



ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS  
27 augusti 2019

# FLOWSCAPE

LITET KVAR TILL BREAK-EVEN

# Innehåll

Litet kvar till break-even.....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk .....	3
Flowscape- bakgrund .....	4
IoT-lösning för stora kontor .....	5
Reducerade kostnader .....	5
Befintlig kundbas .....	6
Försäljningsprocess med partnerskap i fokus.....	7
Marknad .....	8
Prognoser och värdering .....	10
Disclaimer .....	14

# Litet kvar till break-even

**Flowscape får nya order på sin Smart Office IoT-lösning för det aktivitetsbaserade kontoret. En del av dessa orders avser större internationella kunder, vilket ger potential. Men intäkterna har stampat kring 6 miljoner kronor de senaste tre kvartalen. Vi sänker riktkursen i Bas-scenariot till 0,17 kronor (tidigare 0,18 kronor).**



Flowscape Smart Office hjälper kontorshyresgäster att utnyttja sina aktivitetsbaserade kontor mer effektivt. Flowscape har redan många nordiska storföretagskunder. En breddning sker mot övriga Europa, där distributörer i bl.a. Schweiz, Storbritannien och Österrike har visat intresse. Bolaget har fått sin första stora refrenskund i USA, vilket möjliggör en ökad bearbetning av den amerikanska marknaden.

Flowscape fokuserar sin egen försäljning till Norden, medan övrig försäljning ska ske via partners. Sedan maj 2018 finns ett femårigt samarbetsavtal med Ericsson, som erbjuder Flowscares produkter tillsammans med sitt globala IoT-produkt-erbjudande för smarta byggnader riktat mot 350 teleoperatörer. Flowscape har även ingått partnerskap på regional eller global nivå med Atea, Fujitsu, Kinnarps och Ricoh. På senare tid har ytterligare distributörer tillkommit i övriga Europa.

Vi bedömer att marknaden för Smartakontorslösningar har potential att växa till cirka 160 miljarder kronor, varav 14 miljarder kronor utgör Flowscape primära marknadssegment. Idag är marknadspenetrationen för s.k. smartakontorssystem endast ett par procent. De kontrakt som signeras löper normalt på tre år, vilket gör att varje affär brukar vara värd nästan dubbelt så mycket som första årets intäkter.

Bolaget tappade cirka 1,4 miljon kronor under kvartal 2/2019 räknat på faktiska intäkter minus kostnader exklusive avskrivningar. Intäktsutfallet i kvartal 2/2019 blev lägre än vi väntat. Men orderingången har förbättrats i juni och juli. Vi justerar ned vår intäktsprognoiser med cirka 18 procenten 2019, 13 procent 2020 och 9 procent 2021. Vår rikt Kurs för aktien minskar i Bas-scenariot till 0,17 kronor (tidigare 0,18).

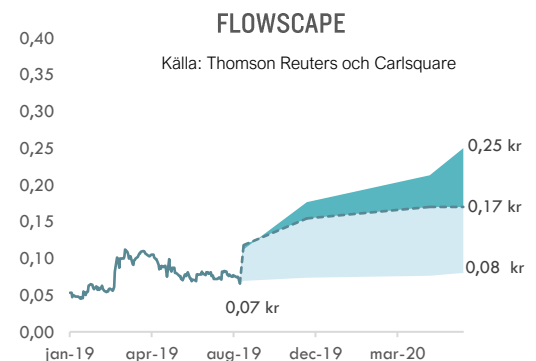
Datum:	27 augusti 2019
Analytiker:	Bertil Nilsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)
Företagsnamn:	Flowscape
Lista:	SPOTLIGHT
Vd:	Peter Reigo
Styrelseordförande:	Henrik Tjernberg
Marknadsvärde:	99 MSEK
Senast:	0,07 SEK
Kort om Flowscape:	Flowscares IoT-lösning för det aktivitetsbaserade kontoret, Flowscape Smart Office, innehåller åtta funktioner som främst syftar till att företag med medelstora och stora aktivitetsbaserade kontor ska kunna utnyttja dessa så effektivt som möjligt. Bolaget har 16 anställda, 5-10 konsulter och över 100 kunder (varav mer än 27 multinationella) i 17 länder.
Möjligheter och styrkor:	Bolaget har återkommande licensintäkter med hög marginal. Försäljningen utanför Norden sker via partners som Ericsson, Fujitsu, Ricoh och Kinnarps. Det innebär att verksamheten kan hålla kostnaderna nere under den globala tillväxtfasen.
Risker och svagheter:	Sedan 2016 har det tillkommit flera konkurrenter till Flowscape, framförallt i Europa. Det ökar risken för prispress på produkterna.  Ericssons försäljning kan dra ut på tiden, med tanke på att denna produkt ligger inom ett relativt nytt segment, Smarta byggnader.

Värdering:	<u>Bear</u> 0,08 kr	<u>Bas</u> 0,17 kr	<u>Bull</u> 0,25 kr
------------	------------------------	-----------------------	------------------------

## Utfall och riskjusterade prognoser, Bas-scenario

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Omsättning	34,3	7,5	29,3	37,0	65,0	100,0
Rörelseresultat	- 9,7	- 10,5	- 31,4	- 26,3	- 9,9	12,7
Årets resultat	- 11,1	- 10,7	- 32,3	- 26,5	- 8,3	11,0
Resultat per aktie, kr	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	0,008
P/E-tal, ggr	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	8,5
Nettokassa	- 1,9	2,4	- 1,9	- 3,1	5,3	49,0
Eget kapital	12,0	20,7	80,1	53,5	45,2	56,2

Källor: Bolagets finansiella rapporter (utfall, proforma 2016) samt Carlsquare (prognoser).



## Temperatur

### Ledning och styrelse



Peter Reigo har varit vd för Flowscape sedan starten 2011. Dessförinnan arbetade Peter på Ericsson under elva år i olika ledande befattningar på projekt- och avdelningsnivå. Hans utbildningsbakgrund är Civilingenjör och Teknologie Licentiat från Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

### Ägare



Huvudägare i bolaget är Peter och Karla Reigo med omkring 30 procent av aktiekapital och röster. I övrigt är ägandet relativt spritt med tidigare ägare från främst Flowscape, men även Crowdsoft Technology samt de som deltog i den nyemission om cirka 52 miljoner kronor som genomfördes i januari 2018.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



Bolaget hade en kassa om cirka 1 miljon kronor och räntebärande skulder på 4 miljoner kronor, per 30 juni 2019. Genom att bolaget erhåller månadsvisa licensintäkter på tecknade avtal (installationer) och med löpande kostnader på drygt 6 miljoner kronor per kvartal, ligger koncernen ganska nära break-even punkten kassaflödesmässigt. Men de likviditetsmässiga marginalerna är små. Antalet anställda har minskat från 25 till 16 stycken, genom ett besparingsprogram.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets Finansiella ställning.

### Potential



Den potentiella marknaden för smarta kontorssystem i de geografiska regioner som Flowscape primärt adresserar är värd omkring 14 miljarder kronor. Genom globala partnersamarbeten som det med Ericsson kan Flowscape nå även övriga regioner exempelvis via Ericssons teleoperatörskunder.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

### Risk



De största riskerna för Flowscape bedöms vara att försäljningsprocesserna drar ut på tiden. Speciellt avser det bolagets partnersamarbeten som förväntas stå för huvuddelen av de framtida intäkterna. Detta i kombination med svaga finanser kan resultera i att bolaget kommer att behöva genomföra en nyemission.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



## Flowscape- bakgrund

Flowscape AB:s historia börjar år 2011 då Peter Reigo tog tjänstledigt från Ericsson för att utveckla en centimeternoggrann positioneringsteknologi som kunde användas i självgående gräsklippare. Ett team på omkring tio personer från KTH tog fram två olika teknologier baserat på GPS och Ultrawidebandradio som testades inom sektorerna jordbruk, sjukvård och bygg. Med Vasakronan som första kund och promotor hittade Flowscares produkt sin tillämpning inom fastighetssektorn för en ökad effektivitet inom det moderna kontoret.

I januari 2014 släpptes mjukvaran till den första versionen av en IoT-lösning som vid tillfället hette Bird's Eye. Det stora genombrottet kom i slutet av 2015 när ett avtal skrevs med Telia inför att detta bolag flyttade sina över 3000 anställda till ett nybyggt kontor i Arenastaden, Solna 2016. Vid denna flytt krympte Telia sina hyrda kontorsytor från tidigare 85 000 kvadratmeter (Stockholm Farsta och City) till 45 000 kvadratmeter i Solna genom att utnyttja de nya ytorna på ett mer effektivt sätt.

Genom en gemensam investerare knöts kontakter med det noterade bolaget Crowdsoft Technology. Under diskussionerna identifierade båda parter att de kompletterade varandra. Flowscape hade en stark marknadsställning inom smarta kontor i Norden och behövde en kommunikationslösning för fastighetsrelaterad kommunikation och kommunikation i händelse av kris. Crowdsofts lösning var förberedd för integrering mot IoT-enheter och använde användarnas position för kommunikation inom ett visst område, t.ex. ett specifikt hus. Crowdsoft hade dessutom en namnkunnig styrelse och nätverk samt en börsplats, medan Flowscape hade en försäljningsorganisation samt väsentligt större intäkter och fler anställda. Ett samgående mellan de båda företagen genomfördes i slutet av januari 2018 genom att aktieägarna i Flowscape fick nyemitterade aktier i Crowdsoft Technology som betalning för sitt bolag. I samband med denna transaktion, som i praktiken var ett omvänt förvärv, genomfördes en nyemission i det nya större bolaget som bytte namn till Flowscape Technology AB.

## IoT-lösning för stora kontor

Flowscares produkt är en IoT-baserad lösning som effektiviserar arbetsflödet och nyttjandet av det aktivitetsbaserade kontoret. Huvudfunktionen, Flowmap, ger en digital överblick över kontorslandskapet på flera våningar. Den möjliggör för funktioner som rumsbokning, att hitta ett rum, skrivbord, kontorsutrustning och kollegor. Lösningen består av en server för affärslogik och databas, rumspaneler, en orienteringskarta över kontoret ifråga med alla rum och de olika våningsplanen, smartphone-app samt rörelsesensorer. Med det sistnämnda kartläggas i vilken utsträckning de olika delarna av lokalerna används.

Av åtta funktioner i Flowscape Smart Office är "Crisis Communication" samt "Corporate & Facility Announcements" kopplat till C-One (tidigare Crowdsoft). C-One är ett krishanteringsverktyg som utvecklades av tidigare Crowdsoft Technology. Det är en modern kommunikationsplattform för att snabbt och säkert kunna nå ut till användarna i händelse av en kris eller incident samt möjliggöra operativ krisledning. Övriga sex funktioner i Flowscape Smart Office avser den ursprungliga produkten. Systemet är uppbyggt med rumspaneler, Outlook Smart-Plug In och Smart App Phone etc.

## Reducerade kostnader

Ericsson, som Flowscape tecknade ett partneravtal med i maj 2018, bedömer att ett verktyg som Flowscape Smart Office dagligen kan spara 15 minuters arbetstid åt varje medarbetare. Givet en genomsnittlig månadslön om 40 000 kronor skulle det motsvara en besparing på omkring 23 000 kronor per år och anställd inklusive sociala avgifter och pensionsavsättningar. Det är ett stort belopp i förhållande till en licensavgift på omkring 800 kronor per år plus en hårdvaruinvestering (installation) på omkring 1600 kronor per anställd hos beställaren.

Ännu ett försäljningsargument är att ett effektivt utnyttjat kontor kan spara ytor och därmed hyreskostnader, många gånger med upp till 20 procent. En förutsättning för det är den kartläggning av platsanvändning samt flödena i lokalen via Flowscape-funktionen Flow Manager. Utgår vi från en schablon om 20 kvadratmeter kontor per anställd och en hyresnivå om 3 000 kronor per kvadratmeter och år, motsvarar det ytterligare en sparad tusenlapp per månad och anställd.

Ovanstående sälj/kundbesparingsargument kan förklara varför Flowscape själva räknar med att det ska vara möjligt att på sikt höja priserna mot kund för licenserna till nivån 100 kronor per månad, vilket skulle vara cirka 50 procent mer än idag). Det som talar emot prisökningar är att det historiskt har skett en prispress på nya produkter och tjänster i IT- och telekomsektorn.

Flowscares produkt riktar in sig mot det aktivitetsbaserade kontoret där de anställda ofta är ute hos kunder, reser av andra anledningar och sitter hemma någon dag i veckan. Det brukar också finnas tillfälligt tillresande till en sådan arbetsplats varje dag. De anställda flyttar runt i kontorslandskapet och utför sitt arbete där det bäst lämpar sig. Men Flowscape har ändå hälften av sin försäljning till kunder med ett traditionellt öppet kontorslandskap.

### Illustration över Flowscape Smart Office med åtta olika funktioner



Källa: Bolagets IR-presentation.

## Befintlig kundbas

Flowscape har idag över 100 kunder, varav mer än 27 är multinationella företag, i 17 länder. Företagskundernas kontor återfinns nästan uteslutande i storstäder. Den typiska kunden till Flowscape är ett medelstort till stort företag med minst 100 anställda. Exempel på större kunder och/eller partners till Flowscape är Coor Service Management, Ice.net, Intel, JM, Nacka kommun, Skanska, Telia, Telenor, Tikkurila, Tobii, Tullverket, Ericsson, Vasakronan, Cisco, Ricoh och Fujitsu.

Antalet användare av bolagets system uppgår idag till drygt 30 000. Vår bedömning är att det är tillväxten i antal användare som kommer att driva resultatet och värdet på bolaget. Detta eftersom licensintäkterna utgör huvuddelen av intäkterna samt är återkommande under en treårsperiod. Ett ökat antal användare kan förutom nyförsäljning även uppnås genom merförsäljning till befintliga kunder. Det gäller speciellt storföretagskunder som brukar ha ett stort antal kontor runt om i världen där Flowscares lösning gradvis skulle kunna rullas ut. Några sådana exempel finns redan i bolagets kundbas (övriga Europa och/eller övriga världen). En av dessa kunder är en stor aktör inom smarta byggnader och kontor. De har installerat Flowscares system på sina kontor i England, Nederländerna, Italien och nu senast Tyskland. En av de största beställningarna hittills offentliggjordes den 26 juni när ett konsultbolag i USA valde att installera bolagets lösning på sitt New York-kontor till ett initialt ordervärde av 2,8 miljoner kronor. Normalt brukar en order snarare hamna inom intervallet 500 tusen till 1 miljon kronor i initialt värde, följt av årliga licensintäkter.

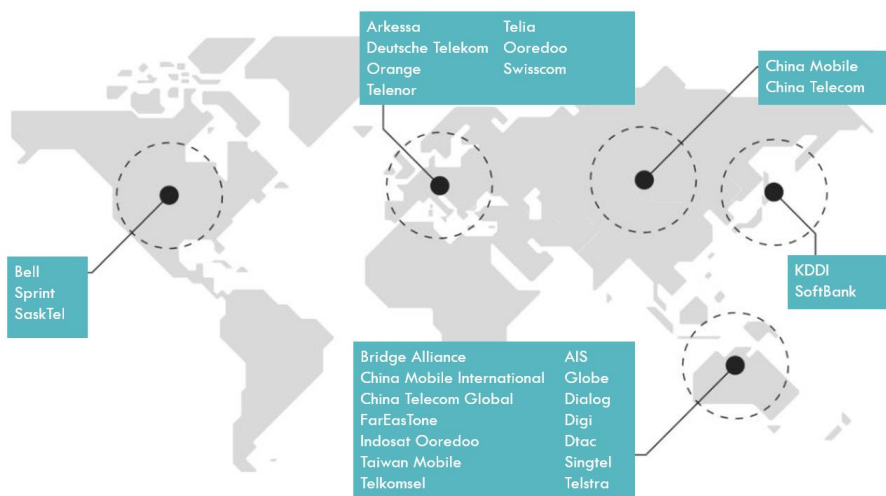
Att Flowscape redan lyckats få en så pass namnstark kundlista med ett antal viktiga storföretag indikerar att Flowscape Smart Office har en hög kvalitet och prestanda. Det ger i sin tur goda förutsättningar för en fortsatt tillväxt både inom nordiska storföretag och även storföretag på nya marknader. Flowscape Smart Office design och interface anses av kunder och partners vara det mest genomarbetade och lättanvända på marknaden.

## Försäljningsprocess med partnerskap i fokus

Försäljningsdiskussionerna brukar initieras när en potentiell kund överväger att flytta till ett nytt kontor- som skall bygga om eller byta arbetssätt. De senaste årens högkonjunktur med stigande hyresnivåer borde normalt sett utlösa flera sådana företagsflyttar med syfte att hålla nere kostnadsnivån genom att lämna city-adresser för flytt till moderna kontorslösningar i närförort.

Flowscapes partneravtal med Ericsson i maj 2018 innebär att Flowscope Smart Office sedan dess ingår i Ericsson-koncernens Smart Buildings-koncept. Potentialen är mycket stor, då Ericsson har 350 teleoperatörer globalt på sin kundlista. Teleoperatörerna håller på att ställa om från traditionell bredbandsleverans under prispress mot nya tillväxtområden som smarta byggnader, smarta bilar och smarta städer. Två större telekomföretag, ett i Europa och ett i Asien, har sedan slutet av 2018 piloter av Flowscope-systemet installerade på sina kontor för utvärdering.

### Exempel på Ericssons IoT-cases med telekomoperatörer runt om i världen



Källa: Ericssons hemsida.

Flowscapes målsättning är att addera fler teleoperatörer till sin partnerlista. Det skulle öppna upp en betydande intäktpotential och ge en snabbare försäljningstillväxt. Detta då det finns en risk att försäljningen via Ericsson drar ut på tiden eftersom det handlar om ett relativt nytt område. Till det kan läggas att säljcyklerna i telekombranschen tenderar att vara långa, även om det då ofta handlar om större system.

På bolagets lista över befintliga globala partnerskap finns sedan tidigare Ricoh, Fujitsu och Cisco, ett partnerskap i Europa med Kinnarps samt ett samarbete i Norden med Atea. Samtliga dessa företag är vana att sälja närliggande produkter inom sina områden (kontors- och IT-relaterade produkter etc.). Flowscope har även etablerat samarbete med andra distributörer i Storbritannien, Schweiz och Österrike. I USA har bolaget skaffat sig sina första referenskunder, en marknad där konkurrensen är mindre omfattande jämfört med Europa.



Fram till sommaren 2019 har en utmaning varit avsaknaden av 4G-sensorer, vilket hämmat försäljningen inom teleoperatörssegmentet.

Partnerskapet med Ericsson ledde till att Flowscape under 2018 bytte försäljningsstrategi och beslutade att fokusera sin egen säljkår till Norden. Försäljning i övriga delar världen ska ske via bolagets partners. Nackdelen med denna strategi är att bolaget inte får full kontroll över det stora flertalet marknadsförings- och säljprocesser.

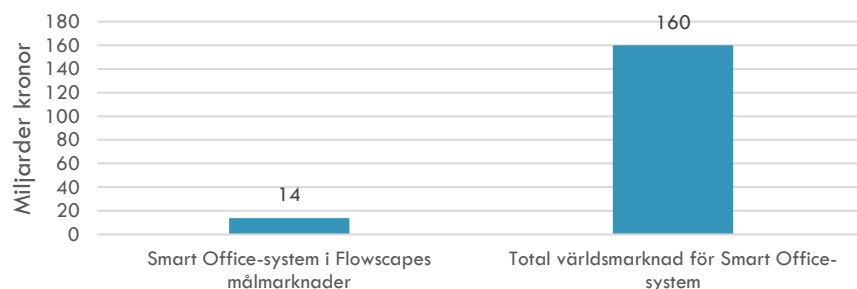
## Marknad

Flowscares system är en del av den digitaliserade kontorsmarknaden. Denna bedömdes av branschorganisation Smart Office ha ett totalt värde om 21 miljarder USD globalt år 2017. Detta marknadssegment väntas växa till omkring 40 miljarder USD år 2023, vilket motsvarar en årlig tillväxt om drygt 11 procent.

Ett sätt att beräkna den potentiella storleken på marknaden för Flowscape Smart Office är att utgå från att det finns 800 tusen personer som jobbar på kontor med fler än 100 anställda i Sverige. Baserat på en genomsnittlig abonnemangskostnad på 65 kronor per person, månad och användare summerar det till 624 miljoner kronor i årliga intäkter givet en hundra procentig marknadspenetration vad gäller licensintäkter i Sverige. Hårdvaran utgör cirka 40 procent av värdet på en större total leverans från Flowscape, räknat över hela kundsavtalets tidsperiod om tre år. Mjukvarulicenserna står för resterande omkring 60 procent av de totala intäkterna.

Ställer vi sedan den samlade globala bruttonationalprodukten om 84 740 miljarder USD (enligt en uppskattning av Världsbanken år 2018) i relation till Sveriges 551 miljarder USD vid samma tidpunkt och dessutom väger in uppgifter i prospektet från samgående mellan Crowdsoft och Flowscape i slutet av 2017 där Flowscares primära målmarknader angavs vara knappt nio procent av den totala potentiella globala marknaden får vi värden på den för bolaget potentiella marknaden vad gäller för smarta kontorssystem avseende det samlade värdet av leverans av installation av hårdvaran följt av tre års licensintäkter utslaget på tre år enligt nedanstående graf.

### Bedömning av potentiell marknad för smarta kontorssystem

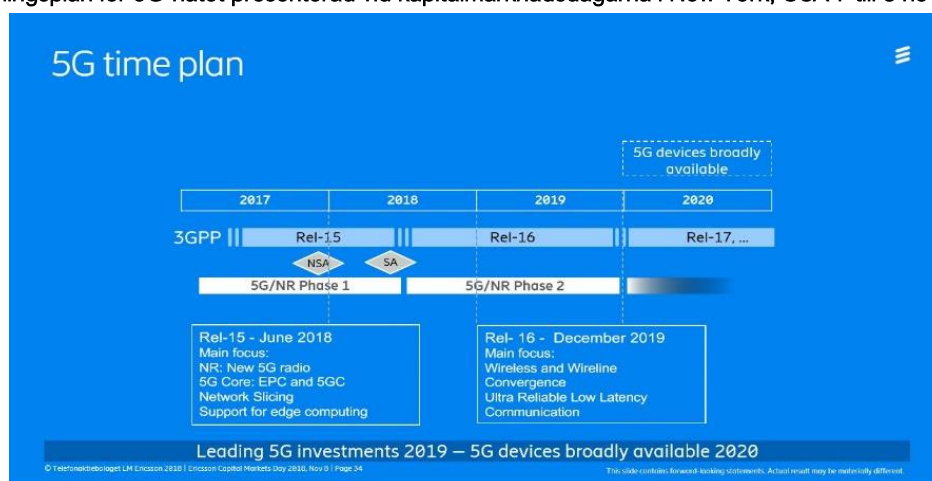


Källa: Carlsquare med grunduppgifter från Flowscape kring abonnemangspriser och antal möjliga användare.

Lanseringen av 5G standard globalt som Ericsson beräknar kommer att implementeras i full skala år 2020 innebär att byggnader kommer att utrustas med bredband med mycket hög prestanda med olika typer av lösningar.

Den nya tekniken öppnar upp för att använda applikationer som exempelvis kan ge fastighetsägarna information hur ytor i deras fastigheter används, liksom total och lokal energiförbrukning, temperatur och luftkvalitet etcetera. Det blir därmed intressant för fastighetsserviceleverantörer som Coor, en av Flowscapes kundreferenser, där Coor SmartFlow-lösning idag används av 55 000 kunder.

### Ericsson uttullningsplan för 5G-nätet presenterad vid kapitalmarknadsdagarna i New York, USA 7 till 8 november 2017



Källa: Ericsson

Än så länge omsätter inte Flowscape och dess konkurrenter mer än uppskattningsvis ett par miljarder kronor i årstakt, alltså endast någon procent av den potentiella världsmarknaden för smarta kontorssystem. Ett perspektiv är att Flowscapes befintliga licensbetalande kundbas (även om alla inte är svenskar) endast motsvarar ungefär fyra procent av den totala potentiella marknaden i Sverige.

Vi bedömer att penetrationsgraden för smarta kontorssystem kommer att bli störst i länder med en hög grad av IT-mognad som exempelvis Norden och övriga nordvästra Europa, men där potentialen i USA sannolikt heller inte ska underskattas. Den stora frågan är givetvis hur stor penetrationsgrad dessa smarta kontorssystem kommer att få globalt. Ganska avgörande på den punkten lär bli hur telekomföretagen och då främst operatörerna tar sig an försäljningsutmaningen inom segmentet smarta byggnader. Sannolikt kommer det att dröja bort mot 2022 - 2025 innan marknaden för smarta kontorssystem börjar nå en högre grad av mognad.

Den totala marknaden för smarta kontorssystem kan ställas i relation till större orders för Flowscape (så här långt) som den med Telenor värd 7,5 miljoner kronor över tre år eller en mindre order på cirka 20 rumspaneler till ett värde av omkring 150 tusen kronor.

Den relevanta marknaden för C-One är Situationsmedvetenhetsmarknaden som uppskattas vara värd 145 miljarder USD globalt. Vår bedömning är att C-One givet den svaga försäljningsutvecklingen denna produkt hittills har haft inte på kort sikt kommer att stå för någon större del av Flowscape-koncernens samlade intäkter. Bolaget har paketerat ihop C-One med en annan produkt med lansering till sommaren 2019.

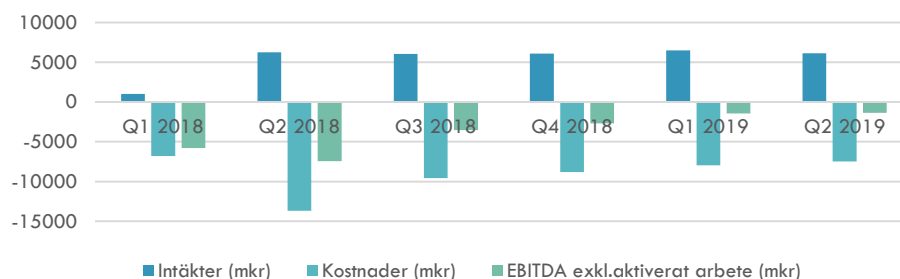
## Prognoser och värdering

En typisk affär för Flowscape utgörs till mellan 30 och 40 procent av hårdvaran, medan resterande 60 till 70 procent kan hänföras till mjukvaran som licensieras ut till kunden. Intäkterna periodiseras redovisningsmässigt över de kommande 36 månaderna. En mindre del av en annonserad affär från Flowscape tas direkt av den aktuella samarbetspartnern som försäljningsprovision och utförande av vissa delar av installationsarbetet.

Flowscares bruttomarginal är uppskattningsvis 30 procent på OTC-försäljning (installation), 50 procent på försäljning av själva hårdvaran och 80 procent på mjukvaran. Det innebär att bolagets bruttomarginal under det första försäljningsåret i en affär effektivt ligger på knappt 60 procent, för att öka till mellan 65 och 70 procent sett över hela affärens livslängd på tre år.

Finansiellt är det avgörande att Flowscape närmar sig en kassaflödesmässig break-even. Det kan illustreras med nedanstående diagram som visar koncernens Intäkter (exklusive aktiverade sådana), kostnader och EBITDA (rörelseresultat före avskrivningar) under de fyra kvartalen 2018 samt första och andra kvartalet 2019. Förlusten minskade från 5,8 miljoner kronor under första kvartalet 2018 till knappt 1,4 miljoner kronor i kvartal 2/2019. I/K-talet (Intäkter dividerat med kostnader) har förbättrats från 0,15 gånger kv1/2018 till 0,82 gånger, kvartal 2/2019. Företagets tidigare målsättning att nå kassaflödesmässig break-even-nivå vid mitten av år 2019 har alltså inte infriats. För det krävs omkring 20 procent högre intäkter (cirka 1,2 miljoner kronor) under något av de nästkommande kvartalen. Positivt var att kostnadsmassan sjönk med ytterligare 500 tusen kronor under andra kvartalet 2019.

### Närmar sig break-even- Flowscares I/K-tal kv 1/2018-kv 2/2019

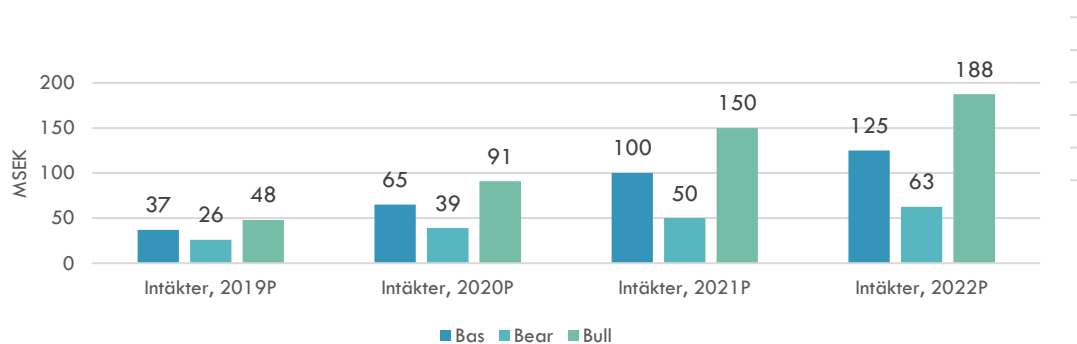


Källa: Bolagets finansiella rapporter.

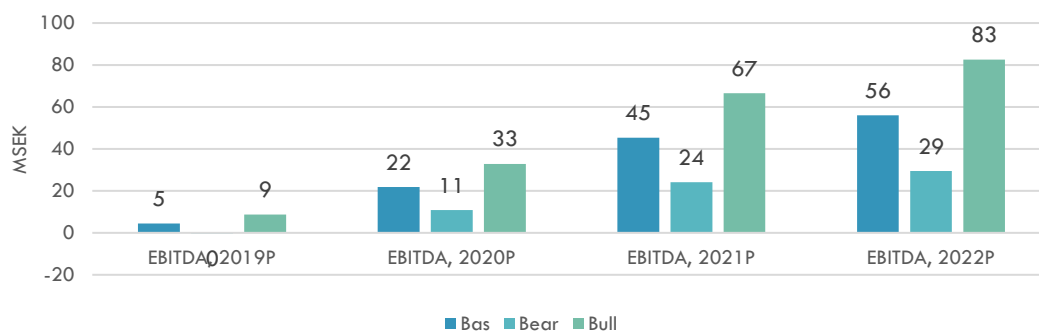
I nedanstående två grafer illustrerar vi våra tre värderingsscenarion; Bas, Bear och Bull vad gäller antagna intäkter och EBITDA (rörelseresultat före avskrivningar).

Vi reviderar nu vår intäktsprognos för helåret 2019 till 32 miljoner kronor i nettoomsättning (tidigare 38 miljoner kronor) samt 5 ½ miljoner kronor (tidigare 7 miljoner kronor) i aktiverat arbete och övriga intäkter. Det innebär att bolaget ska nå en nettoomsättning på 19,4 miljoner kronor under andra halvåret 2019.

### Prognoser, Intäkter



### Prognoser, EBITDA



Källa: Carlsquare.

Flowscape har nått intäkter på strax över 6 miljoner kronor de senaste tre kvartalen (kvartal 4/2018-kvartal 2/2019). Även om mycket är uppmuntrande, inte minst order från större koncerner med ett stort antal kontor i många länder, är bristen på tillväxten en liten besvikelse för oss. Vi hoppas och tror dock att det kommer att bli bättre varefter och räknar med cirka 19 ½ miljon kronor i nettoomsättning under andra halvåret 2019. Det skulle motsvara en ökning med drygt 50 procent jämfört med första halvåret 2019.

Goodwill skrivs av på fem år vilket gjort att huvuddelen av bolagets redovisade förlust de senaste tre kvartalen varit hänförlig till avskrivningar.

En sammanställning av de värderingsparametrar som vi valt att använda för våra bear-, bas- respektive bull-scenarion återfinns i tabellen DCF-värdering på nästa sida. Som framgår ger vårt basscenario ett värde på 0,17 kronor (tidigare 0,18 kronor). Det varierar sedan från 0,08 kronor per aktie i vårt Bear-scenario till 0,25 kronor per aktie i Bull-scenariot. Vi utgår från en kalkylränta om 15 procent, som är ett avkastningskrav baserat på eget kapital. Detta då Flowscape-koncernen endast hade en nettobelåning per 30 juni 2019 om cirka 2,6 miljoner kronor.

Mycket centralt för värderingen är tidpunkten när bolaget väntas nå break-even. Detta av två skäl; För det första att nuvärdet av vinster tidigare i kalkylen har ett högre värde. Men också och kanske viktigare för att bolaget då kan undvika utspädningseffekter i aktien i samband med en nyemission. Detta är något som styrelsen tidigare velat undvika- men där bolagsstämman har gett ett företagsledningen ett emissionsbemyndigande på maximalt 210 miljoner nya aktier att utnyttja vid behov. Givet 15 procent kursrabatt skulle alltså bolaget kunna ta in cirka 12 miljoner kronor i nyemitterat kapital och innebära en utspädning av nuvarande aktieägare med omkring 13 procent. Men en nyemission skulle givetvis kunna arrangeras som en företrädesemission.

Det eviga tillväxtantagandet i DCF-värderingen är 2,5 procent per år från och med år 2021 i bear-scenariot, 3,0 procent i basscenariot och 3,5 procent i bull-scenariot.

### DCF-värdering

	<b>Bear</b>	<b>Bas</b>	<b>Bull</b>
Wacc	15,0%	15,0%	15,0%
CAGR, 2019 – 2022p	34%	50%	57%
Tillväxt, evighetsvärde	2,0%	2,5%	3,0%
Antaget investeringsbehov år 2020, mkr	6,0	10,0	14,0
Rörelsevärde (EV), mkr	118,2	243,2	357,3
Nettokassa, mkr	-2,6	-2,6	-2,6
Aktievärde, mkr	115,6	240,6	354,8
Antal aktier efter utspädning, miljoner	1417,5	1417,5	1417,5
Värde per aktie, SEK	0,08	0,17	0,25
Implicit EV/Sales, 2020P	3,0x	3,7x	3,9x
Implicit EV/EBITDA, 2020P	10,7x	11,0x	10,8x

Källa: Carlsquare

## Disclaimer

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

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

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

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

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

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.