



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 9 June 2021

Exsitec Holding

En nordisk koncern är född

Förvärv av Vitari skapar marknadsledare i Sverige och Norge

Exsitec annonserade nyligen årets tredje och största förvärv i form av Norges största Visma-partner Vitari. Tillsammans med Exsitecs position som ledande Visma-partner i Sverige skapas därmed en koncern med position som nummer ett i båda länderna. Förvärvet ger en bra plattform för organisk tillväxt men också förvärv, eftersom den norska marknaden är mindre konsoliderad än den svenska.

Ytterligare geografisk expansion kan väntas

Det finns en tydlig logik för Exsitec i att förvärva Visma-partners utanför Sverige och vi tror att det på sikt finns potential för fler förvärv likt Vitari. Exsitec har idag närvaro på tre av Vismas fem största marknader (Norge, Sverige och Danmark), men saknar närvaro i Nederländerna och Finland som är #2 respektive #4 för Visma. Över tid är det därför inte osannolikt med förvärv i även dessa länder.

Nytt motiverat värde 176-178 kr

Vi adderar Vitari till prognoserna, vilket betyder 22% högre omsättning i snitt 2022-2024e men bara 10% högre EBITA pga Vitaris lägre marginaler. Dessa räknar vi dock på sikt kommer kunna höjas till Exsitecs nivå. Med anledning av de högre prognoserna höjer vi också motiverat värde till 176-178 kr (161-163). Ytterligare förvärv i linje med vad man presterat hittills kan addera >20 kr per aktie. Låg risk.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	176.00 - 178.00	
EPS, just 21e	5.13	4.72	8.7%	Sales,m	292	520	640	736	Current price	SEK191.40
EPS, just 22e	5.66	5.39	5.1%	Sales Growth	11.6%	77.9%	23.1%	14.9%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	6.62	6.42	3.1%	EBITDA, m	54	84	98	114		
				EBIT, m	52.5	83.4	96.7	112.4		
				EPS, adj	4.29	5.13	5.66	6.62		
				EPS Growth	NM%	19.5%	10.3%	16.9%		
				Equity/Share	11.2	22.2	22.3	23.7		
				Dividend	1.40	1.90	2.30	2.70		
				EBIT Marginal	18.0%	16.0%	15.1%	15.3%		
				ROE (%)	32.9%	30.4%	26.5%	29.9%		
				ROCE	45.5%	43.7%	36.5%	51.4%		
				EV/Sales	8.38x	4.71x	3.83x	3.33x		
				EV/EBITDA	45.5x	29.2x	25.0x	21.5x		
				EV/EBIT	46.7x	29.4x	25.3x	21.8x		
				P/E, adj	44.6x	37.3x	33.8x	28.9x		
				P/Equity	17.1x	8.6x	8.6x	8.1x		
				Dividend yield	2.1%	1.0%	1.2%	1.4%		
				FCF yield	6.2%	2.3%	3.0%	3.3%		
				Net Debt/EBITDA	(1.1)g	(0.1)g	(0.5)g	(0.9)g		

Kommande händelser

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

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	12.7m
Market cap	2,427
Nettoskuld	23
EV	2,450
Avg. No. of Daily Traded Sh.	13.7(k)
Reuters/Bloomberg	EXS.ST / EXS.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

oscar.holm@penser.se



Sammanfattning

En nordisk koncern är född

Investment Case

Exsitec levererar affärsstödande 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 över 2 500 företag och organisationer varav många varit kunder under flera år. Kundbortfall har historiskt räknats i enstaka procent, 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 kapittillätt 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 176-178 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 förvärv i linje med vad man presterat hittills kan addera >20 kr per aktie.

Förvärv av Vitari skapar en stark nordisk plattform

Under inledningen av juni förvärvades Vitari, som är Norges ledande partner till Visma. Precis som Exsitec arbetar man också med andra programvaror och integrerar dessa med produkterna från Visma. Vitari har drygt 1 500 kunder, 90 anställda och omsatte NOK 125m (vilket är i princip lika mycket i SEK) de senaste tolv månaderna. Andelen återkommande intäkter är nästan hälften av totalen, men EBITA-marginalen ligger bara på 8%, vilket är knappt hälften av Exsitecs. Intäkten per kund är också väsentligt lägre på drygt ~80 tkr vs ~350 tkr för Exsitec.

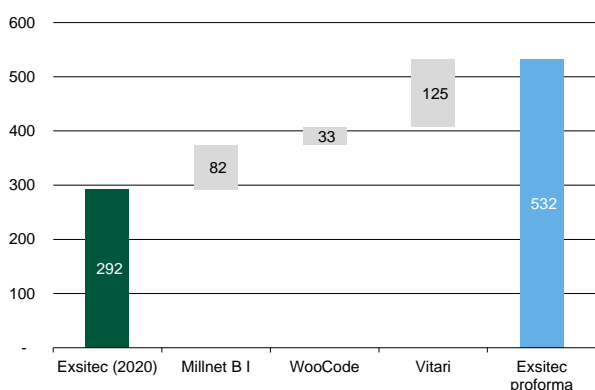
Marginalskillnaden är iögonfallande (särskilt i ljuset av Vitaris höga andel återkommande intäkter vilka tenderar att komma med högre marginaler), men utifrån vår förståelse så finns det goda utsikter för Exsitec att öka marginalen i Vitari till koncernens nivå, eftersom det inte finns något strukturellt i vare sig marknad eller bolag som gör att marginalen nödvändigtvis ska vara lägre. Vismas partnersida i Sverige är något mer konsoliderad än i Norge, där det enligt Exsitec finns tre aktörer som är ungefär lika stora som Vitari, vilket skulle kunna vara en indikation på hårdare konkurrens och därmed sämre förutsättningar att hålla höga marginaler. Studerar man dock lönsamheten hos de knappa 50 norska partners som redovisas på Vismas hemsida så finner man att drygt 20% har lönsamhet i nivå med eller över Exsitecs, vilket indikerar att högre lönsamhet än 8% faktiskt är görbart.

Exsitec tror också att man på sikt kan öka Vitaris marginaler genom att vässa tjänsteutbudet och bredda detta till fler lösningar och programvaror än affärssystem (vilket vi räknar med kommer driva ökad försäljning per kund) och samtidigt förbättra Vitaris kompetensförsörjning. Exsitec har ju varit mycket framgångsrika med sitt traineeprogram, och kan man implementera detta även i Norge så bör kostnadseffektiviteten kunna förbättras.

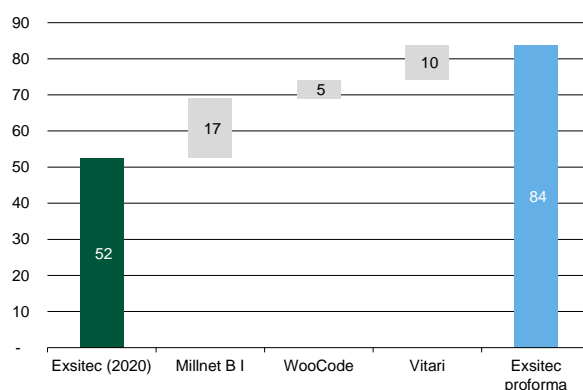
Köpeskillingen för Vitari uppgår till NOK 125m (~125 mkr) och då Vitari har en nettokassa på ~15 mkr motsvarar detta en EV/EBITA-multipel på 11,5x. Finansiering sker genom banklån på 45 mkr och till resterande del med egen kassa. Multipeln som Exsitec betalar är högre än den vi vant oss vid i de andra förvärv som annonserats i år, vilket vi dock tycker är motiverat givet Vitaris storlek och att det blir ett bra brohuvud in i Norge, men noterar också att om man kan höja marginalen till 15% (i linje med Exsitecs finansiella mål) så sjunker EV/EBITA-multipeln till ~6x. I och med att det inte finns något element av tilläggsköpeskillning så kommer också allt potentiellt värdeskapande från högre marginal tillfalla Exsitec.

Exsitec har sedan årsskiftet adderat ungefär 240 mkr i försäljning och 31 mkr EBITA i årstakt, vilket innebär att bolaget proforma nu omsätter omkring 530 mkr med ett EBITA-resultat på drygt 80 mkr.

Förvärvad omsättning 2021 (mkr)



Förvärvad EBITA 2021 (mkr)



Källa samtliga diagram: Bolaget, EPB

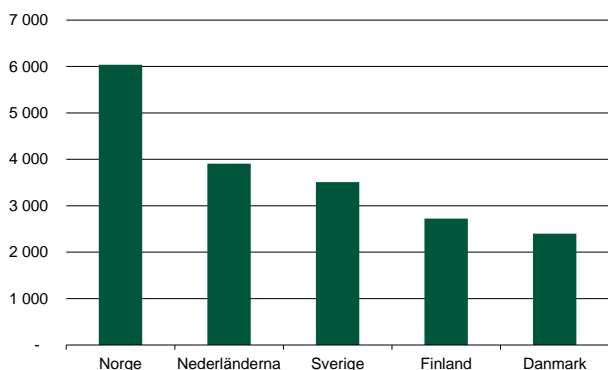
Ytterligare geografisk expansion är sannolik

Med Vitari får Exsitec en tydlig fot in i Norge som proforma kommer stå för drygt 20% av koncernens omsättning. I och med att Exsitec sedan tidigare har verksamhet i Danmark (som man i maj också blev helägare till) med en förväntad omsättning på 46 mkr i år så betyder detta att nästan en tredjedel av Exsitecs omsättning nu härrör från andra länder än Sverige. Därmed kan en nordisk koncern sägas vara född.

Vi tror dock att bolagets geografiska expansion inte är slut här, utan noterar att det fortfarande finns mycket att göra med utgångspunkt i hur Vismas intäkter är fördelade. Givet Exsitecs kompetens inom Visma är det i våra ögon rimligt att tro att man kommer fortsätta utvärdera förvärv av Visma-partners, och i vår bedömning ligger expansion i Danmark samt etablering i Finland närmast till hands. Jämför man Vismas intäkter per land – som en proxy för hur mycket potentiell marknad det finns att ta för en partner till Visma – med Exsitecs intäkter per land så finner man snabbt att bolaget skulle kunna öka intäkterna i såväl Danmark som Norge med 5x för att nå samma relativa marknadsposition som i Sverige, och att Finland är en marknad som skulle kunna representera 250-300 mkr i möjliga intäkter för Exsitec (se grafer nedan).

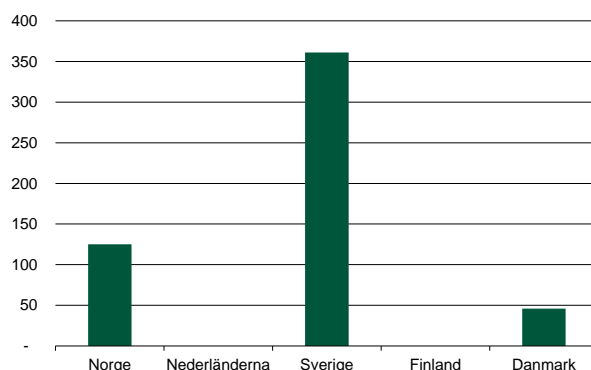
En annan intressant observation är också att Vismas andra största marknad faktiskt inte är ett nordiskt land utan Nederländerna. Därmed är det därför inte osannolikt att Exsitec på sikt även etablerar sig här, vilket med samma logik som ovan är en marknad värd potentiellt 400 mkr för bolaget.

Visma: försäljning per marknad 2020 (NOKm)



Källa: Visma, EPB

Exsitec: försäljning per marknad (mkr)



Källa: Bolaget, EPB

Estimatförändringar

Vi adderar Vitari till våra prognoser, vilket betyder höjda estimat för omsättningen med 14% för 2021e och 22% i snitt för 2022-2024, samt 10% för EPS respektive 9% i snitt. Givet vårt förtroende för bolagets förmåga att öka marginalerna i Vitari så räknar vi med att EBITA-marginalen i Vitari isolerat kan höjas med 200 bps per år, vilket betyder att man först efter prognosperiodens slut når Exsitecs marginalmål.

Nedan redovisas estimatförändringarna i detalj.

Estimatförändringar (mkr / kr)

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	520	640	736	846
Tillväxt	78%	23%	15%	15%
EBITA	83	97	112	132
EBITA-marginal	16,0%	15,1%	15,3%	15,6%
EPS, justerad (kr)	5,1	5,7	6,6	7,8
DPS (kr)	1,9	2,3	2,7	3,1

Tidigare 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	5,1	6,1	7,3
DPS (kr)	1,9	2,3	2,7	3,1

Förändring i %	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	14%	22%	21%	21%
EBITA	11%	12%	9%	8%
EPS, justerad	10%	10%	8%	8%
DPS	0%	0%	0%	0%

Källa: EPB

Värdering

Utifrån de högre estimaten har vi sett över värderingen, med innebörden att motiverat värde justeras till **176-178 kr** från 161-163.

Som vi skrivit om tidigare finns det en stort inneboende dolt värde i Exsitec om man kan fortsätta att köpa fina verksamheter till attraktiva multiplar, vilket man i år verkligen har visat att man är kapabel till. Nedan redovisar vi en något mer förfinad analys av detta potentiella värde, som pekar på åtminstone 25 kr per aktie om man spenderar tillgängligt kassaflöde på förvärv (och alltså inte använder någon ytterligare finansiell hävstång, vilket det torde finnas goda möjligheter till i våra ögon).

Även om Exsitec i våra ögon troligen kommer realisera delar av eller t.o.m. hela detta dolda värde över tid, då det är bolagets ambition att fortsätta med selektiva förvärv, ska det dock påpekas att värdet är högst teoretiskt och i sig beroende av en hög multipel för Exsitec. Detta innebär att man kan förledas in i cirkelresonemang om man drar logiken alltför långt, för det hypotetiska värdet ökar ju högre Exsitecs egen värdering är så länge man håller den antagna förvärvsmultipeln konstant. Skulle vi t.ex. sätta Exsitecs egen EV/EBITA-multipel till 20x så sjunker det potentiella förvärvsvärdet till 14 kr per aktie.

Potentiellt värdeskapande genom förvärv givet dagens värdering (mkr)

Nettokassa UB 2021e	7
Akkumulerat kassaflöde 2022-2024e efter utdelning	153
Tillgänglig kassa för förvärv	160
EV/EBITA-multipel snitt 2021	8x
Möjlig förvärvad EBITA	21
Exsitec EV/EBITA 2021e	29x
Multipeldifferens	22x
Värdeskapande (förvärvad EBITA * multipeldifferens)	451
Diskonteringsränta	10%
År att diskontera	3,5
Diskonterat värde	326
Utestående aktier (miljoner, inkl utspädning)	13,2
Per aktie (kr)	25
i % av dagens kurs	13%

Källa: EPB

Resultaträkning (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	126	138	178	262	292	520	640	736	846
Övriga intäkter	0	0	0	0	4	1	1	1	1
Kostnad sålda varor	0	0	0	-6	-8	-14	-18	-20	-23
Bruttovinst	126	138	178	257	289	506	623	716	823
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-101	-113	-147	-218	-234	-422	-526	-602	-690
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	84	98	114	134
Avskrivningar	-3	-3	-33	-36	-39	-46	-51	-51	-51
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	22	23	-2	2	15	38	47	63	83
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	22	23	-2	2	15	38	47	63	83
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Finansiella kostnader	0	0	-2	-1	-1	-2	-3	-3	-3
Resultat före skatt	22	23	-4	1	14	37	45	61	81
Skatter	-5	-6	-6	-8	-11	-17	-19	-23	-27
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	17	17	-10	-7	3	20	25	38	54
Nettoresultat (justerat)	20	20	22	28	41	65	75	87	103

Balansräkning (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	7	3	135	118	80	272	222	173	123
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	0	0	4	4	4	7	8	9	11
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	280	232	184	136
Varulager	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Kundfordringar	17	18	34	46	47	77	85	97	112
Övriga omsättningstillgångar	11	17	15	23	25	50	55	63	72
Likvida medel	15	11	11	5	59	140	179	236	293
Summa omsättningstillgångar	43	46	61	74	132	267	319	397	478
SUMMA TILLGÅNGAR	50	50	200	196	217	547	551	581	614
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	20	20	101	92	142	281	283	301	319
Minoritetsintressen	0	0	7	7	6	0	0	0	0
Summa eget kapital	20	20	108	99	148	281	283	301	319
Långfristiga finansiella skulder	0	0	38	26	2	117	117	117	117
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	0	0
Summa långfristiga skulder	0	0	38	31	4	133	124	117	117
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	13	13	1	16	16	16	9
Leverantörsskulder	7	5	14	17	20	27	30	34	39
Skatteskulder	4	7	2	4	6	4	4	4	4
Övriga kortfristiga skulder	18	18	25	33	38	86	96	110	126
Summa kortfristiga skulder	30	30	54	67	65	133	145	163	178
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	50	50	200	196	217	547	551	581	614

Kassaflödesanalys (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	17	17	-10	-7	3	20	25	38	54
Icke kassaflödespåverkande poster	5	5	33	38	42	46	51	51	51
Förändringar i rörelsekapital	-1	-9	-7	-8	5	-7	-1	-2	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	20	13	16	23	49	59	75	87	102
Investeringar	-2	0	-11	-19	-1	-3	-2	-3	-3
Avyttringar	0	0	8	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	18	13	13	4	48	56	72	84	99
Utdelningar	-13	-17	0	0	0	-18	-24	-29	-36
Nyemission / återköp	0	0	3	0	47	137	0	9	0
Förvärv	0	0	0	0	0	-242	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	-12	-10	-40	142	-9	-7	-7
Kassaflöde	6	-4	4	-6	54	75	39	57	57
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-15	-11	40	34	-57	-7	-46	-103	-167

Tillväxt och marginaler

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	34%	9%	29%	47%	12%	78%	23%	15%	15%
EBIT-tillväxt (adj)	61%	1%	18%	23%	43%	59%	16%	16%	18%
EPS-tillväxt, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	20%	10%	17%	18%
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%	16,1%	15,3%	15,5%	15,8%
EBIT-marginal (adj)	19,8%	18,3%	16,8%	14,1%	18,0%	16,0%	15,1%	15,3%	15,6%
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%	30%	26%	30%	33%
ROCE, justerad	475%	401%	38%	26%	46%	44%	37%	51%	76%
ROIC	99%	100%	15%	21%	27%	16%	18%	21%	24%
Investeringar, mkr	2	0	11	19	1	3	2	3	3
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%	15%	13%	13%	13%
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	1,4x	1,2x	1,3x	1,4x

Finansiell ställning (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-15	-11	40	34	-57	-7	-46	-103	-167
Soliditet	40%	40%	54%	50%	68%	51%	51%	52%	52%
Nettoskuldssättningsgrad	-78%	-58%	37%	35%	-38%	-3%	-16%	-34%	-52%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	-0,6x	-0,4x	1,3x	0,9x	-1,1x	-0,1x	-0,5x	-0,9x	-1,3x

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	1,59	1,92	2,87	4,08
EPS, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	4,29	5,13	5,66	6,62	7,83
FCF per aktie	n/a	n/a	n/a	n/a	4,12	4,44	5,70	6,37	7,54
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	22,2	22,3	22,8	24,2
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	n/a	n/a	n/a	n/a	12,2	13,2	13,2	13,2	13,2

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	37,3x	33,8x	28,9x	24,5x
P/EK	n/a	n/a	n/a	n/a	5,5x	8,6x	8,6x	8,4x	7,9x
P/FCF	n/a	n/a	n/a	n/a	16,1x	43,1x	33,6x	30,1x	25,4x
Direktavkastning	n/a	n/a	n/a	n/a	2,1%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	33%	37%	41%	41%	40%
EV/Sales	n/a	n/a	n/a	n/a	2,6x	4,8x	3,9x	3,3x	2,8x
EV/EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	14,0x	30,0x	25,3x	21,3x	17,6x
EV/EBIT (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	14,4x	30,2x	25,6x	21,5x	17,8x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	66,5	191,4	191,4	191,4	191,4
EV, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	756	2 518	2 479	2 422	2 358

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 grunda sig 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 fondhandlarföreningens 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