



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 25 October 2021

## XMReality

## Åter till tillväxt

## Q3 - något lägre ARR än vi väntat oss


XMRealitys nettoomsättning i Q3'21 uppgick till 5,4 mkr (4,6) och EBIT -7 mkr (-4,4). ARR, som i vår mening är det viktigaste måttet, ökade till 18,5 mkr (15,1). ARR ökade q/q med 1 mkr. Tillväxten i Q3 är normalt sett det svagaste kvartalet på grund av semesterfrånvaro. Givet att en del av de ARR-intäkter som förlorades från deras största kund i Q2 återtog i Q3, räknade vi dock med en något högre siffra.

## God försäljningspipeline

På den positiva sidan har mässor startat igen efter pandemin. De har historiskt varit en betydande försäljningskanal för XMReality. Vidare upprepar bolaget att försäljningspipelinen ligger kvar på den högre nivån som uppnåddes under pandemin. Vi sänker dock våra estimat något då de tre första kvartalen har uppvisat en långsammare tillväxt än vår förväntan.

## Behåller motiverat värde

Vi behåller vårt motiverat värde om 6,25–6,75, då de nya estimaten fortsatt indikerar en värdering i detta intervall. Vi står fast vid vår bedömning att det svaga Q2 var en anomali och tillväxten i Q3 ger oss stöd i den uppfattningen. Uppsidan till vårt motiverade värde är alltså stor och risken är fortsatt hög.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning				
	Nu	Förr			20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	6.25 - 6.75		
EPS, just 21e	-0.64	-0.63	-2.7%	Sales,m	21	25	35	52	Current price	SEK3.73		
EPS, just 22e	-0.4	-0.3	-31.0%	Sales Growth	73.7%	20.2%	42.9%	45.4%	Riskenivå	High		
EPS, just 23e	-0.06	-0.06	0.0%	EBITDA, m	(24.2)	(26.3)	(17.6)	(1.3)	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 			
Kommande händelser				EBIT, m	(24.5)	(26.3)	(17.7)	(2.6)				
				EPS, adj	(0.60)	(0.64)	(0.40)	(0.06)				
				EV/Sales	4.35x	3.62x	2.53x	1.74x				
				EV/EBITDA	(3.7)x	(3.4)x	(5.1)x	(71.1)x				
Kvartalsrapport 17/2 -22				EV/EBIT	(3.7)x	(3.4)x	(5.1)x	(35.0)x	<div>Analytiker</div>			
				P/E, adj	(6.2)x	(5.8)x	(9.4)x	(62.4)x				
				Net Debt/EBITDA	2.5g	1.4g	0.0g	25.4g				
Bolagsfakta (mkr)												
			Antal aktier				40.9m					
			Market cap				153					
			Nettoskuld				(63)					
			EV				90					
			Free Float				76.00%					
			Avg. No. of Daily Traded Sh.				90.0(k)					



# Sammanfattning

## Åter till tillväxt

### Investment Case

#### SaaS-bolag med bruttomarginaler över 90 % motiverar hög värdering

SaaS-modellen premieras kraftigt på aktiemarknaden vilket ses i SaaS-bolagens värderingar. Vi anser att en hög värdering är befogad av framförallt fyra anledningar. Skalbarheten är väldigt stor då XMReality säljer mjukvara med bruttomarginaler nära 100 % vilket gör att bolaget kan växa mycket snabbt och lönsamt. För det andra minskar tröskeln för bolag att använda XMRealitys tjänster då den initiala kostnaden är låg, vilket möjliggör snabbare tillväxt. För det tredje ger SaaS-modellen väldigt stabila intäkter. Då abonnemangen löper vidare automatiskt måste kunden aktivt agera för att affären *inte* ska fortsätta löpa på. Det är den exakta motsatsen till det normala där parterna måste agera för att affären ska bli av. Slutligen innebär modellen att intäkter avstås idag för att erhållas i framtiden, vilket innebär att dagens värdering blir artificiellt hög för XMReality jämfört med andra bolag som inte använder SaaS-modellen.

#### Stark strukturell tillväxt i marknaden

XMReality befinner sig på två marknader med stark strukturell tillväxt. Den ena är Field Service som av Allied Market Research beräknas växa årligen med drygt 15 % fram till år 2025. Den andra marknaden är mjukvara inom Augmented Reality för industriella företag som av Mordor Intelligence beräknas växa årligen med hela 48 % fram till år 2025.

#### Ny VD har förbättrat bolaget

Bolaget har fått en riktig covid-19-boost men vi bedömer att en stor del av förklaringen till bolagets starka utveckling under år 2020 är den nye VD:n Jörgen Remmelg och det avtryck han satt i företaget. Vi bedömer att han genom att satsa på utveckling av skalbarhet och enkel användning, samt sälja till stora företagskunder, har förbättrat XMRealitys utsikter.

#### Konkurrenter har köpts ut till högre värdering

XMReality har få noterade direkta konkurrenter. Däremot har utköp gjorts av företag som är väldigt lika XMReality. Ett uppköp av företaget Ubimax gjordes i somras med en EV/Sales-multipel om 15x och i december 2019 gjordes ett uppköp av Stroom med en av oss uppskattad EV/S-multipel om 22–28x. XMReality handlas för närvarande till en kraftig rabatt mot utköpen.

### Värdering

Genom en DCF-modell har vi kommit fram till vårt motiverade värde för XMReality om 6,25–6,75 kr per aktie. Vi har även genomfört peer-värderingar som indikerar att XMReality kan värderas ännu högre än 6,25–6,75 kr, vilket ger oss ökad konfidens i att aktien bör uppvärderas från dagens nivåer.

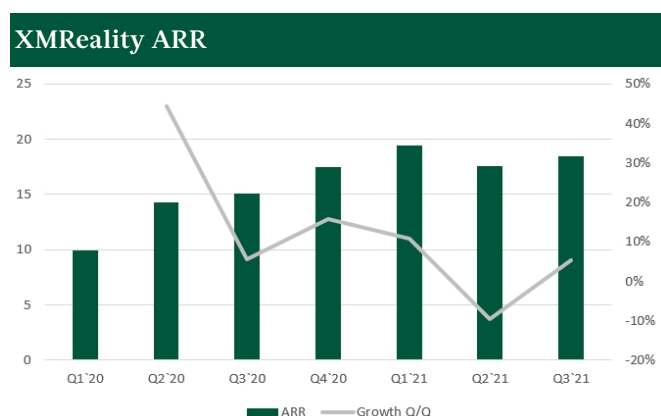
Vi räknar med en omsättnings-CAGR om 34 % från 2020–2025. Under 2023 räknar vi med att XMReality vänder till vinst på EBITDA-nivå och 2024 till vinst efter skatt. Bruttomarginalen räknar vi med håller sig över 90 % under hela prognosperioden.

Bolaget har idag en nettokassa i förhållande till bolagsvärdet på nästan 40%. Den förhållandevis stora nettokassan bedömer vi innebär att bolaget bör nå positivt kassaflöde före kassan är slut. Vi anser således risken för nyemission och aktieutspädning som relativt låg.

## Q3

XMReality har under kvartalet tecknat avtal med Tekniska Verken och Anheuser-Busch. Tekniska Verken är en kommunal kund och vi ser en möjlighet till fler avtal inom detta segment framöver. Anheuser-Busch är världens största bryggerikoncern och har tecknat ett ramavtal för Europa. Potentialen för merförsäljning är betydande då nuvarande ordervärde är långt ifrån vad en implementering i hela organisationen skulle motsvara.

Tillväxten q/q för ARR om ca 1 mkr är egentligen god givet att tillväxten det tredje kvartalet normalt sett är lägre än övriga kvartal. Men som ses av diagrammet nedan är ARR fortfarande något lägre än i Q1'21. Givet att en del av de licenser som förlorades till deras största kund i Q2 återtogs i Q3, räknade vi med en något högre tillväxt. Den sekventiella tillväxten ger oss dock ökad konfidens i att den betydande reduceringen av licenser i Q2 var en anomali och att tillväxten kommer att fortsätta.



### Avtal Microsoft

XMReality har anslutit sig till Microsofts partnernätverk. Avtalet innebär att XMReality kan integreras i Microsofts globala ekosystem samt marknadsföra XMReality Remote Guidance i Microsofts kanaler. Vad exakt detta innebär är i nuläget inte helt klarlagt. Men i princip alla bolag använder sig idag av Microsoft genom exempelvis Office 365-paketet. En möjlighet kan vara att XMRealitys mjukvara kan integreras med några av dessa funktioner, för att exempelvis lagra information om genomförda åtgärder och strukturera upp användningen. Användarvänligheten bör i det scenariot öka för kunderna.

Få aktörer är starkare inom mjukvara för B2B än Microsoft och vi är positiva till partneravtalet. I nuläget är det oklart vad det kommer att innebära gällande intäkter, men att kunna marknadsföra sig i Microsofts kanaler är lovande.

### Estimatiförändringar

Vi sänker våra omsättningsestimater något då tillväxten inte har ökat i den takt vi räknade med under 2021. Sänkningen är dock relativt marginell då vi genomförde en större reducering av estimaten vid förra kvartalsrapporten. Vi bedömer fortfarande att Q4 bör bli relativt starkt då det är ett säsongsmässigt starkt kvartal.

## Estimatförändringar

Old estimates	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
---------------	-------	-------	-------	-------	-------

Revenue	26	40	56	72	88
EBITDA	-26	-13	1	11	18

New estimates	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
---------------	-------	-------	-------	-------	-------

Revenue	25	35	52	71	90
EBITDA	-26	-18	-1	9	16

Difference	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
------------	-------	-------	-------	-------	-------

Revenue	-3%	-11%	-7%	-2%	2%
EBITDA	-	-	-	-17%	-11%

## Resultaträkning & kassaflöde

### Resultaträkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	5	7	10	12	21	25	35	52
Övriga intäkter	3	7	7	6	2	2	1	1
Kostnad sålda varor	4	3	3	1	2	2	2	2
Bruttovinst	4	11	14	16	21	25	35	51
Övriga externa kostnader	6	18	17	20	20	24	23	25
Personalkostnader	8	14	21	20	20	22	24	27
Övriga rörelsekostnader	0	0	2	0	1	0	1	1
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>-9</b>	<b>-21</b>	<b>-26</b>	<b>-23</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>	<b>-13</b>	<b>-2</b>
Avskrivningar	1	2	4	4	5	5	5	5
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	1
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>	<b>-18</b>	<b>-7</b>
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	1
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>	<b>-18</b>	<b>-6</b>
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	1
Finansiella kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>	<b>-18</b>	<b>-5</b>
Skatter	0	0	0	0	0	0	-1	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	1
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>	<b>-19</b>	<b>-4</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>	<b>-19</b>	<b>-4</b>

### Kassaflödesanalys

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	-10	-23	-30	-27	-25	-26	-19	-4
Icke kassaflödespåverkande poster	0	-2	5	4	3	3	4	4
Förändringar i rörelsekapital	1	4	2	1	0	0	0	1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-9</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	<b>-15</b>	<b>1</b>
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-9</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	<b>-15</b>	<b>1</b>
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	34	53	20	0	0	0	0	0
Förvärv	-3	-7	-5	-5	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>-8</b>	<b>-28</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	<b>-15</b>	<b>1</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	1
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>-22</b>	<b>-46</b>	<b>-38</b>	<b>-9</b>	<b>-60</b>	<b>-37</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>

## Balansräkning

### Balansräkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Balanserade utgifter, utvecklingsarbeten	7	13	15	16	13	11	10	10
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	1	2	1	0	1	1	1	1
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
Varulager	1	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	5	2	4	5	6	9	12	14
Övriga omsättningstillgångar	0	1	0	0	0	0	0	0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0	1	2	1	1	1	2	2
Likvida medel	22	46	38	9	27	57	42	43
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>28</b>	<b>49</b>	<b>44</b>	<b>16</b>	<b>34</b>	<b>67</b>	<b>56</b>	<b>59</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>35</b>	<b>63</b>	<b>59</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>79</b>	<b>67</b>	<b>70</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>								
Bundet kapital	3	10	13	15	13	11	10	10
Fritt eget kapital	27	57	34	5	19	51	42	47
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>30</b>	<b>67</b>	<b>48</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>62</b>	<b>52</b>	<b>57</b>
Långfristiga finansiella skulder	2	2	0	0	0	0	0	0
Övriga skulder till kreditinstitut	0	0	1	0	0	0	0	0
Skulder till koncernföretag	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Skulder till kreditinstitut	0	1	1	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	1	3	3	2	3	3	3	3
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	4	6	9	12	14	16	18
Övriga Kortfristiga skulder	0	1	1	1	1	1	1	1
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>21</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>33</b>	<b>73</b>	<b>53</b>	<b>32</b>	<b>48</b>	<b>79</b>	<b>71</b>	<b>78</b>

## Nyckeltal

	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	-6,2	-10,1	-25,9
P/EK	0,1	2,1	2
P/FCF	-7	-11	227
Direktavkastning	0%	0%	5%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	5%
EV/Sales	0,2	0,1	0,1
EV/EBITDA	9,2	9,7	7,7
EV/EBIT	10,6	12,1	9,1
Aktiekurs, årets slut			
EV, årets slut			

## Tillväxt och marginaler

	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	-17%	31%	23%
EBIT, tillväxt	-32%	-12%	33%
EPS just, tillväxt	-52%	-19%	34%
EBITDA marginal	2%	1%	1%
EBIT marginal	2%	1%	1%
Skattesats	21%	21%	21%

## Lönsamhet

	2021E	2022E	2023E
ROE	19%	15%	19%
ROCE	19%	15%	19%
ROICE			

## Investeringar

	2021E	2022E	2023E
Investeringar	20	20	20
Investeringar/omsättning	0,50%	0,40%	0,30%
Försäljning- och administrationskostnader/omsättning	1,80%	1,20%	1,10%
Varulager/omsättning	0,00%	0,00%	0,00%
Kundfordringar/omsättning	1,40%	1,30%	1,20%
Leverantörsskulder/omsättning	0,20%	0,20%	0,20%
Röreskapital/omsättning	2,20%	1,90%	1,70%
Kapitalomsättningshastighet	8,9	8,7	10,3

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 målfaldigas 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 Instru-ment 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](http://www.penser.se)