



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 5 May 2021

Exsitec Holding

Urstark marginal underbygger högre estimat

20% EBITA-marginal med potential för mer

Exsitec redovisade en justerad EBITA-marginal på 20% under Q1, vilket i våra ögon var mycket imponerande dels eftersom kvartalet typiskt inte brukar vara årets starkaste, och dels eftersom man genomfört och integrerat ett förvärv samt sjösat ett nytt tillväxtdrivande rekryteringsprogram. Detta samtidigt som man växer den justerade omsättningen med 31% yoy talar för att man har potential för mer.

Fortsatt hög tillväxt kan väntas

Organisk tillväxt i kvartalet uppgavs till 5%, vilket först såg ut som en liten besvikelse, men vi tror att den underliggande tillväxten är högre pga att förvärvade Millnet gissningsvis inte bidrog för fullt under kvartalet givet den pågående integrationen. Bolaget rapporterar också dubbelt så hög ordergång avseende nya projekt vs Q1 2020, vilket gör oss konfidenta i att tillväxten kommer öka under året.

Underbygger högre estimat och motiverat värde

Vi adderar förvärvade WooCode till prognoserna och drar därtill upp estimaten för tillväxt och lönsamhet något, eftersom bolaget under kvartalet visat att man kan kombinera hög tillväxt med marginalexpansion. Vi har också sett över våra avkastningskrav utifrån den risk vi ser i Exsitec, vilket i kombination med de högre prognoserna betyder att motiverat värde höjs till 161-163 kr (114-116). Låg risk.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)						Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	161.00 - 163.00	
EPS, just 21e	4.72	4.22	11.8%	Sales,m	292	457	526	606	Current price	SEK144.00
EPS, just 22e	5.39	5	7.8%	Sales Growth	11.6%	56.5%	15.1%	15.1%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	6.42	5.83	10.0%	EBITDA, m	54	76	89	105		
				EBIT, m	52.5	75.2	86.6	102.7		
				EPS, adj	4.29	4.72	5.39	6.42		
				EPS Growth	NM%	10.0%	14.1%	19.1%		
				Equity/Share	12.1	10.8	10.4	12.7		
				Dividend	1.40	1.90	2.30	2.70		
				EBIT Marginal	18.0%	16.4%	16.5%	17.0%		
				ROE (%)	32.9%	41.0%	49.9%	54.2%		
				ROCE	45.5%	57.7%	60.2%	98.2%		
				EV/Sales	5.81x	3.71x	3.23x	2.80x		
				EV/EBITDA	31.5x	22.2x	19.1x	16.2x		
				EV/EBIT	32.3x	22.6x	19.6x	16.5x		
				P/E, adj	33.5x	30.5x	26.7x	22.4x		
				P/Equity	11.9x	13.3x	13.9x	11.3x		
				Dividend yield	2.1%	1.3%	1.6%	1.9%		
				FCF yield	6.2%	3.1%	3.9%	4.5%		
				Net Debt/EBITDA	(1.1)g	0.2g	(0.2)g	(0.6)g		

Kommande händelser

Delårsrapport Q2 2021	2021-08-11
Delårsrapport Q3 2021	2021-11-10
Bokslutskommuniké 2021	2022-02-08

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	11.7m
Market cap	1,686
Nettoskuld	12
EV	1,697
Avg. No. of Daily Traded Sh.	47.0(k)
Reuters/Bloomberg	EXS.ST / EXS.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

oscar.holm@penser.se



Sammanfattning

Urstark marginal underbygger högre estimat

Investment Case

Exsitec levererar affärsstödjande IT-system med bas i externa programvaror som integreras till en helhet. Bolaget har utvecklat ett effektivt modulärt arbetssätt som innebär att man väljer ut de bästa programvarorna inom ett antal definierade applikationsområden och får dessa att fungera med varandra. Fördelen för de små och medelstora företag som utgör Exsitecs kundgrupp är att de på detta vis kan få en specialiserad lösning men till ett lägre pris än en helt skraddarsydd sådan. Inslaget av programvaruförsäljning med tillhörande support ger Exsitec en höglönsam och ökande återkommande intäktsbas, vilket skapar god visibilitet och starka kassaflöden.

Marknad med god tillväxt

Små och medelstora företag har ett stort digitaliseringsbehov och ligger efter de större företagen i detta avseende, vilket gör att investeringarna inom digitalisering kan förväntas vara höga under många år framöver. Svenska företags utgifter för mjukvara har vuxit med 11% per år de senaste tio åren, och molnbaserad mjukvara kan förväntas växa snabbare än så framöver, vilket innebär att det finns goda möjligheter för Exsitec att nå sitt tillväxtmål om 15% per år.

Långa kundrelationer och nätverkseffekter

Exsitec har en stor kundbas på drygt 1 100 kunder varav 75% varit kunder i mer än ett år och 1/3 i mer än fem år. Kundbortfall kan räknas i enstaka procent och den största enskilda kunden utgör 3% av omsättningen, vilket betyder god riskspridning och låg volatilitet i intjäningen. Bolagets affärsmodell kan också sägas ha inbyggda nätverkseffekter, då det är mindre sannolikt att en kund slutar använda en programvara som är integrerad med en annan, vilket minskar kundbortfallet för programvaruleverantören och därmed skapar mervärde för samtliga i kedjan.

Stabil bas av återkommande intäkter

27% av Exsitecs intäkter kommer idag från återkommande intäktskällor som programvaror och support, och denna andel har ökat stadigt över tid i takt med att fler programvaruleverantörer gått över från att sälja på licens till att erbjuda prenumerationsmodeller istället. Marginalen på programvaruförsäljning är >20%, vilket är väsentligt över marginalen på konsulttjänster, innebärande att de återkommande intäkterna förutom att ge god visibilitet även fungerar marginalstärkande. Därmed finns det goda förutsättningar för bolaget att leverera på eller t.o.m. överträffa sitt EBITA-marginalmål om 15%.

Starka kassaflöden möjliggör ökad tillväxt genom förvärv

Verksamheten är kapitallett med mycket låga investeringsbehov, och genererar därför starka kassaflöden. Dessa kan användas för att genomföra selektiva förvärv och därigenom öka tillväxten ytterligare.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde per aktie på 161-163 kr, där värderingen utgår från en kassaflödesvärdering i kombination med en relativvärdering. Risknivån bedömer vi som låg, vilket motiveras av en stor kundbas med lågt enskilt kundberoende, hög andel återkommande intäkter och en stark finansiell ställning. Ytterligare potential kan finnas på sikt om bolaget genomför fler värdeskapande förvärv.

Kvartalet i detalj

Exsitecs Q1 var lite svårdechiffrerat siffermässigt, då det innehöll såväl förvärv som justeringar. Redovisad nettoomsättning var 117 mkr, vilket betydde en ökning med 46% yoy, men denna siffra innehåller 12 mkr i engångsintäkter avseende ändring av förvärvade Millnets redovisningsprinciper för att matcha Exsitecs, så justerad nettoomsättning var därför 105 mkr (+31% yoy). Övriga rörelseintäkter påverkades också negativt av 3,3 mkr i reservering av tidigare intäktsfört stöd för korttidsarbete, som bolaget har en dialog med Tillväxtverket om.

Redovisad EBITA blev 21,7 mkr (motsvarande 18,6% marginal), men denna påverkades positivt av engångsintäkterna på 12 mkr och reserveringen på 3 mkr enligt ovan, men också negativt av engångskostnader om 8 mkr relaterade till förändringen av Millnets redovisningsprinciper. Nettot blev därmed en negativ påverkan på EBITA om knappt 1 mkr, innebärande att justerad EBITA kom in på 20,9 mkr (19,9% marginal).

Nedan syns i detalj utfall för kvartalet jämfört med våra estimat.

Avvikelseanalys Q1 (mkr)

	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Omsättning	117	109	7%	Påverkad av engångseffekter (se nedan)
Personalkostnader	(54)	(54)	0%	
Direkta kostnader	(27)	(21)	27%	Påverkad av engångseffekter (se nedan)
Övriga externa kostnader	(9)	(11)	-23%	Fortsatt lägre kostnader pga pandemin
EBITA	22	19	14%	Påverkad av engångseffekter (se nedan)
Nettoresultat	3	0	1077%	
EBITA-marginal	18,6%	17,4%	1,1%	Påverkad av engångseffekter (se nedan)
<u>Jämförelsestörande poster</u>				
Omsättning	(12)	-	n/a	Omklassificering intäkter Millnet B I
Övriga intäkter	(3)	-	n/a	Återföring intäkter avseende statligt stöd 2020
Direkta kostnader	(8)	-	n/a	Omklassificering kostnader Millnet B I
<u>Justerat</u>				
Omsättning	105	109	-4%	Lägre än väntat pga svagare organisk tillväxt
EBITA	21	19	10%	Pga mycket god kostnadseffektivitet
EBITA-marginal	19,9%	17,4%	2,5%	

Källa: Bolaget, EPB

Avseende den organiska tillväxten så förstår vi att Exsitec beräknat denna utifrån antagen förvärvad omsättning i Millnet B I, som redovisade en omsättning på 82 mkr under det senaste räkenskapsåret. 82 mkr betyder en teoretisk förvärvseffekt på 26% tillväxt i Q1 om vi antar att Millnets omsättning fördelas lika mellan årets kvartal, vilket implicit skulle betyda att organisk tillväxt för Exsitec blev 5% i kvartalet ($31 - 26 = 5$) om Millnets omsättning de facto var 20,5 mkr. Eftersom bolagen arbetar med samma programvaror och på liknande sätt är det inte orimligt att tro att förvärvet inneburit mycket arbete avseende integration från Millnets sida, för att säkerställa hur man arbetar i relation till Exsitec, vilket i våra ögon bör ha inverkat negativt på försäljningsarbetet. Gör man det enkla antagandet att Millnet presterat på 80% av "teoretisk" nivå och dessutom justerar för att Millnet förvärvades en vecka in i januari så landar vi i att den organiska tillväxten för Exsitec under Q1 kan beräknas till drygt 10% istället under ett sådant antagande. Därför ska man i vår bedömning inte läsa in alltför mycket i den angivna 5%-siffran.

Exsitecs traineeprogram är som bekant en starkt bidragande faktor till bolagets kostnadseffektiva rekryteringsmodell, som innebär lägre personalomsättning och bygger en stark företagskultur, till nytta för såväl tillväxt som marginaler. Traineeprogrammet har under kvartalet kompletterats med Exsitecs Konsultprogram, som är tänkt för konsulter med något eller några års erfarenhet och därmed fyller en lucka mellan traineeprogrammet och vanliga rekryteringar. I vår förståelse så krävs det att konsulterna i programmet bara stannar på bolaget några månader längre än vanliga rekryteringar för att investeringen i programmet ska vara värt det. Vi tror att det här kan

bli ett viktigt verktyg för att tillsammans med traineeprogrammet säkerställa fortsatt hög tillväxt för Exsitec, och det verkar också ha tagits emot väl av den första kullen.

Förvärv av WooCode

Under april förvärvades WooCode, som är en leverantör av e-handelslösningar och relaterade verksamhetsapplikationer, med kontor i Borås och Skövde. WooCode är specialister på Litium-plattformen, vilket är en programvara som Exsitec redan arbetar med idag. Vi förstår också att det finns vissa överlappande kunder. WooCode har drygt 30 anställda och omsatte 33 mkr under 2020. EBITA-marginalen ligger på 16%, vilket är i nivå med Exsitecs. Utifrån vår förståelse så är dock andelen programvaruintäkter lägre än Exsitecs, men då bolaget har ett relativt stort inslag förvaltnings- och underhållsavtal så är andelen återkommande intäkter ungefär i linje med Exsitec.

Köpeskillingen uppgår till 38,5 mkr som erläggs kontant vid tillträdet. Förvärvet förväntas av Exsitec bidra med 5 mkr i EBITA under 2021, och basis denna nivå i helårstakt motsvarar köpeskillingen en multipel på ~6x EBITA, vilket får anses mycket attraktivt med tanke på Exsitecs egen värdering. Finansiering sker genom banklån på 25 mkr och till resterande del med egen kassa. WooCode har 6 mkr i egen kassa, vilket betyder att Exsitec även efter förvärvet kommer ha en mycket stark finansiell ställning med en nettoskuld/EBITDA på låga 0,2x för 2021e.

Estimatförändringar

Vi har gjort en större översyn av våra estimat enligt följande:

- Förvärvet av WooCode har inkorporerats, vilket adderar ~7% till intjäningen
- Något högre estimat avseende antalet adderade kunder (nu 110-130 per år vs 90-100 tidigare) pga ökad kundbas, utökat erbjudande i tillväxtniches och bredare geografisk närvaro
- EBITA-marginalen höjs för 2021 pga den starka starten, och även något marginellt för 2023-2024 då bolaget visar att man kombinera hög tillväxt med hög marginal. För 2022 behåller vi dock marginalen oförändrad då vi tror att marknadsaktiviteterna kommer öka på allvar då efter att coronapandemin förhoppningsvis har klingat av
- Utdelningen höjs för samtliga år för att reflektera högre kassaflöde och matcha utdelningspolicyn

Sammantaget höjer vi intäktestimaten med 9% i snitt och EPS med 10% i snitt under prognosperioden. Nedan redovisas estimatförändringarna i detalj.

Estimatförändringar (mkr / kr)

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	457	526	606	696
Tillväxt	56%	15%	15%	15%
EBITA	75	87	103	122
EBITA-marginal	16,4%	16,5%	17,0%	17,5%
EPS, justerad (kr)	4,7	5,4	6,4	7,6
DPS (kr)	1,9	2,3	2,7	3,1

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	425	484	551	626
Tillväxt	45%	14%	14%	14%
EBITA	67	80	93	108
EBITA-marginal	15,8%	16,5%	16,9%	17,3%
EPS, justerad (kr)	4,2	5,0	5,8	6,8
DPS (kr)	1,9	2,2	2,4	2,8

Förändring i %	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	8%	9%	10%	11%
EBITA	12%	8%	10%	12%
EPS, justerad	12%	8%	10%	12%
DPS	0%	7%	13%	11%

Källa: EPB

Värdering

Utifrån de högre estimaten har vi sett över värderingen, med innebörden att motiverat värde justeras till **161-163 kr** från 114-116. Den stora förändringen underbyggs (förutom av de högre prognoserna avseende intjäningen) dels av att vi sänkt avkastningskravet i vår kassaflödesvärdering från 11,5% till 9,7% för att reflektera den låga risk vi ser i bolaget, och dels av att vi inte längre applicerar någon rabatt mot multiplarna för de mjukvarubolag som vi jämför Exsitecs programvaruintäkter med.

Det sistnämnda kan tyckas vara något aggressivt då Exsitec inte kontrollerar programvarorna och därmed heller inte prissättning m.m., men vi tycker att Exsitec allt tydligare visar att man kan skapa högkvalitativa och återkommande intäktsströmmar utan att för den skull äga egen mjukvara men genom att kombinera den på ett sätt som adderar minst lika mycket värde för kunden. Därför värderar vi 30% av Exsitecs intäkter till en EV/Sales-multipel på 8x 2022e (i.e. medianen för vår jämförelsegrupp) och resterande 70% till EV/EBIT på 17x (i.e medianen för noterade konsultbolag LTM) med en antagen marginal på 10%.

Givet ovanstående justeringar pekar vår kassaflödesvärdering på ett värde om 162 kr per aktie, medan relativvärderingen indikerar 161 kr.

Förvärvet av WooCode visar i våra ögon på att Exsitec kan fortsätta att köpa mindre verksamheter med god lönsamhet till väldigt attraktiva multiplar, och gör vi antagandet att man fortsätter att göra ett liknande förvärv per år (5 mkr EBITA, prislapp 6x EV/EBITA, finansierat med eget kassaflöde) så skulle man med en diskonteringsränta på 10% i teorin kunna addera 17 kr per aktie i värde, förutsatt att Exsitec fortsätter värderas till 23x EV/EBITA som för 2021e. Detta visar på den stora potentialen till värdeskapande som finns i bolaget, men som inte reflekteras i prognoserna.

Resultaträkning (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	126	138	178	262	292	457	526	606	696
Övriga intäkter	0	0	0	0	4	1	1	1	1
Kostnad sålda varor	0	0	0	-6	-8	-13	-15	-17	-19
Bruttovinst	126	138	178	257	289	445	512	589	678
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-101	-113	-147	-218	-234	-369	-423	-485	-554
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	0	0	0	0	-1	0	0	0	0
Extraordinära kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	25	25	31	38	54	76	89	105	124
Avskrivningar	-3	-3	-33	-36	-39	-59	-51	-35	-25
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	22	23	-2	2	15	17	38	70	99
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	22	23	-2	2	15	17	38	70	99
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Finansiella kostnader	0	0	-2	-1	-1	-1	-2	-2	-2
Resultat före skatt	22	23	-4	1	14	17	36	68	98
Skatter	-5	-6	-6	-8	-11	-15	-17	-21	-25
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	-1	-2	-2	-2
Nettoresultat (rapporterat)	17	17	-10	-7	3	0	17	45	71
Nettoresultat (justerat)	20	20	22	28	41	58	66	78	93

Balansräkning (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	7	3	135	118	80	152	103	70	48
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	0	0	4	4	4	7	6	6	7
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	7	4	139	122	85	160	111	78	56
Varulager	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Kundfordringar	17	18	34	46	47	66	76	87	100
Övriga omsättningstillgångar	11	17	15	23	25	43	49	56	65
Likvida medel	15	11	11	5	59	69	104	155	211
Summa omsättningstillgångar	43	46	61	74	132	178	229	299	377
SUMMA TILLGÅNGAR	50	50	200	196	217	338	340	377	432
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	20	20	101	92	142	127	121	149	187
Minoritetsintressen	0	0	7	7	6	7	9	10	13
Summa eget kapital	20	20	108	99	148	134	130	159	199
Långfristiga finansiella skulder	0	0	38	26	2	72	72	72	72
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	5	2	16	7	-3	-7
Summa långfristiga skulder	0	0	38	31	4	88	79	69	65
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	13	13	1	16	16	16	16
Leverantörsskulder	7	5	14	17	20	23	27	31	35
Skatteskulder	4	7	2	4	6	4	4	4	4
Övriga kortfristiga skulder	18	18	25	33	38	74	85	98	113
Summa kortfristiga skulder	30	30	54	67	65	117	132	148	168
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	50	50	200	196	217	338	340	377	432

Kassaflödesanalys (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	17	17	-10	-7	3	0	17	45	71
Icke kassaflödespåverkande poster	5	5	33	38	42	61	53	37	27
Förändringar i rörelsekapital	-1	-9	-7	-8	5	-5	-2	-2	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	20	13	16	23	49	56	68	80	96
Investeringar	-2	0	-11	-19	-1	-3	-2	-2	-2
Avyttringar	0	0	8	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	18	13	13	4	48	53	66	78	93
Utdelningar	-13	-17	0	0	0	-16	-22	-27	-33
Nyemission / återköp	0	0	3	0	47	0	0	9	0
Förvärv	0	0	0	0	0	-130	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	-12	-10	-40	97	-9	-9	-4
Kassaflöde	6	-4	4	-6	54	4	35	51	56
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-15	-11	40	34	-57	19	-16	-67	-123

Tillväxt och marginaler

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	34%	9%	29%	47%	12%	56%	15%	15%	15%
EBIT-tillväxt (adj)	61%	1%	18%	23%	43%	43%	15%	19%	19%
EPS-tillväxt, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10%	14%	19%	19%
Bruttomarginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal (adj)	20,1%	18,4%	17,3%	14,5%	18,4%	16,7%	16,9%	17,3%	17,8%
EBIT-marginal (adj)	19,8%	18,3%	16,8%	14,1%	18,0%	16,4%	16,5%	17,0%	17,5%
Skattesats	22%	22%	21%	23%	21%	21%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	109%	100%	35%	27%	33%	41%	50%	54%	52%
ROCE, justerad	475%	401%	38%	26%	46%	58%	60%	98%	154%
ROIC	99%	100%	15%	21%	27%	27%	32%	33%	34%
Investeringar, mkr	2	0	11	19	1	3	2	2	2
Investeringar / omsättning	2%	0%	6%	7%	0%	1%	0%	0%	0%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kundfordringar / omsättning	13%	13%	19%	18%	16%	14%	14%	14%	14%
Leverantörsskulder / omsättning	6%	4%	8%	7%	7%	5%	5%	5%	5%
Rörelsekapital / omsättning	-2%	3%	5%	6%	3%	2%	2%	2%	2%
Kapitalomsättningshastighet	2,9x	2,8x	1,4x	1,3x	1,4x	1,6x	1,6x	1,7x	1,7x

Finansiell ställning (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-15	-11	40	34	-57	19	-16	-67	-123
Soliditet	40%	40%	54%	50%	68%	39%	38%	42%	46%
Nettoskuldssättningsgrad	-78%	-58%	37%	35%	-38%	14%	-12%	-42%	-62%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	-0,6x	-0,4x	1,3x	0,9x	-1,1x	0,2x	-0,2x	-0,6x	-1,0x

Nyckeltal per aktie (kr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	n/a	n/a	n/a	n/a	0,29	0,00	1,40	3,71	5,81
EPS, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	4,29	4,72	5,39	6,42	7,65
FCF per aktie	n/a	n/a	n/a	n/a	4,12	4,53	5,65	6,41	7,62
Utdelning per aktie	n/a	n/a	n/a	n/a	1,40	1,90	2,30	2,70	3,10
Eget kapital per aktie	n/a	n/a	n/a	n/a	12,1	10,8	10,4	12,2	15,3
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	n/a	n/a	n/a	n/a	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2

Värderingsmultiplar

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	n/a	n/a	n/a	n/a	15,5x	30,5x	26,7x	22,4x	18,8x
P/EK	n/a	n/a	n/a	n/a	5,5x	13,3x	13,9x	11,8x	9,4x
P/FCF	n/a	n/a	n/a	n/a	16,1x	31,8x	25,5x	22,5x	18,9x
Direktavkastning	n/a	n/a	n/a	n/a	2,1%	1,3%	1,6%	1,9%	2,2%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	33%	40%	43%	42%	41%
EV/Sales	n/a	n/a	n/a	n/a	2,6x	3,9x	3,3x	2,8x	2,3x
EV/EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	14,0x	23,3x	19,6x	16,1x	13,2x
EV/EBIT (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	14,4x	23,6x	20,1x	16,5x	13,4x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	66,5	144,0	144,0	144,0	144,0
EV, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	756	1 778	1 743	1 692	1 636

Kvartalsdata (mkr)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Nettoomsättning	n/a	n/a	51	94	80	70	58	84	117
Övriga intäkter	n/a	n/a	0	0	0	0	0	4	-3
Kostnad sålda varor	n/a	n/a	-2	-2	-2	-2	-3	-2	-2
Bruttovinst	n/a	n/a	49	93	78	68	56	86	112
Försäljningskostnader	n/a	n/a							
Administrationskostnader	n/a	n/a							
Forskning- och utvecklingskostnader	n/a	n/a	-46	-78	-63	-63	-47	-67	-90
Övriga kostnader	n/a	n/a							
EBITDA	n/a	n/a	3	14	15	5	8	19	22
Avskrivningar	n/a	n/a	-10	-8	-10	-10	-10	-10	-15
Goodwillnedskrivningar	n/a	n/a	-2	-1	0	0	0	0	0
EBIT	n/a	n/a	-8	5	5	-4	-1	9	7
Jämförelsestörande poster	n/a	n/a	-2	-1	0	0	0	0	0
EBIT (justerad)	n/a	n/a	-10	4	5	-4	-1	9	7
Finansiella intäkter	n/a	n/a	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	n/a	n/a	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	n/a	n/a	-11	4	5	-5	-2	9	7
Skatter	n/a	n/a	-1	-3	-3	-3	-2	-4	-4
Minoritetsintressen	n/a	n/a	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	n/a	n/a	-11	1	2	-8	-3	5	3
Nettoresultat (justerat)	n/a	n/a	3	11	11	2	6	14	17
	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Omsättningsstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	15%	-11%	46%
EBIT-tillväxt (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	136%	36%	45%
Bruttomarginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal (justerad)	n/a	n/a	7%	15%	19%	8%	15%	23%	19%
EBIT-marginal (justerad)	n/a	n/a	-16%	5%	7%	-6%	-2%	11%	6%
Skattesats	n/a	n/a	-6%	83%	60%	-67%	-99%	43%	54%

Not: Finansiell data för 2019 baseras på Exsitecs reviderade koncernredovisning, inklusive fusionseffekt vid förvärv

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se