

# Imponerande resultat trots en svag marknad

## Hög tvåsiffrig tillväxt för Automation och Säkerhet

Teknikbolaget Kentima levererade en imponerande rapport för det tredje kvartalet. Inom affärsområdena Automation och Säkerhet växte omsättningen med 31 procent till 5,0 mkr (3,8) i kvartalet. Med tanke på att tillväxt inom affärsområdena varit högt prioriterat är detta ett imponerande resultat. Även om jämförelsetalen lutar åt det enklare hållet. För affärsområde Kundenpassade styrsystem backade nettoomsättningen till 5,5 mkr (5,7). Totalt sett uppgick nettoomsättningen till 11,3 mkr (10,8), motsvarande en tillväxt på 4,5 procent. 0,8 mkr motsvarar koncerninterna transaktioner. Investeringstakten är fortsatt hög och rörelseresultatet uppgick till 0,6 mkr (0,0). Utvecklingen förklaras dels av att bruttomarginalen växte till 52 procent (51) drivet av en ökad andel av Egenutvecklade produkter, dels en återbetalt kemikalieskatt på 0,6 mkr.

## Efterfrågan - vissa ljusglimtar kan skönjas

Bolaget flaggar fortsatt för en svag konjunktur som dämpat efterfrågan där investeringsbeslut har skjutits till 2025. Trots den svaga marknaden har Kentima under kvartalet aviserat bolagets största enskilda order någonsin. Ordern uppgår till 10,8 mkr och tillskrivs affärsområde Säkerhet där bolag ska leverera Ethisis NVRN Rack Solutions som innehåller Ethisis Video Management Software till ett av Sveriges skyddsobjekt. Leveransen förväntas påbörjas under 2025 och beställarens höga kravställning validerar Kentimas erbjudande. Vid sidan om det uppger bolaget att antalet offerter tillika volymerna har ökat under senare delen av Q3. Det är framför allt kunder på fastighetssidan där investeringsviljan börjar tillta. Mot bakgrund av det ser vi fram emot lanseringen av WideQuick HMI/SCADA 14.0. Systemet innehåller flera uppdateringar däribland licensmodellen Universal, ett nytt användargränssnitt med enklare konfiguration samt två helt nya drivers för kommunikation via BACnet respektive MQTT. BACnet är en internationell kommunikationsstandard för automation och övervakning av större fastighetsbestånd, vilket öppnar upp nya affärsmöjligheter bland fastighetskunderna.

## Motiverat värde vid 2,8 kronor upprepas

Konjunkturen har inte vänt i den omfattningen vi initialt hade räknat med. Trots att Kentima visar styrka och säkrar stora ordrar och tar nya marknadsandelar sänker vi våra försäljnings- och resultatprognoser med 1–3 mkr. Kentimas rekordorder ger ett bra underlag för offensiva prognoser. Lägg därtill att bolaget har tecknat ett distributörsavtal med Elektroskandia Sverige, en av Sveriges ledande distributörer av heltäckande systemprodukter. Avtalet ger stöd för ytterligare försäljning och med hjälp av en kassaflödesmodell upprepar vi vårt motiverade värde vid 2,8 kronor, motsvarande 10x 2025 års ebitda-resultat. Det är något lägre än vår jämförelsegrupp som i genomsnitt värderas till 12x 2025 års ebitda-resultat.

## Kentima

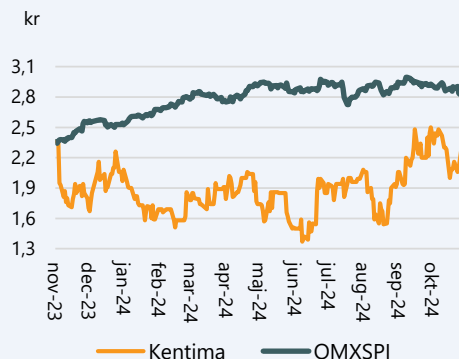
### Initieringsanalys

Datum 21 november 2024  
Analytiker Oliver Uusitalo

### Basfakta

Bransch Teknik  
Styrelseordförande Jens Kinnander  
Vd Kent Nilsson  
Noteringsår 2015  
Listning First North Stockholm  
Ticker KENH  
Aktiekurs, kr 2,2  
Antal aktier, milj. 29,2  
Börsvärde, mkr 64  
Nettoskuld, mkr 10,4  
Företagsvärde (EV), mkr 74  
Motiverat värde 2,8 kronor  
Nästa rapport 2024-03-06

### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2023	2024p	2025p	2026p
Nettoomsättning	61	56	69	80
Bruttoresultat	36	34	42	49
Ebitdaresultat	8,0	4,6	9,6	14,9
Rörelseres. (ebit)	3,2	0,1	3,6	6,9
Resultat f. skatt	1,7	-1,7	1,6	6,4
Nettoresultat	1,7	-1,7	1,6	6,4
Vinst per aktie	0,06 kr	-0,06 kr	0,05 kr	0,22 kr
Omsättningstillväxt	-3%	-8%	23%	16%
Bruttomarginal	54%	54%	56%	58%
Ebitdamarginal	8%	14%	19%	22%
Rörelsemarginal	5%	0%	5%	9%
Nettoskuld/ebitda	1,2	2,3	1,1	0,7
P/e-tal	36	neg.	39	10
EV/ebit	22	581	20	10
Ev/ebitda	9,0	15,5	7,5	4,8
EV/omsättning	1,2	1,3	1,0	0,9

Källa: Bolaget, Analysguiden

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

## Investeringstes

### Grundarlett bolag inom intressanta tillväxtmarknader

Kentimas grundare Kent Nilsson är kvar i bolaget som VD, styrelseledamot och största ägare. Kentima utvecklar produkter och mjukvara för dem två affärsområdena Automation och Säkerhet. Affärsområdena bygger på Egenutvecklade produkter som riktar sig mot en bredare kundbas. Bolagets tredje affärsområde, Kundenpassade Styrssystem, levererar främst kundenpassade 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

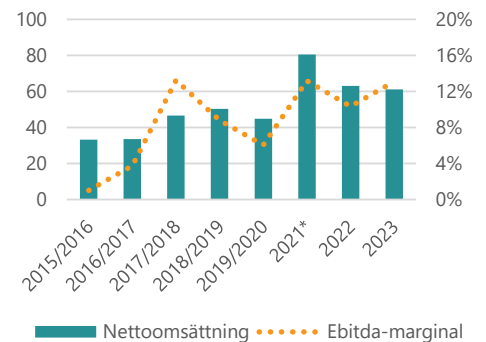
Affärsmodellen vilar på en distributionslösning där kunderna till Kentima är ett stort antal systemintegratörer såsom Assemblin, Caverion, Bravida och Granitor med flera. Dessa använder och säljer produkterna i deras projekt som levereras till slutkunden. Det gör att Kentima kan växa med en mindre säljorganisation. 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.

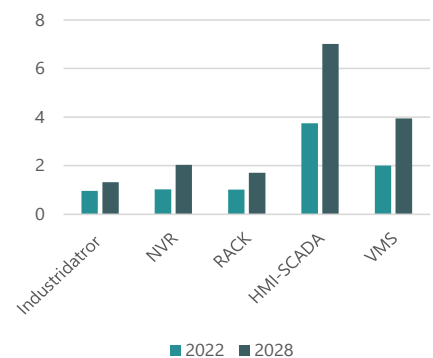


Källa: Bolaget

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

### God marknadstillväxt i ryggen

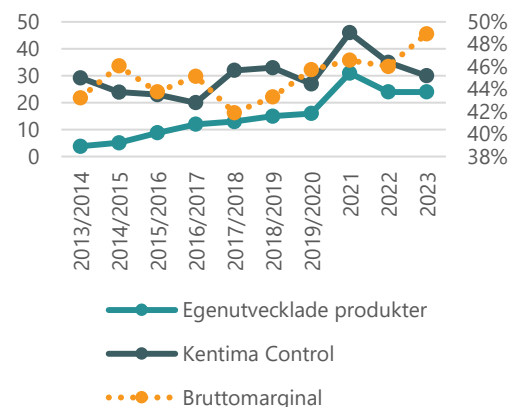
Uppskattat marknadsvärde inom Kentimas olika segment, mdusd.



Källa: Externa branschrapporter

### Tillväxtmotorn Egenutv. produkter

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



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

## Utsikter och prognoser

### Stigande försäljning trots ett tufft marknadsklimat

Kentima levererade en bra rapport trots ett tufft marknadsklimat. I föregående rapport lyfte VD Kent Nilsson en avvaktande marknad med längre säljcykler och framflyttade investeringsbeslut. Mot bakgrund av det är resultatet för det tredje kvartalet uppmuntrande.

Nettoomsättningen uppgick till 11,3 mkr (10,8), motsvarande en tillväxt på 4,6 procent. 0,8 mkr avser koncerninterna transaktioner mellan dotterbolagen Kentima AB och Kentima Control R&D AB.

Det är en solid utveckling även om jämförelsetalen är åt det lättare hållet. Uppmuntrande nog drevs tillväxten av en ökad försäljning av Egenutvecklade produkter inom affärsområdena Automation och Säkerhet där nettoomsättningen uppgick till 5,0 mkr (3,9), motsvarande en tillväxt på 31 procent. Det är i linje med bolagets ambition.

Inom Kentimas tredje affärsområde, Kundanpassade Styrssystem, där bolaget erbjuder anpassade styr- och övervakningslösningar till kunder inom gruvindustrin backade omsättningen med 4,6 procent till 5,5 mkr (5,7). Den svaga konjunkturen håller tillbaka kundernas investeringsvilja, vilket påverkat Kentima negativt. Utsikterna är blandade och inom Kundanpassade Styrssystem uppger ledningen att vändningen dröjer en bit in i 2025.

Efterfrågan är även dämpad inom affärsområdena Automation och Säkerhet men här uppger bolaget vissa ljusglimtar. Antalet offerter tillika volymen ökade under kvartalet, vilket är en positiv signal. Bland annat uppger bolaget en ökad efterfrågan inom affärsområde Automation där fastighetssegmentet ökat under senare delen av Q3 och inledningen av Q4.

Även inom Vatten & Avlopp uppges efterfrågan tillta. Under kvartalet lanserade bolaget sitt nya koncept inom affärsområde Automation WideQuick Water & Wastewater Treatment (WWT) och uppges göra flera riktade marknadsaktiviteter mot det här segmentet. Segmentet är underinvesterat både i Sverige och internationellt där anläggningarna är i behov av bättre övervakning.

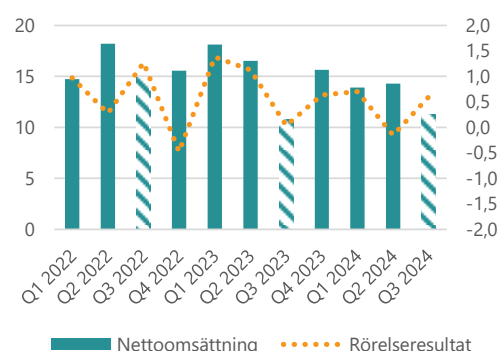
Totalt sett uppgick orderingsgången till 23,2 mkr. Under kvartalet erhöll Kentima sin enskilt största order på 10,8 mkr av Egentvecklade produkter. Ordern tillskrivs affärsområdet Säkerhet där Kentima ska leverera Ethisis NVRN Rack Solutions som innehåller Ethisis Video Management Software till ett Sveriges skyddsobjekt. Leveransen förväntas påbörjas under 2025.

### Skjuter fram lansering - WideQuick HMI/SCADA 14.0

Kentima fortsätter att vinna marknadsandelar och investerar mer i produktutveckling. Bland annat utvecklar bolaget WideQuick HMI/SCADA 14.0. Systemet har flera nya uppdateringar däribland ett nytt användargränssnitt och funktioner som förenklar konfigurationen, vilket uppmärksammats av systemintegratörerna. Att utmärka sig i återförsäljarledet är en viktig konkurrensfördel. I det avseendet är ett robust erbjudande och enkel konfiguration viktiga egenskaper. Därtill erbjuds kunderna även möjlighet att använda en prenumerationsbaserad licensmodell, Universal.

### Bra resultat i en tuff marknad

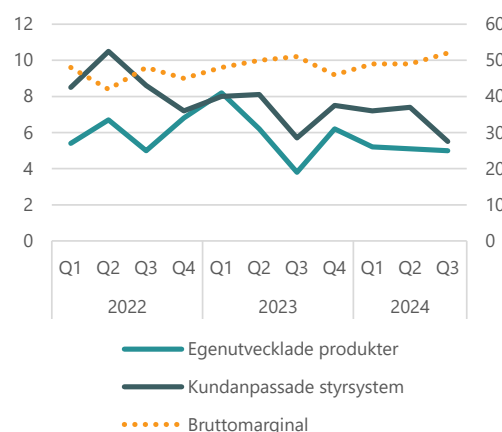
Omsättning i mkr (stapel, vänster) Rörelseresultat i mkr (linje, höger) Q1 2022 – Q3 2024



Källa: Bolaget

### Högre andel Egenutv. produkter

Försäljning Egenutvecklade produkter samt Kundanpassade styrssystem i mkr (höger). Bruttomarginal i % (vänster) Q1 2022 – Q3 2024.



Källa: Bolaget

Idag erbjuds licensmodellen till kunderna inom affärsområde Säkerhet. Fördelen med licensmodellen är bland annat att uppstartskostnaden blir lägre för kunderna samt att Kentima ökar visibiliteten i intjäningen.

WideQuick HMI/SCADA 14.0 kommer även innehålla två nya drivers för kommunikation via BACnet respektive MQTT. MQTT-drivern utökar mjukvarans användningsområden då den används för kommunikation med olika typer av IoT-enheter inom flera olika branscher. BACnet är en internationell kommunikationsstandard för övervakning och fastighetsautomation primärt inom större bestånd.

Lanseringen av WideQuick HMI/SCADA 14.0 förväntas lanseras under början av 2025 (tidigare hösten 2024) och är en del i bolagets exportsatsning. Vår bedömning är att lanseringen av WideQuick HMI/SCADA 14.0 utgör en viktig komponent för att ta vara på en ökad investeringsvilja inom fastighetssektorn.

## Förbättrat resultat & bra kassaflöde i kvartalet

Under kvartalet steg bruttomarginalen till 52 procent (51) och rörelseresultatet ökade till 0,6 mkr (0,0). Det motsvarar en marginal på 5,7 procent. Den förbättrade bruttomarginalen är en effekt av en ökad andel försäljning av Egenutvecklade produkter där marginalen är bättre. Rörelseresultatet har under kvartalet påverkats av en återbetalning av kemikalieskatt på 592 tkr.

Kassaflödet i kvartalet var starkt och kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 2,4 mkr (-1,7). Ökningen förklaras dels av ett högre rörelseresultat, dels ett minskat rörelsekapital där primärt varulagret har minskat.

Den räntebärande nettoskulden uppgick vid utgången av kvartalet till 10,5 mkr, motsvarande 2,4x ebitda-resultatet. Därutöver har bolaget en outnyttjad checkräkningskredit på 3 mkr. Vår bedömning är att Kentima fortsatt kan minska sitt rörelsekapital, främst varulager, och i ljuset av att Kentima har en lönsam historik bedömer vi att bolagets finansiella ställning är god.

## Motiverat värde upprepas vid 2,8 kronor

Konjunkturen har inte vänt i den omfattningen vi tidigare skissat på. Trots att Kentima visar styrka, säkrar stora ordrar och tar nya marknadsandelar sänker vi våra försäljnings- och resultatprognoser med 1–3 mkr (se tabellen intill).

Vi upprepar vårt motiverade värde vid 2,8 kronor, med stöd av en kassaflödesmodell (se sammanfattande tabell intill). Vårt motiverade värde motsvarar en värdering runt 10x 2025 års ebitda-resultat. Det är något lägre än vår jämförelsegrupp som i genomsnitt värderas till 12x 2025 års ebitda-resultat.

## Svagare konjunktur-återhämtning

Ny	2024p	2025p	2026p
Omsättning	56	69	80
Bruttoresultat	34	42	49
Ebit	0,1	3,6	6,9
Nettoresultat	-1,7	1,6	5,0

Gammal	2024p	2025p	2026p
Omsättning	59	71	82
Bruttoresultat	36	43	51
Ebit	1,2	4,5	7,0
Nettoresultat	-0,3	2,5	5,0

Förändring i %	2024p	2025p	2026p
Omsättning	-5%	-3%	-2%
Bruttoresultat	-5%	-3%	-3%
Ebit	-89%	-20%	-1%
Nettoresultat	NA	-36%	0%

Källa: Analysguidens prognos

## Upprepar motiverat värde 2,8 kr

Sammanställning av Analysguidens kassaflödesmodell

WACC	13%
Snitttillväxt 2023-2027	11%
Snitttillväxt 2028-2032	8%
Evig tillväxttakt	2%
Genomsnittlig rörelsemarginal	11%

Enterprise value, SEKm	92
Nettoskuld	10,4

Börsvärde, SEKm	82
Antal utestående aktier, milj	29,1

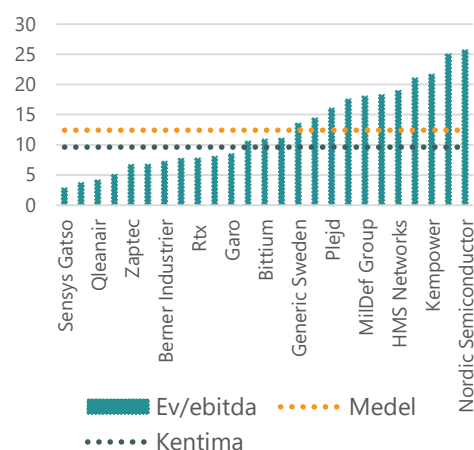
  

Motiverat värde per aktie, SEK	2,8 kr
--------------------------------	--------

Källa: Analysguidens prognos

## Stora investeringar i grunden

Ett urval av jämförbara bolag



Källa: LSEG

## 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](http://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