS)** som används för att kontrollera och övervaka maskiner. **Industriella robotar och automationsutrustning** som ofta används för att utföra upprepande eller farliga uppgifter. **Sensorer** som används för att mäta och övervaka bland annat temperatur, tryck, flöde och position. **Mjukvara för processkontroll och övervakning**, vilket inkluderar HMI och SCADA-system. Slutligen omfattar marknaden industriella **nätverk och kommunikationssystem** som används för att ansluta och integrera olika enheter och system.

Marknaden för industriell automation växer stadigt tack vare en ökande efterfrågan på effektivare och mer produktiva tillverkningsprocesser. Genom att automatisera industriella processer minskar produktionskostnaderna samt förbättrar kvalitet och säkerhet. Ökade kostnader för arbetskraft och mer komplexa produkter, driver efterfrågan på högre användning av robotik, AI och IoT (Internet of Things) i industriella processer (Industry 4.0).

Enligt externa branschrapporter värderades den globala marknaden för industriell automation 2022 till 150–200 miljarder dollar och förväntas växa mellan 9–10 procent över de nästkommande 5–10 åren. Europa, vilket är Kentimas primära marknad i nuläget, står uppskattningsvis för 30 procent av den globala marknaden.

Kraftfull mjukvara krävs för industriell automation

HMI och SCADA-system utgör en viktig del inom Automation. I huvudsak är det utvecklingen inom industrin som driver efterfrågan på marknaden. Fler industrier skiftar över till automatiserad produktion varpå ett HMI/SCADA-system krävs för att kontrollera och övervaka processer. Sedan 2012 har den globala marknaden för HMI och SCADA-system vuxit i snitt med 10 procent per år och 2022 värderades marknaden till 15 miljarder dollar. Den höga tillväxttakten förväntas bestå och över nästkommande 10 årsperiod uppskattas marknaden i genomsnitt växa 11 procent per år till en bit över 40 miljarder dollar. Europa står för 25–30 procent av den globala marknaden.

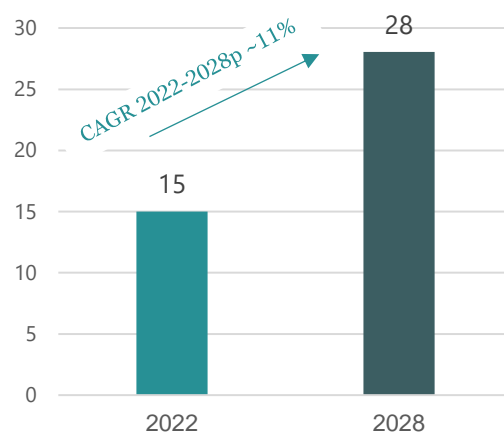
SCADA – ett högt efterfrågan system

Andel av totalmarknad för olika system för industriell Automation, 2022.



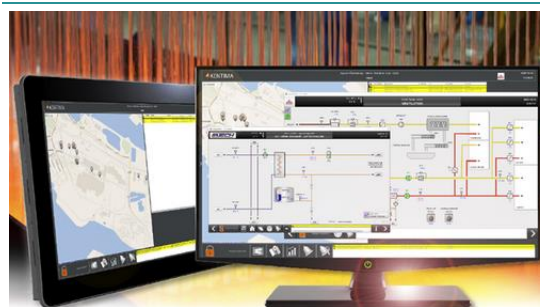
Källa: Grand View Research

Hög tillväxt inom mjukvara



Källa: Externa branschrapporter

Visualisering HMI/SCADA-system



Källa: Bolaget

Global urbanisering skapar ett större säkerhetsbehov

Vid sidan om automation är Kentima verksamt inom marknaden för övervakning, vilket omfattar produkter som används för att övervaka områden, fastigheter och tillgångar. Det inkluderar bland annat: **Larmsystem, övervakningskameror och inspelningsystem, Access Control Systems** som används för att kontrollera åtkomst till byggnader, **mjukvara för videomonitorering** och **integration samt molntjänster** för övervakning och säkerhetshantering.

Allt större städer är ett resultat av urbanisering. Det ställer bland annat krav på områdesövervakning. Historiskt har investeringarna inom säkerhet ökat under högkonjunktur. När ekonomin är god prioriterar företag att i större utsträckning investera i säkerhetslösningar. På senare tid kan dock tillväxten snarare tillskrivas en uppskruvad hotbild från kriminalitet och terrorism.

Under lång tid har marknaden för video-övervakning genomgått ett tekniskifte från traditionella system, uppbyggda med analoga kameror, till digitala system där kameror är inkopplade i ett nätverk tillsammans med programvara (så kallad nätverksvideo). Övergången drivs primärt av ett högre krav på mer avancerad övervakning. Exempelvis är digitala system till större del modulära vilket gör det enklare att bygga upp ett mer storskaligt system. Därtill är fördelarna många såsom högre bildkvalitet, enklare integrering med andra system och möjlighet till fjärrövervakning. Framgent förväntas tillväxten för nätverksvideo växa med 14 procent per år till 2029 varpå marknaden förväntas värderas uppemot 14 miljarder dollar.

I takt med att marknaden skiftar över till nätverkskameror ökar även efterfrågan på programvara för hantering av videoövervakningssystem (VMS). Globalt värderas marknaden till omkring 50 miljarder dollar och förväntas växa runt 10 procent nästkommande 5–10 år. Europa utgör omkring 15–20 procent av den globala marknaden. Kentima levererar främst mjukvara för videoövervakning och överlag är det produktsegmentet avsevärt mindre än det för hårdvara. Uppskattningsvis står mjukvara för omkring 20 procent av den totala marknaden för videoövervakning. I Europa var VMS-marknaden tidigare mycket fragmenterad och ingen leverantör hade en marknadsandel över 10 procent. På senare tid har viss konsolidering ägt rum. Bland annat köpte japanska Canon upp svenska Axis Communication samt danska Milestones System, vilket gör bolaget till en betydande konkurrent för Kentima.

Ökad molnanvändning skapar nya affärsmodeller

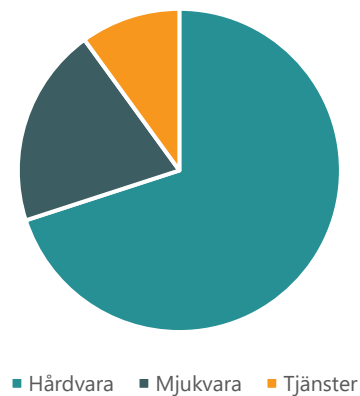
Den starka frammarschen för videoövervakning har även skapat utrymme för ytterligare ett tillväxtben på marknaden, VSaaS (Video Servillance as a Service). Tjänsten kombinerar övervakning med molnlagring vilket reducerar behovet av lokal datalagring. I stället görs data tillgänglig och flyttas till en webbläsare eller app. Med fördelar såsom skalbarhet och kostnadseffektivitet ökar molnanvändningen globalt. Det driver i sin tur på efterfrågan på VSaaS. Sammantaget ger VSaaS flexibilitet och skalbarhet för företag att dra nytta av avancerad analys och svara effektivt på marknadsförändringar.



Källa: Shutterstock

Hårdvara utgör klar majoritet

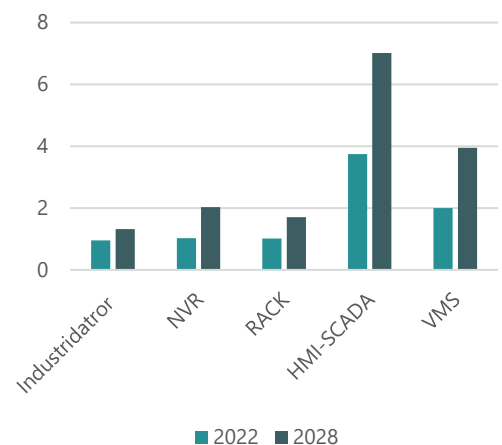
Andel per segment inom den globala marknaden för Videoövervakning, 2022.



Källa: Grand View Research

Mjukvara högt efterfrågat

Marknadsstorlek i Europa, miljarder dollar. 2022 – 2028.



Källa: Externa branschrapporter

Kentima kapitaliserar på utvecklingen genom att erbjuda sina kunder den prenumerationsbaserade licensmodellen Universal. Det ger kunderna en större möjlighet att utnyttja Ethis skalbarhet och Kentima får en attraktiv betalningsmodell med högre lönsamhet.

Stor adresserbar tillväxtmarknad...

Analysguiden uppskattar att den europeiska marknaden för Kentimas produkter uppgår till strax över 9 miljarder dollar och förväntas växa runt 10 procent per år över nästkommande 10 årsperiod. Majoriteten av marknaden utgörs av mjukvara, vilket även är den del som förväntas växa snabbast framgent.

... men tuff konkurrens medföljer

Över lag är det en attraktiv marknad men Kentima är inte ensam. Kentimas huvudsakliga konkurrenter utgörs främst av globala aktörer såsom ABB, Beijer Electronics, Schneider och Siemens inom automationsområdet och Avigilon (dotterbolag inom Motorola-koncernen), Genetec och Canon inom säkerhetsområdet. Konkurrenternas starka varumärken och Kentimas knappa storlek ligger förstas bolaget i fatet. Men vi uppfattar Kentimas helhetserbudande bestående av mjukvara med kompletterande hårdvara som konkurrenskraftigt.

Kentimas huvudsakliga konkurrenter

Bolag	Börsvärde, Mkr	Land	Bransch	Andel inom Automation/säkerhet
Ependion*	3 111	Sverige	Automation	100%
ABB	1 078 785	Sverige	Automation	31%
Scheider Electric	1 502 015	Frankrike	Automation	21%
Siemens AG	1 538 608	Tyskland	Automation	27%
GE Vernova	-	USA	Automation	-
Rockwell Automation	322 844	USA	Automation	75%
Motorola Solutions	718 080	USA	Säkerhet	-
Genetec	-	Kanada	Säkerhet	100%
Pelco	-	USA	Säkerhet	100%
Canon	471 467	Japan	Säkerhet	37%
Medel, jämförbolag	804 987			61%

Källa: Refinitiv, bolagen

Not: 2023 namnbyte från Beijer Electronics till Ependion

Gemensamt för både Ethis och WideQuick är att de är modulära system som har ett brett användningsområde med en stor inbyggd flexibilitet och integrationsmöjligheter med andra system. Kentima använder sig till stor del av en affärsmodell med återförsäljare (systemintegratörer) för vilka snabbheten att leverera en lösning en stark konkurrensfaktor. Här skiljer sig Kentima gentemot konkurrerande aktörer.

Bland de kunder som har implementerat Kentimas lösningar finns bland annat DollarStore som använder Kentimas säkerhetslösningar inom samtliga butiker. SSAB:s fabrik i Luleå använder operatörspaneler samt Kentimas mjukvara WideQuick BMS SCADA för övervakning av fastigheter. Utöver det används Kentimas produkter bland annat inom transportföretaget DSV, TetraPak och Helsingborgs Stad. Den attraktiva kundlistan talar för att Kentimas produktportfölj är konkurrenskraftigt trots den tuffa konkurrensen bolaget möter.

Utsikter & prognoser

I linje med många andra industribolag har Kentima under 2023 och inledningen av 2024 upplevt att kunder varit avvaktande mot investeringsbeslut mot bakgrund av en trögare konjunktur. Vi uppskattar att gruvindustrin och bygg- och fastighetsbranschen utgör omkring hälften av den totala omsättningen, där den svaga utvecklingen inte minst inom bygg- och fastighetsbranschen har slagit hårt.

Kentima presenterade deras halvårsrapport den 22:a augusti. Rapporten vittnar om ett tufft halvår där omsättningen fallit med 19 procent jämfört med samma period föregående år. Det i kombination med fortsatta investeringar i produktutveckling samt sälj- och marknadsföringsaktiviteter har gjort att bolaget vänt till en rörelseförlust på 1,5 mkr under det första halvåret. Jämfört med samma period föregående år redovisade bolaget rörelsevinst på 2,5 mkr. Bolaget uppger även att de närmsta kvartalen kan bli utmanande.

2025 förväntas dock ekonomin generellt sett återhämta sig vilket kan resultera i ett uppdämt investeringsbehov inom automations- och säkerhetslösningar, vilket borde spilla över på Kentima och gynna resultatutvecklingen. Med nya produktlanseringar i bagaget och en begynnande europasatsning ser bolaget optimistiskt på 2025 och åren därpå.

Framförallt framhåller vi bolagets exponering mot fastighetssektorn som intressant. Sjunkande räntor torde snabbt förbättra ekonomin för fastighetsägarna vilket borde bädda för investeringar inom exempelvis fastighetsautomation där Kentima ligger helt rätt med sin uppdaterade WideQuick mjukvara.

Kan en internationell nysatsning ge fart åt tillväxten?

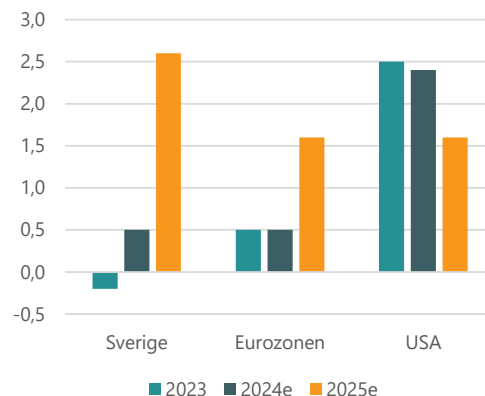
Under 2025 förväntas Kentima även starta en internationell expansion. Det är givetvis en intressant tillväxtsatsning. Ur ett konkurrensperspektiv skiljer sig inte den europeiska spelplanen nämnvärt från den svenska eftersom de globala aktörerna vi avhandlade tidigare redan har befintlig verksamhet i Sverige och redan konkurrerar med Kentima på hemmaplan. På prognosbasis har vi i dagsläget inte inkluderat några större bidrag från den internationella expansionen. Bolaget uppger att ambitionen är att fortsatt hålla nere kostnaderna och växa internationellt med egna medel. Således har vi inte heller inkluderat någon nämnvärt högre kassaförbränning från expansionen. I dagsläget kan den från investerarrhåll snarare betraktas som en optionalitet tills dess att vi tydligare vet vilken effekt satsningen har på försäljning respektive kassaflöde.

Ur historiken är det värt att ta med sig att bolaget inledde en internationell satsning i samband med börsnoteringen 2013. Försäljningsmässigt bidrog expansionen positivt men ur ett lönsamhetsperspektiv haltade man. 18 månader senare ställde man in expansionen, fortsatte bearbeta den svenska marknaden och arbeta med ytterligare produktutveckling.

Till skillnad från 2013 är Kentima nu ett mer moget bolag med en starkare finansiell position, en bättre produktportfölj och längre etablerade kundrelationer.

BNB återhämtning 2025?

Förväntad tillväxt i BNP i %. 2023-2025p.



Källa: Aktiespararnas makrovy

Rekordstort projekt till ett av Sveriges skyddsobjekt

Inom affärsområde Säkerhet har Kentima säkrat sin största enskilda order i bolagets historia. Dotterbolaget Kentima AB avser att leverera bolagets Egenutvecklade säkerhetsprodukter samt spetskonsulting. Produkterna i projektet ska installeras på, och övervaka viktiga funktioner vid ett av Sveriges skyddsobjekt, som även är kunden. Ordervärdet uppgår till 10,8 mkr och leverans är planerad under 2025.

Orden är mycket uppmuntrande och kommer inte bara lämna ett positivt avtryck i resultatet under 2025. Det validerar även bolaget som leverantör av projekt i större skala, vilket kan bli en dörröppnare för att leverera fler likartade projekt framgent.

Håller jämna steg med marknaden som helhet

Vi räknar med en fortsatt återhållsam marknad under 2024 och där efter en succesiv återhämtning under 2025. Marknaden börjar sakteligen röra på sig och vid sidan av avtalet om ett svenskt skyddsobjekt har Kentima även erhållit en order för leverans till NKT HV Cables AB som avser Ethisis VMS. Orden uppgår till knappt 0,9 mkr med planerad leverans under hösten 2024. Dessutom uppger bolaget antalet offerter de lämnar och volymerna som offererar har successivt ökat, vilket är en positiv signal för framtiden.

Utöver är det inte otänkbart att orderböckerna börjat sina och med ett semesterpräglad Q3 räknar vi med att även det kvartalet kommer luta åt det svagare hållet. Således räknar vi med att omsättningen kommer minska med -3 procent för 2024. Med stöd från nya produktlanseringar och utrullning av den stora ordern till det svenska skyddsobjektet räknar vi med att omsättningstillväxten uppgår till i genomsnitt 17% per år mellan 2025 och 2027 primärt drivet av Egenutvecklade produkter.

Högre andel mjukvara förväntas driva marginalen

De senaste åren har bruttomarginalen stigit och 2023 noterades en ny rekordnivå på 49 procent. Den positiva utvecklingen är primärt ett resultat av en ökad försäljning av mjukvarurelaterade produkter. Alltså, en ökad tillväxt inom Egenutvecklade produkter i allmänhet och mjukvara i synnerhet, får positivt genomslag på lönsamheten.

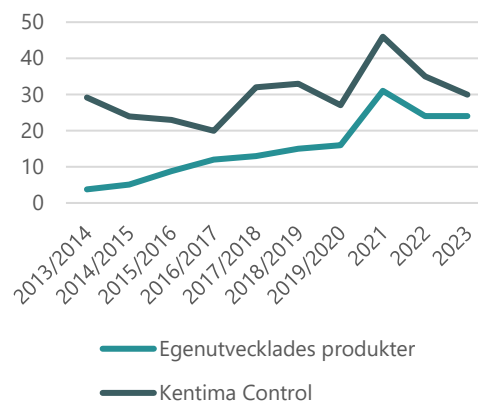
Historiskt har Kentima haft en god kostnadskontroll och bortsett från 2022 där kapitalbindningen var ovanligt hög har bolaget sedan 2018 varit kassaflödespositiva trots generösa satsningar inom produktutveckling.

Ett större inslag av mjukvarurelaterade produkter torde driva en högre bruttomarginal. Det i kombination med en bibehållen kostnadskontroll, trots en stundande internationell satsning, bör bidra till en stark vinstutveckling under kommande år.

Sett till vår jämförelsegrupp (presenteras nedan) har det genomsnittliga bolaget en brutto- och ebitdamarginal på 55 respektive 15 procent samt en kassakonvertering omkring 60 procent. Analysguiden bedömer att Kentima övertid bör nå liknande marginal- och kassaflödesprofil förutsatt att vårt huvudscenario spelar ut.

Omsättning per segment

Omsättning i mkr (linje, höger) 2013/2014–2023.

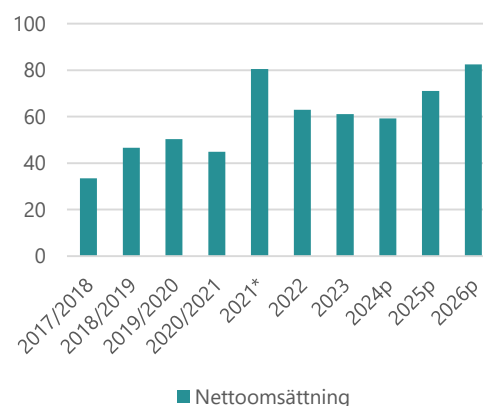


Källa: Analysguidens prognoser

Not: Räkenskapsåret 2021 förlängdes med 6 månader för att bolaget bytte från brutet räkenskapsår.

Normaliserad tillväxt under 2025

Nettoomsättning i mkr (vänster, stapel) 2017/18 – 2026p.

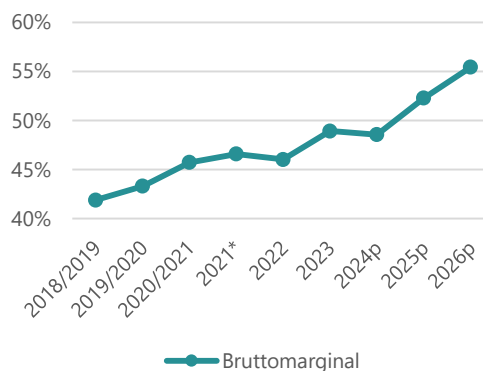


Källa: Analysguidens prognoser

Not: Räkenskapsåret 2021 förlängdes med 6 månader för att bolaget bytte från brutet räkenskapsår.

Stigande bruttomarginal

Bruttomarginal 2018/19 – 2026p.



Källa: Analysguidens prognos

Värdering

Kentima Holding AB (publ) noterades 2013 på 6,5 kronor men en negativ vinstutveckling härlett från en svag försäljning till Sandvik och stora investeringar inom sälj och marknadsföring föranledde att aktien föll ner mot 0,7 kronor. I takt med att vinsten återhämtade sig 2015–2018 steg aktien åter mot 2,4 kronor. Covid-pandemin drabbade Kentima hårt och aktien föll tillbaka under kronan. Sedan 2020 har vinsten utvecklats i positiv riktning och aktien steg uppemot 6 kronor under slutet av 2021. Men likt många andra småbolag har Kentima-aktien därefter backat rejält följt av en kraftigt stigande ränta och en klart avtagande riskaptit bland investerarkollektivet. Sedan årsskiftet har aktien handlats i sidled - hur bör man se på utvecklingen framgent?

I tabellen redovisas olika vinstmultiplar, hur dessa har förändrats genom åren och i relation till dagens värdering. Över lag framstår det som att aktien handlas i paritet med sina historiska multiplar. Det gör att värderingen framstår som hyfsat rimlig sett ur ett historiskt perspektiv. Investerare bör ta med sig att Kentima är ett litet bolag vilket gör att mindre interna eller externa förändringar kan få en stor effekt på resultatet. I förläningen påverkar det multiplarna som bolaget värderas genom. Således är en historisk multipelvärdering måhända inte den mest lämpliga värderingsansatsen. Det kan dock fungera som en fingervisning.

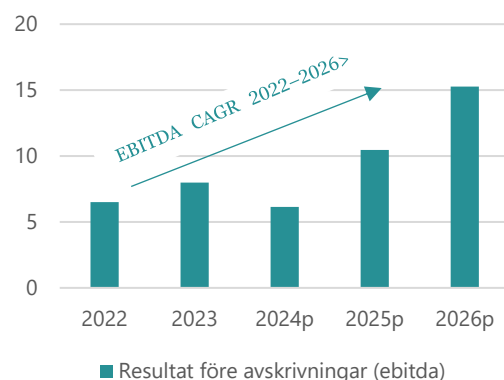
	10 års snitt	5 års snitt	3 års snitt	Senaste	Jmf historiskt
P/s	0,8	1,0	1,0	1,0	(-)5 - 20%
Ev/ebitda	14,6	13,4	14,8	16,1	(-)20- (-)10%
Ev/s	0,9	1,1	1,2	1,1	(-)30- 5%

Not: Justerat för negativa samt starkt avvikande multiplar

För att komplettera ett möjligtvis tunt värderingsunderlag i form av en historisk multipelvärdering har vi även valt ut en jämförelsegrupp för att sätta ytterligare färg på värderingen. Vårt urval av jämförelsebolag (redovisas på nästa sida) består av bolag med en liknande marginalprofil som Kentima. Bolagen verkar främst inom säkerhets- och automationsbranschen och säljer ofta både mjuk- och hårdvara via distributörer.

Potential för hög vinststillväxt

Ebitdaresultat i mkr 2022-2026p.



Källa: Analysguiden prognoser

Volatil kursresa sedan notering

Kentima-aktien (KENH) 2014-senaste.



Källa: Refinitiv

Bolagsnamn	Bransch	Börsvärde	Brutto- marginal	Ebitda- marginal	Ev/s	Ev/ebitda
Arribatec	Säkerhet & Bevakning	209	75,7%	2,0%	0,5	23,4
Berner Industrier	Industrikomponenter	743	39,6%	10,5%	0,9	8,9
Bittium	Kommunikation	257	77,2%	14,2%	3,5	24,9
CTEK	Elektroniska komponenter	1393	54,8%	12,6%	2,0	15,6
Cyviz	Affärs- & IT-System	405	53,1%	5,5%	0,7	13,5
Dynavox Group	Biometri	5589	68,3%	20,9%	3,4	16,4
Ependion	Datorer & Hårdvara	3140	50,1%	18,7%	1,6	8,7
Firefly	Affärs- & IT-System	1161	41,1%	13,6%	2,2	16,4
Garö	Elektroniska komponenter	1250	45,2%	4,1%	1,3	31,4
Generic Sweden	Säkerhet & Bevakning	558	41,8%	18,1%	3,3	18,5
HMS Networks	Kommunikation	21637	63,8%	26,0%	7,8	29,9
Intellego Technologies	Elektronik & Tillverkning	735	79,3%	49,5%	3,2	6,4
Invisio	Kommunikation	10759	55,0%	21,8%	7,0	32,2
Kempower	Elektroniska komponenter	718	54,2%	3,3%	2,7	81,9
Micro Systemation	Elektronisk Utrustning	828	73,6%	8,2%	1,8	21,9
Mildef Group	Affärs- & IT-System	3109	49,4%	13,4%	3,0	22,7
NCAB Group	Elektronik & Tillverkning	13967	38,2%	16,0%	3,9	24,3
Net Insight	Kommunikation	2323	62,2%	27,1%	3,3	12,3
Novotek	Affärs- & IT-System	681	58,8%	13,6%	1,1	8,1
Plejd	Elektroniska komponenter	3002	52,5%	26,0%	5,1	19,4
Profoto	Industrikomponenter	2368	76,2%	30,0%	3,5	11,5
QleanAir	Energi & Återvinning	406	66,9%	15,1%	1,2	7,9
RTX	Kommunikation	727	45,1%	4,7%	1,1	23,8
Sensys Gatso	Säkerhet & Bevakning	858	40,1%	13,9%	1,5	10,6
Sinch	Kommunikation	24304	36,8%	11,3%	1,1	9,6
TagMaster	Kommunikation	241	67,4%	10,3%	0,6	6,2
Techstep	Affärs- & IT-System	365	41,0%	12,6%	0,5	3,8
W5 Solutions	Affärs- & IT-System	894	60,7%	6,0%	2,4	40,8
Vertiseit	Affärs- & IT-System	1065	70,8%	21,7%	3,1	14,2
Xplora Technologies	Säkerhet & Bevakning	658	49,0%	5,3%	0,9	16,0
Zaptec	Energi & Återvinning	1072	37,3%	5,3%	0,8	15,3
Medel		3 401	56%	15%	2,4	19
Kentima		55	48%	7%	1,1	16

Källa: Borsdata

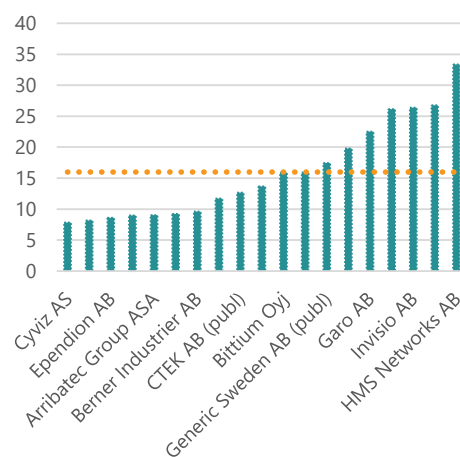
I genomsnitt värderas jämförelsebolaget till 2,4x försäljningen och 19x rörelseresultatet (ebitda) på rullande 12 månader. Jämfört med Kentima urskiljs en värderingsrabatt på 112 och 20 procent beaktat försäljning respektive rörelseresultatet.

Rent generellt kan en värdering runt 20x ebitdaresultatet framstå som högt. Historiskt har dock omsättningstillväxten bland jämförelsebolagen givit stöd åt en värderingspremie. De senaste tre och fem åren har omsättningstillväxten i genomsnitt legat på 23 respektive 28 procent.

Framåtblickande då? Bland de bolag där vi genom databaser kan nå framåtblickande prognoser noterar vi att omsättningstillväxten förväntas uppgå till 13 procent och rörelseresultatet förväntas öka med 40 procent. Efter ett första halvår kantat av motvind har vi en mer konservativ prognos för Kentima. Vi räknar med att omsättningen faller 3 procent och rörelseresultatet minskar med 23 procent under 2024. Året därpå, 2025p, räknar vi med att Kentima är åter på tillväxtbanan med en omsättnings- och resultattillväxt på 20 respektive 70 procent.

Hög framåtblickande värdering

Framåtblickande värdering ev/ebitda 2025p.



Källa: Refinitiv

Skulle Kentima värderas i linje med jämförbara bolag för prognosen 2024 och 2025, motiveras en kurs mellan 2,3 och 4,1 kronor. Nuvarande kurs runt 1,9 kronor indikerar således en värderingrabatt runt 17–54 procent.

Ur ett historiskt perspektiv har dock Kentima handlats lägre än jämförbara bolag. Det kan möjligen förklaras av att marknaden satt en högre riskpremie till följd av att Kentima är ett mycket litet bolag med en illikvid aktie. Det kan även förklaras av att marknaden förbisett den goda tillväxten bland Egenutvecklade produkten som ur ett historiskt perspektiv utgjort en mindre del av koncernomsättningen. Historiskt har aktien handlats till 13–15x rörelseresultatet och 0,9–1,2x omsättningen. En kurs på 1,9 kronor ger en värdering på 1,1x försäljningen och 16x rörelseresultatet. Det är något högre än bolagets historiska värdering, vilket kan vara en indikation på att marknaden börjat stänga värderingsgapet.

Inleder bevakning med motiverat värde 2,8 kronor

Avslutningsvis lyfter vi Analysguidens kassaflödesmodell (se sammanfattande tabell längre ned). Modellen speglar Analysguidens huvudscenario som över tid bygger på en omsättningstillväxt runt 10% med stöd från en generell marknadstillväxt.

Lejondelen av tillväxten förväntas utgöras av Egenutvecklade- och framför allt mjukvarurelaterade produkter. Det i sin tur ger ett positivt bidrag åt bruttomarginalen, vilket leder till en hög förväntad vinststillväxt runt 30% per år över nästkommande femårsperiod. För att reflektera risken i bolaget använder vi ett avkastningskrav på 13%. De främsta riskerna redovisas på nästa sida. Kassaflödesmodellen uppger ett motiverat värde på 3,0 kronor.

Sammantaget får vi en spretig bild över värderingen på Kentima-aktien (se sammanfattande tabell intill). Kortsiktigt ser läget utmanande ut och i Q2-rapporten påpekar bolaget att inledningen av 2024 varit tuff där försäljningen inte nått upp till förväntan. Motvinden förväntas bestå kommande kvartal, vilket sannolikt kommer hålla nere aktien i det korta perspektivet.

Mycket talar dock för en återhämtning under 2025. Räntesänkningar kommer sannolikt stimulera efterfrågan, bolaget ska påbörja leveranser till ett av Sveriges skyddsobjekt samtidigt som den internationella expansionen ska dras i gång. Sammantaget tror vi på ett stärkt resultat under 2025, vilket kan lyfta aktien mot en värdering i partiet jämförbara bolag.

Om en återhämtning uteblir, tillväxten bland de egenutvecklade produkterna inte tilltar och utlandsexpansionen inte bär frukt kan Kentima befinna sig i ett läge där försäljningsutvecklingen hämmas och marginalerna hålls nere (negativt scenario). Då befinner sig potentialen på snarare nedsidan.

I det stora hela framstår aktien som försiktigt prissatt och vår bedömning är att marknaden kommer stänga nuvarande värderingsgap under 2025 i takt med att Kentimas Egenutvecklade produkter utgör en större del av koncernen. Analysguiden inleder bevakning med ett motiverat värde på 2,8 kronor, motsvarande en värdering på 16x rörelseresultatet för innevarande år.

Spretig värdering

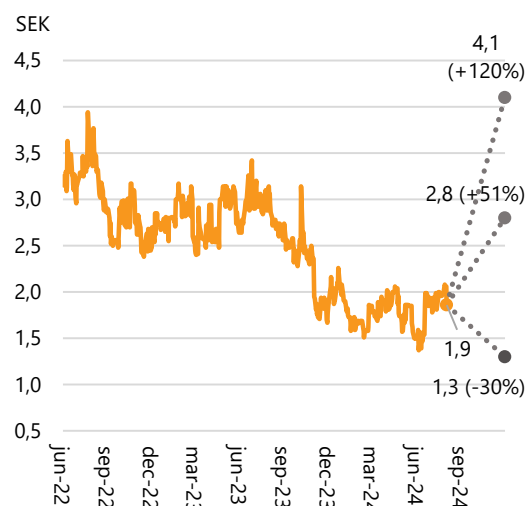
Indikerad ned- och uppsida i aktien beroende på värderingsansats.

Historisk värdering	Potential	Motiverat värde
Ev/s	(-)30- 5%	1,3 - 2,0 kr
Ev/ebitda	(-)20- (-)10'	1,5 - 1,7 kr
Jämförande värdering R12		
Ev/s	118%	4,1 kr
Ev/ebitda	19%	2,3 kr
Jämförande värdering framåtblickande		
Ev/ebitda 24p	45%	2,8 kr
Ev/ebitda 25p	115%	4,1 kr
DCF-modell	58%	3,0 kr

Källa: Analysguidens prognoser

Scenarioanalys

Huvudscenario (2,8 kr), positivt (4,1 kr) och negativt (1,3 kr).



Källa: Analysguidens prognoser

DCF-modell indikerar uppsida

Sammanställning av Analysguidens kassaflödesmodell.

WACC	13%
Snitttillväxt 2023-2027	11%
Snitttillväxt 2028-2032	8%
Evig tillväxttakt	2%
Genomsnittlig rörelsemarginal	11%
Enterprise value, SEKm	98
Nettoskuld	11,2
Börsvärde, SEKm	87
Antal utestående aktier, milj	29,1
Motiverat värde per aktie, SEK	3,0 kr

Källa: Analysguidens prognoser

Sammanställning av prognoser

	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p
Nettoomsättning	63	61	59	71	82	94	105
Totala intäkter	69	68	66	77	87	99	110
Kost såld vara	35	31	30	34	37	40	44
Bruttoresultat	34	36	36	43	51	59	66
Bruttomarginal	50%	54%	54%	56%	58%	60%	60%
Opex	28	28	30	33	35	39	42
Ebitda-resultat	7	8	6	10	15	21	24
Ebitda-marginal	10%	13%	10%	15%	19%	22%	23%
Avskrivningar	5	5	5	6	8	8	8
Rörelseresultat (ebit)	2	3	1	4	7	13	16
Rörelsemarginal	3%	5%	2%	6%	9%	14%	15%
Finansnetto	1	2	2	2	1	1	1
Resultat före skatt	1	2	0	2	7	12	16
Skatt	0	0	0	0	1	3	3
Nettoresultat	1	2	0	2	5	10	12
KF. Löpande verksamh	0	6	10	4	14	12	20
Fritt kassaflöde	-6	-1	3	-3	7	5	13
Kassa	0	1	5	2	8	13	26

Källa: Analysguidens prognoser

Risker

Tuff konkurrens mot globala jättar

Kentima befinner sig på en fragmenterad och hårt konkurrensutsatt marknad. Flera av Kentimas konkurrenter är större bolag med mer resurser och som kommit längre i sin etablering. Det är inte otänkbart att de större aktörerna kommer hålla nere priserna för att skydda sina marknadsandelar.

Stor exponering mot gruvindustrin

Merparten av omsättningen härrör idag från ett begränsat antal kunder. Bolaget uppger inga exakta siffror men dotterbolaget Kentima Control R&D, som står för omkring 50% av koncernens omsättning, säljer främst till dotterbolag inom Sandvikkoncernen.

Framtida kapitalbehov

Kentima har flertalet lönsamma år i ryggen och tack vare en nytecknad checkräkningskredit ser likviditeten i bolaget hygglig ut. Mycket kapital har även bundits i form av ökade lagernivåer, vilket ledningen uppger ska tas ned kraftigt under 2024. Men marginalen är tunn och Kentima har tydliga expansionsplaner i en internationell satsning och fortsatta investeringar i produktutveckling. Därmed kan Analysguiden inte utesluta att det inte föreligger ett framtida kapitalbehov.

Illikvid aktie

En illikvid aktie kan skapa kortsiktiga säljtryck och Kentima-aktien handlas tunt. Bolaget har 28,2 miljoner utestående aktier och i genomsnitt uppgår omsättningen till 9 000 kronor per dag (data från Holdings). Det är lågt. Den tunna handeln gör att färre transaktioner skapar större kortsiktiga svängningar. Volatiliteten i aktier med låg handel tenderar att öka, vilket är viktigt att ha med sig som investerare.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock 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.

Analytikern Oliver Uusitalo äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Oliver Uusitalo