



Analyst Group

COMINTELLI

STÄRKT KASSA OCH INTERNATIONELL EXPANSION 2019

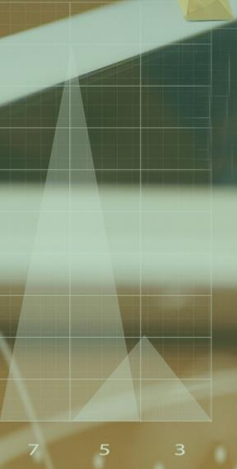
2019-04-11

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
PHILIP JOHANSSON



Sept. Oct. July June Aug. May



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Comintelli AB ("Comintelli" eller "Bolaget") är ett svenskt mjukvarubolag vars produkterbjudande består av tjänsten Intelligence2day®. Tjänsten är en omvärlds- och bevakningstjänst med visionen att hjälpa företag att tillförsäkra sig information om sitt respektive verksamhetsområde. Genom Bolagets tjänst Intelligence2day® paketeras information, som ofta är ostrukturerad, från flertalet olika datakällor och presenteras för användaren på ett effektivt och användarvänligt sätt. Comintellis aktie är sedan november 2018 noterad på Spotlight Stock Market.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q4-18	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-11
Värdering	12
Bull & Bear	13
VD-intervju, Jesper Martell	14
Ledning & styrelse	15
Appendix	16-17
Disclaimer	18



Värde drivare

En okänd men växande marknad, intensifierat försäljningsarbete, ökade investeringar i marknadsföring för att nå en bredare kundbas är alla exempel på värde drivare. Detta i kombination med att IT-plattformen är till stora delar färdigutvecklad, talar för att Comintelli kan visa hög tillväxt med god lönsamhet under de kommande åren.



Historisk Lönsamhet

Comintelli har historiskt visat lönsamhet, där en del av kundbasen utgörs av omsättningsmässigt stora och stabila kunder. Av nuvarande kundbas kan 80 % klassificeras som återkommande, något som resulterar i en stabil intjäning för Comintelli. Bolagets kassa förstärktes nyligen i samband med noteringsemissionen H2-18, där den tillkommande likviden kommer användas till att intensifiera kommersialisering.



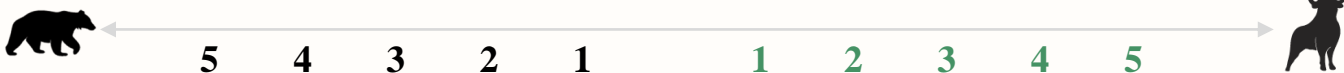
Riskprofil

Marknaden som Comintelli adresserar är trögrörlig, vilket gör att återkommande kunder och repetitiva intäkter blir en viktig faktor för Bolaget. Trots att Comintelli historiskt har en hög andel återkommande kunder, kan det få negativa konsekvenser om vissa kunder väljer att inte förlänga sina avtal. Bolaget jobbar nu aktivt med att bredda kundbasen, vilket minimerar risken.



Ledning & Styrelse

Comintelli består av ett erfaret team gällande teknik och produktutveckling, men med nysatsning på försäljning så återstår det att se huruvida kommande rekryteringar faller väl in. Insynsägandet i Bolaget är högt, med ledande befattningshavare som äger 34 % av Bolagets utestående aktier, något som inger förtroende.



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

COMINTELLI (PUBL) (COMINT)

STÄRKT KASSA OCH INTERNATIONELL EXPANSION 2019



Comintelli erbjuder via sin plattform Intelligence2day® omvärlds- och analysbevakning. Plattformen är ett resultat av närmare 20 års arbete med att erbjuda kundlösningar till stora och krävande multinationella kunder, bl.a. Exxon Mobile och Tetra Pak. I samband med noteringen i november 2018 fyllde Comintelli på kassan med 6 MSEK i syfte att öka tillväxttakten. Med en stärkt kassa finns ett bra läge för att öka försäljningen, där tillväxten primärt förväntas drivas av dels ökad exponering och marknadsföring, dels genom bearbetning av medelstora företag istället för som tidigare större företag. År 2019 estimeras en omsättning om ca 26 MSEK, vilket med en målmultipl om P/S 3, härled från en relativvärdering, motiverar ett pris per aktie om 10,3 kr i ett Base scenario

▪ Kvalitetsverifierad plattform genererar återkommande intäkter

Comintellis kunder består idag till stor del av stora multinationella företag, t.ex. Exxon Mobile och Tetra Pak, vilka ställer stora krav på komplexa lösningar. Comintelli har en *churn* som understiger 10 %, en hög andel återkommande kunder och intäkter skapar således en trygghet i verksamheten. Under 2018 hade Comintelli ca 50 kunder, till 2020 estimeras antalet uppgå till ca 95.

▪ Påfylld kassa skapar möjlighet till ökad tillväxt

Vid Comintellis notering under november 2018 kommunicerades att majoriteten av emissionslikviden, om 6 MSEK, var ämnad till att intensifiera försäljnings- och marknadsföringsarbetet. Framgent förväntas Comintelli fokusera sitt säljarbete mot omsättningsmässigt mindre företag för att på så vis nå en större del av marknaden. I kombination med att marknaden för omvärlds- och analysbevakning växer med ca 24,5 % så antas Comintelli ha goda möjligheter att framgent visa bra tillväxt. I ett Base scenario prognostiseras en tillväxt om ca 20 % 2019, vilket jämfört med marknads generella tillväxt således är ett konservativt antagande.

▪ Motiverad potentiellt värde per aktie om 10,3 kr

Trots att Comintelli idag är ett lönsamt bolag anses en omsättningsmultipl vara rimlig som målmultipl då Bolaget nu satsar på ökad försäljning närmsta åren. Givet en målmultipl om P/S 3x på estimerad omsättning år 2019, härleds ett börsvärde om ca 77 MSEK, vilket motsvarar ett värde per aktie om ca 10,3 kr.

▪ Något vikande försäljning innebär risker

Comintelli verkar inom ett nischat tjänsteområde som ska definieras som en sällanköpstjänst. Tjänsten är skalbar, men kräver en handpåläggning i installations- och säljprocessen, vilket till viss del minskar skalbarheten. Dessa ledtider utgör således en risk då detta kan påverka kassaflödet negativt på kort- och medellång sikt. Däremot anses den finansiella risken vara låg då Comintelli visar positiva marginaler idag.

AKTIEKURS | 5,50 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2019 ÅRS PROGNOIS

BEAR 4,7 kr	BASE 10,3 kr	BULL 12,7 kr
-----------------------	------------------------	------------------------

COMINTELLI AB (PUBL)				
Stängningskurs (2019-04-10)	5,5			
Antal Aktier	7 490 000			
Market Cap (MSEK)	41,2			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	0			
Enterprise Value (MSEK)	41,2			
V.52 prisintervall (SEK)	5,1 – 9,5			
Lista	Spotlight			
UTVECKLING				
1 månad	-5,2 %			
3 månader	-16,7 %			
1 år	-30,4 %			
YTD	-12,7 %			
HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, MODULAR FINANCE)				
Jesper Martell	22,3 %			
Gabriel Andersbjörk	21,98 %			
Richard Molvidson	13,75 %			
Anders Thulin	11,23 %			
Avanza Pension	9,71 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Jesper Martell			
Styrelseordförande	Pelle Hjortblad			
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport, Kvartal 1, 2019	2019-05-16			
Prognos (Base), MSEK				
	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	20,6	21,3	25,6	30,0
Omsättningsstillväxt	22,8%	3,6%	20,2%	17,3%
Rörelsekostnader	-17,0	-19,0	-18,8	-19,1
EBITDA	3,5	2,3	6,8	10,9
EBITDA-marginal	17%	11%	26%	36%
Nettoresultat	3,3	1,7	5,0	8,3
Nettomarginal	16%	8%	20%	28%
P/S	2,1	1,9	1,6	1,4
EV/S	2,0	1,9	1,6	1,4
EV/EBITDA	11,7	19,1	6,4	3,9

KOMMENTAR Q4-18

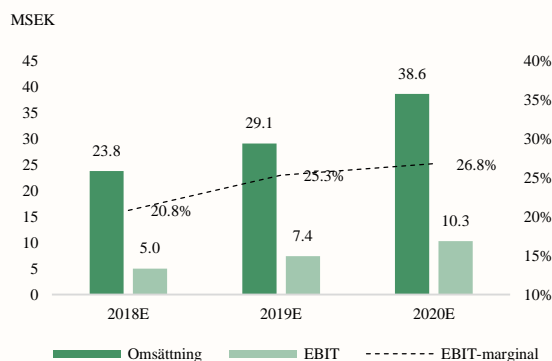
Fortsatt omsättningstillväxt

**39 %
ÖKNING I
EBITDA**

Comintelli noterades på Spotlight Stock Market den 19 november 2018. I samband med noteringen genomfördes en emission om 6 MSEK, vilken överteknades med 450 %. Även om aktien, enligt Analyst Group, har sjunkit omotiverat lågt sedan noteringen har Comintelli fått en bra start i den bemärkelsen att Bolaget under Q4-18 gjorde sitt omsättningsmässigt starkaste kvartal någonsin. EBITDA uppgick under kvartalet till 2,9 MSEK, vilket motsvarar en ökning om ca 39 % jämfört med samma period föregående år.

Estimerad omsättning innan Q4-18.

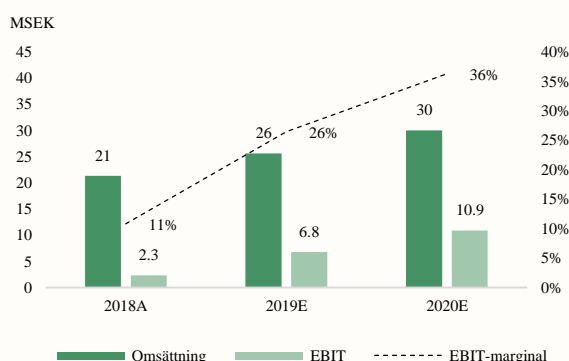
Prognostiserad omsättning i ett Base scenario



Analyst Groups prognos

Estimerad omsättning efter Q4-18.

Prognostiserad omsättning i ett Base scenario



Analyst Groups prognos

Omsättningen för Q4-18 uppgick till ca 8,9 MSEK, vilket motsvarar en ökning om ca 30 % jämfört med samma period föregående år. Fjärde kvartalet är det historiskt starkaste kvartalet för Bolaget då de flesta företagskunder väljer att ta ställning och beslut under denna tid.

**22 %
LÄGRE
RÖRELSE-
KOSTNADER**

Resultatet är dock överraskande starkt då kvartalet tyngs av påverkande engångsfaktorer, bland annat omlagt incitamentsprogram samt noteringskostnader om ca 1 MSEK. Under fjärde kvartalet uppgick rörelsekostnaderna till 6 MSEK (4,8), motsvarade en ökning om 25 %. Vidare sänktes övriga rörelsekostnader med ca 22 %, jämfört med samma period föregående år.

Personalkostnaderna, vilket är Bolagets största kostnadspost, mer än dubblerades jämfört med samma period föregående år, för att uppgå till 3,6 MSEK under kvartalet. Bolaget har som tidigare nämnt ett kommunicerat mål om att intensifiera sitt säljarbete, därmed är ökningen av personalkostnaderna inget överraskande utan anses följa den utstakade plan som återfinns i noteringsmemorandumet. Det återstår att se om detta säljarbete, i kombination med den underliggande marknadstillväxten, kan utnyttas i ökad, och önskad, försäljningstillväxt.

Uppdatering kring prognos och värdering

I senast gjorda prognos för Comintelli estimerade Analyst Group en omsättningstillväxt om 22,3 % för 2019E. Vi väljer nu att revidera ned omsättningstillväxten något till ca 20 % för 2019E, primärt drivet av överskattning av snittintäkterna och en förväntan om något längre försäljningsprocesser, då handpåläggning fortfarande krävs. Samtidigt ställer Comintelli om till att försöka attrahera intäktsmässigt mindre, men fler, potentiella kunder vilket är positivt på sikt men kan bidra till kortsiktiga sämre jämförelsesiffror. Vi väljer däremot att revidera upp målmultipeln P/S till 3x jämfört med tidigare 2x, vilket motsvarar P/E 11 på 2020 års estimat. För ett lönsamt bolag som förväntas växa tvåsiffrigt de närmaste åren, anser Analyst Group att det är en rimlig värdering som ligger i linje med övriga marknaden.

Scenario - potentiellt värde per aktie	Före Q4-18	Efter Q4-18
Base, 2020 års prognos	9,2 kr	10,3 kr
Bull, 2020 års prognos	11,8 kr	12,7 kr
Bear, 2020 års prognos	6 kr	4,7 kr

INVESTERINGSIDÉ

Comintelli erbjuder via sin plattform Intelligence2day® omvärlds- och analysbevakning. Plattformen är ett resultat av närmare 20 års arbete med att erbjuda kundlösningar till stora och krävande kunder. Efterfrågan för denna typ av lösningar är stadigt växande och marknaden beräknas växa till ca 2 400 mdUSD år 2023, motsvarande en CAGR om 24,5 %. Comintelli genomgår nu en transformation från att mestadels fokusera på stora företag till att även rikta sig mer mot en bredare marknad genom försäljning mot medelstora företag. En av Comintellis styrkor idag är att de har lojala och återkommande kunder och med en nyligen tillförskaffad kassa om 6 MSEK, som är öronmärkta specifikt för tillväxt, ger det ett bra läge för att öka försäljningen framgent. Comintelli prognostiseras omsätta ca 25,6 MSEK under 2019, baserat på gjord prognos härleds ett värde per aktie i ett Base scenario om ca 10,3 kr.

Marknaden för Insight växer med 24,5 %

Tillväxten för den globala "Insight Engines"-marknaden, i vilken Comintellis tjänst tillhör, estimeras att växa från ca 1 000 MUSD år 2019 till ca 2 400 MUSD år 2023, motsvarande ca 24,5 % i årlig tillväxttakt. Denna höga marknadstillväxt förväntas primärt drivas av ett ökat behov av lösningar för djupare marknadsanalyser, vilket i sin tur kan bero på att i takt med att konkurrensen på flera marknader i allmänhet hela tiden ökar så behöver företag anpassa sig. Samtidigt väntas stora överflödiga datamängder från flera olika typer av datakällor och dataformat göra att efterfrågan på tjänster eller plattformar som kan analysera och presentera komplex data, på ett användarvänligt sätt, väntas öka.

24,5 %
MARKNADS-
TILLVÄXT

Högt insiderägande om ca 34 %

Ledande befattningshavare och styrelse äger idag ca 34 % av Bolagets utestående aktier, VD Jesper Martell äger ca 22,3 %, vilket ingjuter förtroende. Vidare har ledande befattningshavare och styrelse samtliga relevant och gedigen erfarenhet och kompetens inom de områden som Comintelli verkar inom. I styrelsen återfinns bland annat erfarenhet från större koncerner såsom Ericsson men även mindre bolag, vilket torde underlätta bearbetningen och förståelsen för större och mellanstora bolags inköpsprocesser. Samtidigt kan nuvarande nyckelpersoners kontaktnät komma till användning för att enklare bearbeta och erhålla nya kunder framgent.

Återkommande storföretag bevisar efterfrågan och utgör samtidigt goda referenskunder

Comintelli har idag ungefär 50 kunder som till stor del består av ett antal multinationella storföretag, såsom TetraPak, Essity och Akzo Nobel. Bolagets kunder är inte kopplade till någon specifik bransch utan riktar sig till företag, dock företrädesvis stora organisationer, som behöver stöd i sin omvärldsanalys. Under 2018 hade Bolaget en återkommande kundandel om 90 %, vilket genererar stabila och prediktiva kassaflöden. Det bevisar samtidigt att Comintelli kan leverera specialanpassade lösningar till internationella storföretagskunder med avdelningar, och data, över hela världen.

90 %
ANDEL
ÅTERKOMMANDE
KUNDER UNDER
2018

100 % fokus på försäljning och marknadsföring framgent

Comintellis uttalade strategi om att med emissionslikviden från noteringen satsa på tillväxtdrivande aktiviteter i form av marknadsföring och försäljning tolkar Analyst Group som att Bolaget framgent skall ställa om sitt säljfokus mot att även rikta in sig mer mot mindre företagskunder. Genom denna omställning antas en mer generisk version av Intelligence2Day®, utan specialanpassningar, erbjudas mot detta segment. I kombination med att marknaden för omvärldsbevakning och analys växer med 24,5 % per år, så skapas goda möjligheter för Bolaget att dels kapitalisera på denna marknadstrend, dels att även nå ut till en bredare kundbas.

Värderas till 77 MSEK på 2019 års prognos

Givet en målmultipel om P/S 3x på estimerad omsättning år 2019, estimeras ett marknadsvärde till omkring 77 MSEK, vilket motsvarar ett pris per aktie om ca 10,3 kr. Vid annorlunda utfall av gjord prognos, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras.

Återkommande kunder viktigt för framtida expansion

Störst risk idag bedöms vara huruvida Bolaget kan behålla sin höga andel återkommande kunder när medelstora företag förväntas utgöra en allt viktigare del i expansionsplanen. Samtidigt antas Bolagets mjukvara vara i stort sett färdigutvecklad, vilket i sig innebär att vi inte förväntar oss någon kapitalkrävande teknikomläggning. Eventuella tillkommande kostnader kommer dock att bevakas framgent.

BOLAGSBESKRIVNING

Comintelli är ett svenskt mjukvarubolag som grundades 1999 av f.d. anställda på Ericsson. Med sin tjänst Intelligence2day® är Comintelli primärt verksam inom *Competitive Intelligence* som är ett segment inom *Insight*-marknaden. Tjänsten kan beskrivas som en ”insiktsmotor” som hjälper företag att tillförskaffa sig information och insikter om deras respektive verksamhetsområden. Med insikter menas bland annat information och analys av konkurrenter och trender som rör verksamhetsområdets produkter, marknader och teknologier. Genom Intelligence2day®, paketeras information, som ofta är ostrukturerad, från flertalet olika datakällor och presenteras för användaren på ett effektivt och användarvänligt sätt. Med ett föränderligt och omfattande informationsflöde skapar Intelligence2day® värde genom att göra det enkelt för kunderna att tillförskaffa sig relevant och smidig omvärlds- och analysbevakning. Comintelli har idag ungefär 50 kunder vilka till stor del består av ett antal multinationella storföretag, exempelvis TetraPak, Essity och AkzoNobel.

50 ST
KUNDER
IDAG

URVAL AV
BEFINTLIGA
KUNDER



Affärsmodell och intäktsmodell

Comintellis affärsidé är att via en licensmodell av mjukvaran Intelligence2day® erhålla licensintäkter och därtill tillhörande intäkter. Intäktsmodellen för Comintelli ser ut enligt följande;

Licensavgifter

En prenumerationsbaserad prissättningsmodell som baseras på antalet användare. Kunderna betalar en licensavgift per år.
Står för ca 70 % av omsättning

Serviceavgifter

En timkostnad på antalet timmar på förfrågan.
Står för ca 20 % av omsättning

Support och underhållsavgifter

Innefattar uppdateringar och serviceunderhåll. Intäkten består av en årsavgift vilken motsvarar ca 10-18 % av ursprunglig licensavgift.
Står för ca 10 % av omsättningen

Idag är den typiska kunden en internationell aktör som har en kontraktstid mellan 12-36 månader med en månatlig avgift om ca 500 TSEK per år. Internationella kunder står idag för ungefär 80 % av kundbasen. Efter samtal med ledningspersoner i Comintelli, kan Bolagets affärsrelation till deras kunder generellt beskrivas både som långsiktig och lojal, vilket även Bolagets relation till flertalet av deras kunder visar. T.ex. har AkzoNobel varit kund i nästan 10 år. Under 2018 var andelen kunder som valde att förlänga Intelligence2day® över 90 %.

Långa försäljningsprocesser skapar höga inträdesbarriärer

En anledning till att andelen återkommande kunder är så hög kan bero på att implementeringsprocessen med kund är relativt lång och består av flera olika steg. Processen från start till slut, dvs. då Comintelli implementerat slutversionen av Intelligence2day®, estimeras uppgå till ca 4 veckor. Första steget innefattar att skapa en behovsanalys, för att i det andra skedet implementera överenskommen omfattning av programmet. Trots långa försäljningsprocesser skapas en positiv inlåsnings effekt då varje version har specialanpassats till kund.

POSITIVA
INLÅSNINGS-
EFFEKTER

Kund

Definiera affärsproblem
T.ex. marknadsinfo, kundanalys, strategiska uppdateringar

Kund + Comintelli

Identifiera datakällor
Det kan vara inom företaget (ex. medarbetare, databaser) eller utanför företaget (ex. webb)

Intelligence2day®

Samla in och organisera datan
Allt från olika hemsidor, social media till pdf'er

Intelligence2day®

Analysera och presentera
Hitta trender, relationer etc.

Intelligence2day®

Kommunicera och distribuera
Informationen går ut till beslutsfattare i form av t.ex. rapport, nyhetsbrev etc.

MARKNADSANALYS

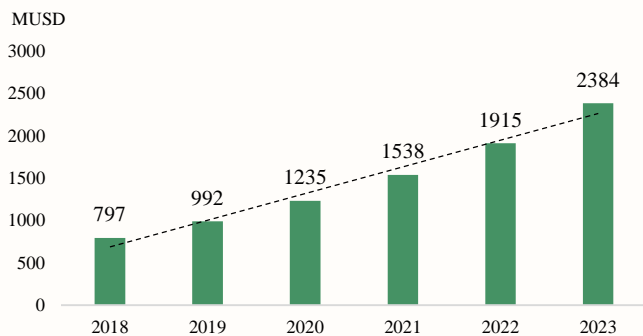
Den globala marknaden för omvärldsanalys väntas växa kraftigt

24,5 %
ÅRLIG
MARKNADS-
TILLVÄXT

Tillväxten för den globala "Insight Engines"-marknaden estimeras att växa från ca 1 000 MUSD år 2019 till ca 2 400 MUSD år 2023, enligt en rapport från 2017 av Market & Markets estimeras en genomsnittlig tillväxttakt om ca 24,5 % mellan 2017 och 2023. År 2023 förväntas Nordamerika vara den största marknaden, vilket ska bero på att de flesta leverantörer av Insight-system återfinns på denna marknad. Comintelli verkar inom segmentet Competitive Intelligence som är en del av Insight marknaden.

Den globala Insight-marknaden förväntas växa om ca 24,5 % fram tills 2023.

Prognostiserat omsättning för den globala Insight-marknaden.



Källa: Markets and Markets "Insight Engine market" (2018)

Comintellis position på marknaden handlar inte bara om att bevaka.

Marknadsposition för Comintelli och Meltwater.



Competitive Intelligence handlar inte bara om att bevaka

Insight och omvärldsbevakning är relativt nya begrepp som har blivit mer vedertaget på senaste tiden, speciellt sedan bevakningsplattformen Meltwater rönt stor uppmärksamhet. Meltwater och Comintelli verkar inom samma marknad men de ska inte ses som direkta konkurrenter, då Comintelli mer fokuserar på att hantera och analysera data från flertalet olika datakällor och inte nödvändigtvis från sociala medier likt Meltwater. Meltwater fokuserar primärt på "webbscraping" eller bevaka vad som skrivs om ett visst ämne eller sökord på internet, framför allt på sociala medier och på olika hemsidor. Comintellis edge på marknaden ligger i att de kan definiera, analysera och lösa specifika affärsproblem, primärt genom bevakning, vilket är en mycket bredare fråga. Vid en jämförelse mellan Meltwaters och Comintellis kunder kan man sammanfatta det som att Meltwaters kunder vill följa vad användare säger om en viss produkt medan för Comintellis kunder handlar det om att vilja analysera varför kunder säger som de gör om en viss produkt.

Marknaden förväntas drivas av tre faktorer framgent

Den höga marknadstillväxten förväntas drivas av tre faktorer. För det första så estimeras ett ökat behov av lösningar för djupare marknadsanalyser, vilket i sin tur kan bero på att i takt med att konkurrensen på marknaden hela tiden ökar behöver bolag anpassa sig ännu mer. För det andra så antas strategisk riskhantering, datasäkerhet och regleringar få ett ökat fokus i samhället i stort, och inom bolag specifikt. Den tredje faktorn förväntas vara att i takt med att artificiell för analys av data och prediktiva modeller ökar, så förväntas företag arbeta mer proaktivt. Detta i kombination med att kostnadsbasen och implementeringstiderna för denna typ av analyslösningar minskar, blir det med tiden mer fördelaktigt att arbeta datadrivet. Bolag måste hela tiden digitaliseras och arbeta med att förändra sig, vilket är genomgående för de flesta företagen, idag och oberoende konjunkturläge.

Den vanligaste datan idag är ostrukturerad

Strukturerad data kallas data som är strukturerat, uppdelad utefter exempelvis nummer och datum i kolumner och rader. Ostrukturerad data är data som oftast lagras som relativt större filer, vilket exempelvis kan vara PDF-filer, video, ljudklipp, email etc. Just marknaden för ostrukturerad data växer väldigt kraftigt och 80 % av världens data kategoriseras som ostrukturerad. Datamängden växer med 2,5 miljarder GB varje dag och är en effekt av att människor idag befinner sig på flera olika plattformar och konsumerar olika typer av dataformer. Intelligence2Day används idag primärt för att analysera textbaserad ostrukturerad data.

80 %
OSTRUKTURERAD

FINANSIELL PROGNOSES

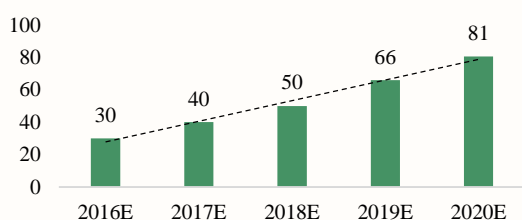
Omsättningsprognos 2019 och 2020

Bolagets har historiskt haft omsättningsmässigt stora bolag som kunder, vilket har gjort att Comintelli tidigare arbetat med sofistikerade företagskunder som ibland till och med har egna avdelningar för omvärldsbevakning. Den typen av kunder ställer hårdare krav och inte sällan mer specialanpassade lösningar, vilket har gjort att Bolaget i kombination med att sälja sin mjukvara också lagt mycket tid på att skapa förståelse för olika kundbehov, något som även kan utläsas i Bolagets intäkter hänförliga till service. Denna förståelse tror Analyst Group kommer att komma till nytta nu när Comintelli skall bredda sin försäljning med en mer generisk version av Intelligence2day mot omsättningsmässigt mindre bolag.

Antal kunder förväntas växa fram till 2020

Prognostiserat antal kunder

Antal Kunder

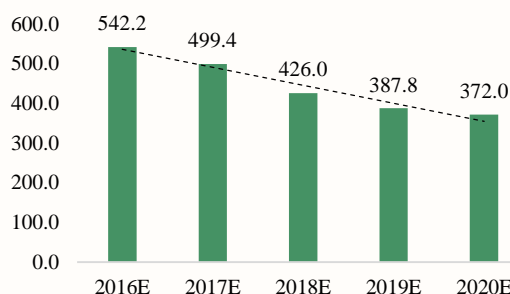


Analyst Groups prognos

Snittintäkt per kund förväntas minska

Prognoserad intäkt per kund

tSEK



Analyst Groups prognos

Ny produkt eller en ny version för en bredare målgrupp

Analyst Group bedömer att framtidens kunder för Comintelli är medelstora bolag som idag inte alla känner till Comintellis tjänst, varför Bolaget därför antas att intensifiera arbetet kring försäljning och marknadsföring mot just denna målgrupp. Denna nya inriktning får även effekt när det kommer till Comintellis mjukvaruplattform, där en mer generisk, standardiserad version av Intelligence2day® antas vara ett troligt fokus framgent. En tes som torde stämma i och med att Comintelli kommunicerat att molnbaserade lösningar är ett av Bolagets utvecklingsområden.

Lägre genomsnittlig intäkt per kund – men fler till antalet

Med tanke på att Comintelli i högre grad antas bearbeta företag av mindre storlek, antar Analyst Group att nuvarande prissättningsnivå omkring ca 500 tSEK per kund och år inte är att betrakta som uthållig. En mer generisk version av Intelligence2day® förväntas innebära en något lägre genomsnittlig intäkt per kund, där Analyst Group antar att en prissättning motsvarande omkring 370 tSEK per kund och år kan vara rimligt. Notera dock att detta inte är en prisbild som Comintelli själva kommunicerat, utan är en uppskattning Analyst Group baserat på andra liknande mjukvarutjänster.

Försäljningsprocessen förväntas intensifieras

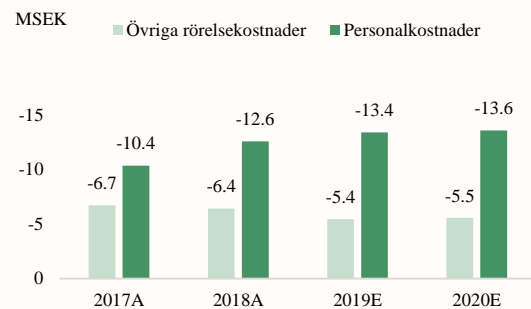
Förändringen gällande vilken typ av kund som Comintelli närmast kommer att rikta in sig på kommer förväntas innebära kortare försäljningsprocesser, vilket är att anse som positivt. En ökad volym, mätt utifrån ett högre antal anslutna kunder till Intelligence2day®, kan därför motivera en lägre prisbild enligt tidigare resonemang och därmed resultera i en god försäljningsutveckling för Comintelli. Bolaget har en hög exponering mot marknaden för omvärldsbevakning, vilket resulterar i att omsättningen och resultatet kan fluktuera vissa månader då eventuella förlängningar sker. Historiskt har andra och fjärde kvartalet varit relativt starkare för Comintelli.

FINANSIELL PROGNOSS

Analyst Group estimerar alltså en lägre snittintäkt men högre kundvolym framgent, samtidigt antas också att detta kan påverka Comintellis omsättningstillväxt negativt på kort sikt på grund av snedvridna jämförelsetal, men är enligt Analyst Group rätt väg framåt. Sammantaget estimeras en omsättningstillväxt om 20 % för 2019 och för 2020 estimeras en omsättningstillväxt om 17 %.

Kostnaderna förväntas vara relativt konstanta

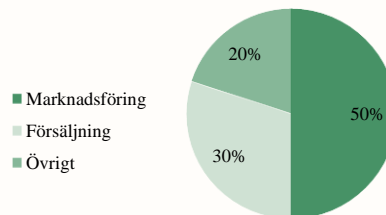
Rörelsekostnader



Analyst Groups prognos

Andelen marknadsföringsinvesteringar förväntas öka

Emissionslikvid, Fördelning (%)



Analyst Groups prognos

Påfylld kassa öronmärkt för försäljningsinsatser

I samband med Comintellis nyemission gav Bolaget en ungefärlig bild av vad emissionslikviden kommer att användas till. Beträffande just rörelsekostnaderna beskrev Bolaget att ungefär 50 %, 3 MSEK, beräknas gå till att förstärka försäljnings- och marknadsföringsavdelningen och 30 %, 2 MSEK, skall användas till att etablera fler marknadskanaler och återförsäljare utomlands.

Nya kunder skapar samtidigt nya kostnader framgent

Comintelli har idag närmare 100 % bruttomarginal, vilket kan förklaras av att försäljningen av ytterligare licenser inte medför några kostnader på bruttonivå. Bolagets kostnader består således primärt av kostnader hänförliga till rörelsen och mer specifikt personal samt andra externa kostnader. Externa kostnader kan t.ex. vara kostnader för vissa delar av IT-utvecklingen, (Bolaget hyr tre underkonsulter utöver egen personal), lokalhyra, marknadsföring, serverkostnader etc. Personalkostnaderna drivs av dels teknikutveckling och underhållsarbete, dels kostnader kopplade till tillväxtaktiviteter såsom marknadsföring och försäljning.

Personalkostnaderna förväntas öka

Comintelli har kommunicerat ett behov av att nyanställa tre personer för att möjliggöra Bolagets nya försäljningsinriktning mot en bredare marknad. Huruvida nyanställningarna kommer att vara per konsultbasis eller via direktanställning är ännu inte fastställt, vilket är något vi kommer att bevaka framgent. Med tanke på att Comintellis plattform är relativt färdigutvecklad antar vi att ingen ytterligare nyanställning inom området kommer att göras under 2019. Under 2018 övergick en konsult till fast anställning vilket medförde att Bolaget i snitt hade 15 anställda under 2018. Sammantaget estimerar vi att personalkostnaderna uppgår till totalt ca 13,4 MSEK 2019 och 13,6 MSEK 2020.

Kostnadsdrivare utöver personal under de kommande två åren

Sedan börsnoteringen har Comintelli kommunicerat att de har lyckats reducera räntekostnader med 65 % på årsbasis jämfört med föregående år, varför de *finansiella kostnaderna* antas vara relativt låga framgent. Kostnadsdrivarna de kommande två åren, utöver personal, förväntas vara hänförliga till marknadsföring och kostnader kopplade till ytterligare fokus på USA. Analyst Group estimerar ökade marknadsföringskostnader om ca 1 MSEK per år till 2022 och ökade kostnader kopplat till försäljningen utomlands om ca 0,6 MSEK per år till 2022. *Övriga rörelsekostnader* estimeras minska jämfört med samma period förra året. Det är specifikt kopplat till att 2019 blir ett fördelaktigt jämförelseår då 2018 har präglats av ett antal engångseffekter, bland annat emissionskostnader. Sammantaget estimeras övriga externa kostnader minska med ca 15 % till 5,4 MSEK 2019 och 5,4 MSEK 2020.

5 MSEK
TILL TILLVÄXT

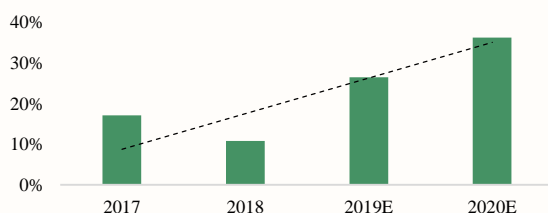
FINANSIELL PROGNOSS

Relativt konstant kostnadsbas

Sammantaget förväntar vi oss i ett Base scenario en minskning av rörelsekostnaderna till 18,8 MSEK 2019, motsvarande en minskning om 1 % jämfört med samma period föregående år, samt 19,1 MSEK 2020. Kostnadsbasen estimeras således framgent att vara relativt konstant och därmed inte öka i samma takt som omsättningen, något som resulterar i högre marginaler för Comintelli. Det resulterar i en EBITDA-marginal om 26 % 2019E, vilket motsvarar en EBITDA-tillväxt om 126 %, specifikt drivet av ett attraktivt jämförelseår med flera engångskostnader. 2020E prognostiseras en EBITDA-marginal om 36 %, vilket motsvarar en EBITDA-tillväxt om 38 %.

EBITDA-marginalen förväntas öka framgent

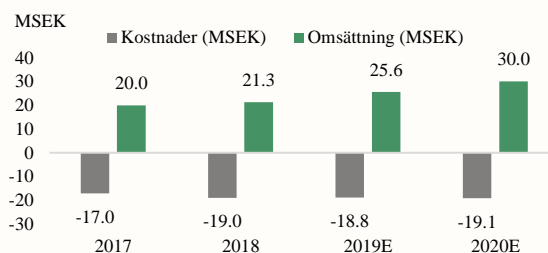
Prognostiserat EBITDA-marginal



Analyst Groups prognos

Antal kunder förväntas växa fram till 2020

Prognostiserat kostnader och omsättning (MSEK)



Analyst Groups prognos

I antaget Base scenario så estimeras Comintelli öka omsättningen och nå ut till en bredare del av marknaden, detta för att kunna nå en högre EBITDA-marginal. Det är alltså essentiellt för Comintelli att nå framgång med Bolagets uttalade strategi om ökat och intensifierat säljfokus för att kunna nå den omsättningstillväxt som Analyst Group prognostiserat. Givet att dessa antaganden faller in, och att Comintelli lyckas bearbeta marknaden och att den underliggande marknadstillväxten visar sig uthållig, har Comintelli goda förutsättningar för att visa på fortsatt tillväxt med ökade marginaler.

MSEK	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	20.6	21.3	25.6	30.0
Summa rörelseintäkter	20.6	21.3	25.6	30.0
<i>Bruttomarginal</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>
Övriga externa kostnader	-6.7	-6.4	-5.4	-5.5
Personalkostnader	-10.4	-12.6	-13.4	-13.6
EBITDA	3.5	2.3	6.8	10.9
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>17%</i>	<i>11%</i>	<i>26%</i>	<i>36%</i>
Ränteintäkter och liknande poster	0.5	1.9	0.5	0.5
Räntekostnader och liknande poster	-1.4	-2.0	-0.8	-0.8
EBT	2.6	2.2	6.4	10.5
Skatt	0.7	-0.5	-1.4	-2.3
Nettoresultat	3.3	1.7	5.0	8.3
<i>Nettomarginal</i>	<i>16%</i>	<i>8%</i>	<i>20%</i>	<i>28%</i>

VÄRDERING

För att värdera Comintelli genom en jämförelsevärdering undersöks dels en noterad jämförelsegrupp på den svenska respektive amerikanska marknaden, dels kända transaktioner i onoterad miljö. Comintelli har inga direkta konkurrenter i den noterade miljön, men det finns dock vissa likheter mellan jämförelsebolagen och Comintelli avseende affärsmodell, intäktsmodell, kundsegment m.m.

Kända transaktioner



Den senaste kända finansieringsrundan för en onoterad konkurrent är Crayon, som under februari 2019 reste 6 MUSD. Två andra kända finansieringsrundor där element av *Competitive Intelligence* finns med är i USA med SEMRush och Market Logic Software. SEMRush verkar primärt inom digital marknadsföring och *Search Engine Marketing*, men också *Competitive Intelligence*, och reste i mitten av 2018 över 40 MUSD. Market Logic Software som också verkar inom digital marknadsföring reste 45 MEUR under 2017 för att utveckla Bolagets analysverktyg, som dock är inriktad mer mot marknadsföringsbyråer.

Noterade bolag

Jämförelse av leverantörer av företagsmjukvara, som Comintelli verkar inom, handlas till en värdering omkring P/S 4-6. Då denna jämförelsegruppen innehåller större bolag än Comintelli och är amerikanska motiveras en premie jämt mot Comintelli. I Sverige finns en del noterade bolag, som visas i tabellen nedan, med likheter avseende affärsmodell och kunder. Företagen har dock en högre omsättning och börsvärde än Comintelli, samtidigt som de går med förlust.

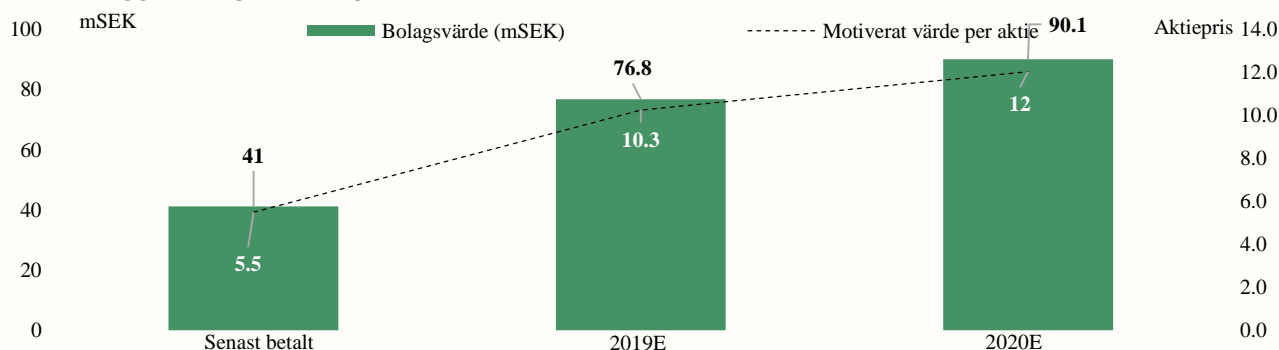
Noterade företag	Likheter med Comintelli	P/S	P/E	Oms/Aktie	Börsvärde, MSEK
Nepa (SE)	Konsult inom marknadsanalys	2	-44,2	34,1	495
Hoodin (SE)	Bevakning av digitalt innehåll	11	-8,9	0,3	30
Ayima (SE)	Delar av Ayima har liknande affärsmodell och kunder	1	-15,6	30,2	106
Genesis (SE)	Liknande affärsmodell	2	8,5	8,9	166
Medel		3,75	-15	18	199

10,3 KR
PER AKTIE
(BASE) PÅ 2019
ÅRS PROGNOSS

En hög andel återkommande kunder i kombination med en god kundtillväxt är en stor del av investersidén i Comintelli, varför en värdering baserat på försäljningen anses vara motiverad. Vidare så har Comintelli själva kommunicerat finansiella mål baserade på omsättning och antal kunder, vilket ytterligare motiverar vald värderingsmetod. Det finns alltså risk att lönsamhet ej prioriteras på kort sikt, varför en värdering på t.ex. rörelsemarginal skulle ge upphov till en värderingsmultipel med fel syfte. Givet en målmultipel om P/S 3 på 2019 års estimerad försäljning om ca 25,6 MSEK, ger det ett pris per aktie om ca 10,3 kr i ett Base scenario.

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering för perioden 2019-2020.

Värdering givet tillämpad P/S-multipel



Analyst Groups prognos

BULL & BEAR

Ökade försäljningsinsatser mot medelstora kunder är avgörande för att Comintelli ska kunna ta tillvara på den tillväxt som finns i marknaden, vilket påverkar samtliga scenarion. Kostnadsmassan antas dock vara relativt konstant oberoende scenario, då majoriteten av Bolagets kostnadsmassa till stor del utgörs av fasta kostnader.

12,7 KR
PER AKTIE
(BULL) PÅ 2019
ÅRS PROGNOSE

Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras Comintelli omsätta ca 27,1 MSEK år 2019 och baserat på en målmultipel om P/S 3,5, p.g.a. högre tillväxt relativt Base, erhålls ett fundamentalt värde om 12,7 kr per aktie.

Bull faktorer

- **Fortsatt expansion till större kunder**

En majoritet av intäktsantaganden bygger på att Comintellis framtida kunder kommer från intäktsmässigt mindre kunder. Lyckas Bolaget tillförskaffa sig bara ett fåtal nya storkunder påverkar det väsentligt omsättningstillväxten positivt, vilket är fullt möjligt och antas i ett Bull scenario

- **Comintelli är kostnadseffektiva**

Kortare försäljningsprocess och mindre handpåläggning ger ett mer skalbart tjänsteerbjudande. Det medför att EBIT-marginalen utvecklas positivt, trots ökade investeringar i försäljning och marknadsföring, då Comintellis erbjudande är mer skalbart än i antagandet gjort i ett Base scenario.

Bull scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E
P/S	2.1	1.9	1.5	1.3
EV/S	2.0	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.7	17.9	5.0	3.1

4,7 KR
PER AKTIE
(BEAR) PÅ 2019
ÅRS PROGNOSE

Bear scenario

I ett Bear scenario estimeras Comintelli omsätta ca 23,5 MSEK år 2019 och baserat på en målmultipel om P/S 1,5, p.g.a. lägre tillväxt relativt Base, erhålls ett fundamentalt värde om 4,7 kr per aktie.

Bear faktorer

- **Andelen återkommande kunder minskar**

En majoritet av gjorda tillväxtantaganden är baserade på att Bolaget har en *churn* om mindre än 10 %. Detta är ingen garanti framgent, då Bolagets omläggning mot omsättningsmässigt mindre kunder kan påverka antalet återkommande kunder. I ett Bear scenario antas Bolagets *churn* öka mer än estimerat, drivet av en mer standardiserad plattform, vilket leder till lägre andel återkommande intäkter.

- **Comintelli kostnader ökar**

Comintelli har idag 25 % av sina kunder i USA och framgent väntas USA vara en viktig marknad. Kostnaderna kan öka specifikt kopplade till den amerikanska marknaden, primärt drivet av en underskattning av antalet konkurrenter och att det kan vara dyrare att genomdriva försäljning och marknadsföring i USA.

Bear scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E
P/S	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/S	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.7	17.9	6.1	3.8

VD-INTERVJU, JESPER MARTELL



Fjärde kvartalet för 2018 är publicerad. Är det något särskilt som du är nöjd med och vill kommentera?

Det fjärde kvartalet utvecklades mycket väl, intäkterna växte med 30 procent till totalt 8,9 mkr och rörelseresultatet för perioden ökade med hela 39 procent. Detta är Comintellis bästa försäljningskvartal någonsin vilket är ett resultat av vår fantastiska personal som genomfört framgångsrika säljdrivna insatser under kvartalet.

Comintelli är en av de ledande företagen inom Competitive Intelligence. Vad är det som särskiljer er och ger er en edge?

Vi har funnits i 20 år och har byggt lösningar för flera ledande företag. Det har gett oss värdefull kunskap om kundernas behov som få har. Vi är duktiga på att hantera väldigt många olika sorters data, inte bara från webben och vi har flera automatiska analysverktyg som ingen av de andra företagen har.

Hur skulle du beskriva att er mjukvaruplattform Intelligence2day® ger er en edge mot att t.ex. vara en konsultleverantör till kund?

Vi är en renodlad mjukvaruleverantör och fokuserar 100 % på det. Det betyder att jag tror vi har ett tekniskt försprång gentemot flera konkurrenter som har hybridmodeller och levererar information samt paketerade konsulttjänster för CI. På sikt tror jag det kommer visa sig att det är svårt att göra bäggedera och vara bäst på båda. Vi vill vara bäst på mjukvara och samarbeta med andra för att skapa helhetslösningar med det bästa av alla världar.

Under 2018 stod USA för 25 % av marknaden. Är USA en marknad som ni bedömer vara er viktigaste?

Ja, vi märker av att intresset för omvärldsanalys ökar, särskilt i USA. Begreppet "Competitive Intelligence" är också mer känt i USA än Sverige och Norden och vi märker att många strategichefer vill ha mer stöd i deras beslutsfattande kring olika frågor. USA har ett mer fokus på att försäljning och konkurrensanalys än t ex Sverige och eftersom många av våra kunder är globala är det naturligt för oss att många är amerikanska.

Kan du nämna tre anledningar till varför Comintelli är en bra investering idag?

- 1) Marknaden för omvärldsanalys växer snabbt och förväntas bli allt viktigare för företag på grund av dagens konkurrensutsatta affärsmiljö.*
- 2) Vi har utvecklat Intelligence2day plattformen i 20 år och har byggt prisbelönta lösningar för omvärldsanalys åt flera världsledande företag. Det har gett oss en erfarenhet och värdefull kunskap om kundernas behov som väldigt få har.*
- 3) Trots att vi funnits länge är vi bara i början av vår tillväxtresa. Vi jobbar målmedvetet och långsiktigt och har ett högt insiderägande.*

LEDNING & STYRELSE



Per Hjortblad, Styrelseordförande

Per Hjortblad, född 1955, är Bolagets styrelseordförande sedan 2016. Per är ingenjör och arbetar idag som rådgivare. Han innehar ordförandeposten i Tikspac AB och Intuitive Aerial AB, båda noterade. Utöver ordförandeposterna innehar Per flera andra styrelsuppdrag.

Aktieinnehav i Comintelli: 1500 aktier



Jesper Martell, Verkställande direktör

Jesper Martell, född 1968, är Bolagets medgrundare och VD. Jesper är utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. Jesper är utöver positionen som VD även suppleant i Bolaget sedan 2018. Innan Comintelli arbetade han bland annat på Ericsson som chef för företagets Business Information Center.

Aktieinnehav i Comintelli: 1 669 972 aktier



Lennart Grabe, styrelseledamot

Lennart Grabe född 1946, är en av Bolagets styrelseledamöter sedan 2000. Lennart är Jur.Kand från Stockholms Universitet och arbetar idag som grundare och VD för Svensk Hypotekspension AB. Lennart är mest känd som VD och koncernchef på Posten mellan 1999-2003 och den senaste positionen inom Ericsson var som chef för koncernstrategi och affärsutveckling.

Aktieinnehav i Comintelli: 153 000 aktier



Mats Almgren, Styrelseledamot

Mats Almgren född 1964, är en av Bolagets styrelseledamöter sedan 2018. Mats är utbildad ekonom från Stockholms Universitet, innehar en Executive MBA och arbetar idag som Chief Marketing Office Business på Telenor Sverige AB.

Aktieinnehav i Comintelli: 2000 aktier



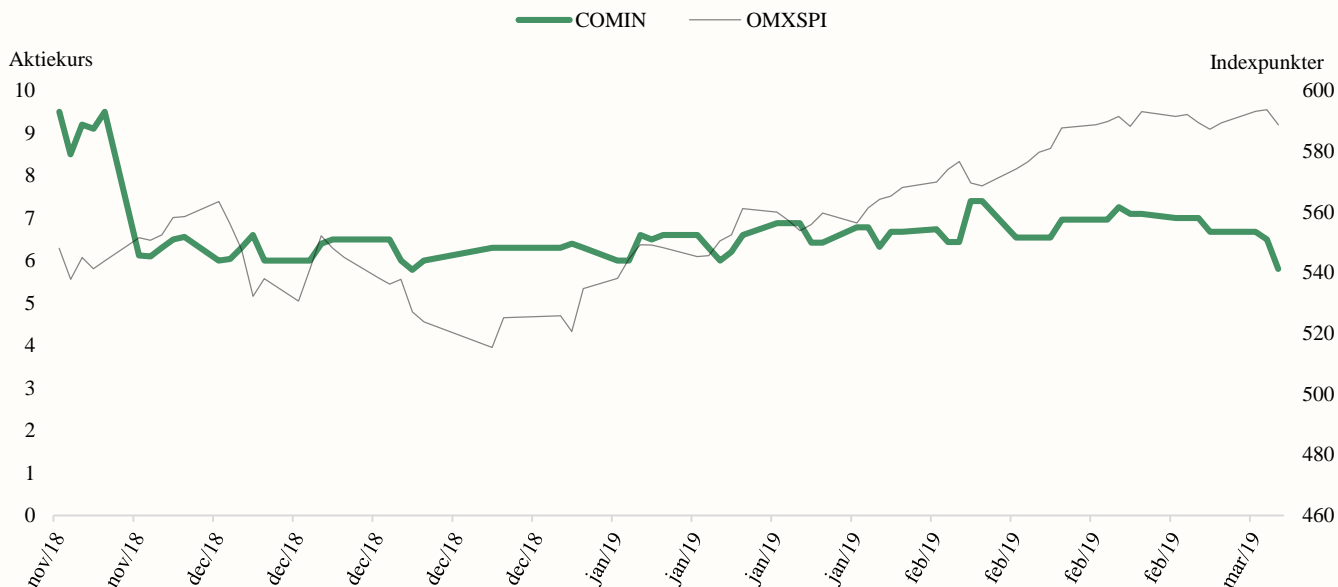
Tomas Huuva, styrelseledamot

Tomas Huuva, född 1967, är en av Bolagets styrelseledamöter sedan 2018. Tomas har studerat nationalekonomi och finansiering på magisternivå och arbetar idag som konsult inom finansbranschen.

Aktieinnehav i Comintelli: 8000 aktier

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



MSEK	2016	2017	2018
Nettoomsättning	16,3	20,0	21,3
Övriga rörelseintäkter	0,20	0,59	0,00
Summa rörelseintäkter	16,5	20,6	21,3
Övriga externa kostnader	-5,6	-6,7	-6,4
Personalkostnader	-9,2	-10,4	-12,6
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0
EBITDA	1,6	3,5	2,3
Ränteintäkter och liknande poster	0,4	0,5	1,9
Räntekostnader och liknande poster	-0,8	-1,4	-2,0
EBT	1,2	2,6	2,2
Skatt	0,5	0,7	-0,5
Nettoresultat	1,7	3,3	1,7

APPENDIX

Base scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	20,6	21,3	25,6	30,0
Summa rörelseintäkter	20,6	21,3	25,6	30,0
Bruttomarginal	100%	100%	100%	100%
Övriga externa kostnader	-6,7	-6,4	-5,4	-5,5
Personalkostnader	-10,4	-12,6	-13,4	-13,6
EBITDA	3,5	2,3	6,8	10,9
Ränteintäkter och liknande poster	0,5	1,9	0,5	0,5
Räntekostnader och liknande poster	-1,4	-2,0	-0,8	-0,8
EBT	2,6	2,2	6,4	10,5
Skatt	0,7	-0,5	-1,4	-2,3
Nettoresultat	3,3	1,7	5,0	8,3
Nettomarginal	16%	8%	20%	28%

Base scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E
P/S	2,2	2,0	1,7	1,4
EV/S	2,1	2,0	1,7	1,4
EV/EBITDA	12,3	18,9	11,4	8,0

Bull scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	20,6	21,3	27,1	32,4
Summa rörelseintäkter	20,6	21,3	27,1	32,4
Bruttomarginal	100%	100%	100%	100%
Övriga externa kostnader	-6,7	-6,4	-5,4	-5,5
Personalkostnader	-10,4	-12,6	-13,4	-13,6
EBITDA	3,5	2,3	8,3	13,3
Ränteintäkter och liknande poster	0,5	1,9	0,5	0,5
Räntekostnader och liknande poster	-1,4	-2,0	-0,8	-0,8
EBT	2,6	2,2	7,9	12,9
Skatt	0,7	-0,5	-1,4	-2,3
Nettoresultat	3,3	1,7	0,0	0,0
Nettomarginal	16%	8%	24%	33%

Bull scenario, nyckeltal	2017,0	2018,0	2019E	2020E
P/S	2,2	2,0	1,6	1,3
EV/S	2,1	2,0	1,6	1,3
EV/EBITDA	12,3	18,9	5,3	3,3

Bear scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	20,6	21,3	23,5	25,4
Summa rörelseintäkter	20,6	21,3	23,5	25,4
Bruttomarginal	100%	100%	100%	100%
Övriga externa kostnader	-6,7	-6,4	-6,0	-6,1
Personalkostnader	-10,4	-12,6	-13,7	-13,9
EBITDA	3,5	2,3	3,8	5,4
Ränteintäkter och liknande poster	0,5	1,9	0,4	0,4
Räntekostnader och liknande poster	-1,4	-2,0	-1,0	-1,0
EBT	2,6	2,2	7,9	12,9
Skatt	0,7	-0,5	-1,4	-2,3
Nettoresultat	3,3	1,7	1,9	2,6
Nettomarginal	16%	8%	8%	10%

Bear scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E
P/S	2,2	2,0	1,9	1,7
EV/S	2,1	2,0	1,9	1,7
EV/EBITDA	12,3	18,9	6,4	4,0

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Comintelli AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE