



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 11 November 2021

Ayima

Stark tillväxt under Q3'21

Stark tillväxt under Q3

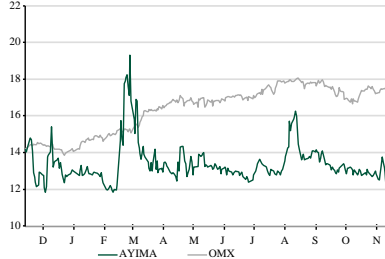
Ayima redovisade en omsättning under Q3 på 42,9 mkr (30,4 mkr) motsvarande 41% tillväxt y/y. Intäkter från sökmotoroptimering uppgick till 19,6 mkr (16,2) och betald media till 18,6 mkr (9,5), vilket motsvarar en tillväxt om 21% respektive 96%. Den starka tillväxten inom betald media satte press på bruttomarginalen som var 51% jämfört med våra förväntningar om 59%.

God kostnadskontroll och lönsamhet

EBITDA uppgick till 4,7 mkr (4,8) vilket är i linje med föregående års resultat men bättre än våra estimat om 2,0 mkr. Den stora skillnaden kommer av klart lägre personalkostnader än vad vi förväntade oss och visar på att de kostnadsbesparingar Ayima genomfört burit frukt. Vi ser positivt på detta då kontinuerligt god lönsamhet är den nyckelfaktor vi tror kommer skapa aktieägarvärde.

Nytt motiverat värde 18-19 kr

Överlag tycker vi att Ayima levererar en bra rapport med tillväxt inom samtliga regioner och affärsområden under god lönsamhet. Till följd av att bolaget uppvisat starkt lönsamhet under hela 2021 höjer vi våra estimat för 2021 och 2022 vilket leder till att vi justerar upp motiverat värde till 18 - 19 kr från tidigare 17 - 18 kr.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	18.0 - 19.0
EPS, just 21e	2.06	1.63	26.2%	Omsättning, mkr	140	161	179	200	Aktiekurs	SEK12.1
EPS, just 22e	0.88	0.58	50.6%	Tillväxt	(17)%	14%	12%	11%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	1.22	1.22	0.0%	EBITDA, mkr	20.0	17.1	19.1	21.6	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
Kommande händelser				EBIT, mkr	5	9	10	14		
				EPS, justerad	0.6	2.1	0.9	1.2		
				EPS tillväxt	(176)%	261%	(57)%	38%		
Delårsrapport Q4 2022-2-24				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	3.6%	5.9%	5.7%	6.8%		
				ROE	4.9%	8.3%	9.2%	11.3%		
Bolagsfakta (mkr)				EV/Sales	0.7x	0.6x	0.5x	0.5x		
				EV/EBITDA	4.8x	5.6x	5.0x	4.4x		
				EV/EBIT	19.2x	10.2x	9.4x	7.0x		
Antal aktier				7m	P/E, justerad	21.1x	5.8x	13.7x	9.9x	
Börsvärde				87	Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Nettoskuld				9	FCF yield	13.6%	12.6%	(3.0)%	6.6%	
EV				96	Nettosk./EBITDA	0.4g	0.5g	(0.1)g	(0.3)g	
Daglig handelsvolym, snitt				30(k)	<div>Analytiker</div>					
Reuters/Bloomberg				AYIMAb.ST/AYIMAB:SS						



Sammanfattning

Stark tillväxt under Q3'21

Investment Case

Ayima är verksamma på en marknad som historiskt visat god tillväxt och förväntas uppvisa tvåsiffrig tillväxt de kommande åren, främst drivet av ökad online-närvaro och digitalisering. Med ett attraktivt och konkurrenskraftigt erbjudande som återspeglas i Ayimas prestigefyllda kundportfölj bestående av globala ledare tror vi att Ayima står väl rustade för att ta sig an nya projekt. Under första halvåret 2021 har Ayima vunnit kontrakt på över 50 mkr, vilket är den högsta siffran i företagets historia.

Utöver god marknadstillväxt befinner sig Ayima i ett intressant läge där pandemin påskyndat ett arbete med att skala ned fasta kostnader och man står nu redo att skörda frukterna av dessa åtgärder. Tillsammans med ett ökat fokus på kärnverksamheten sökmotoroptimering, som historiskt visat klart högre lönsamhet än övriga verksamheter, ser vi goda möjligheter för marginalexpansion kommande år. Sammantaget ser vi att de åtgärder Ayima genomfört under de senaste kvartalen talar för att det värsta ligger bakom dem och att de senaste årens utveckling inte speglar den framtida utvecklingen.

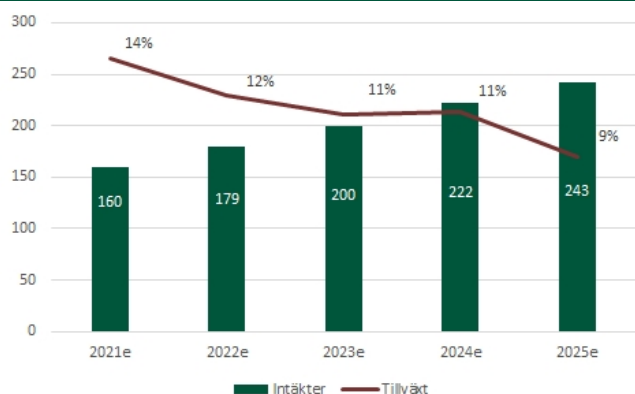
Värdering

För att värdera Ayima har vi använt oss av en kassafödesvärdering i kombination med en relativvärdering bestående av svenska IT-konsulter. För kassafödesvärderingen har vi använt en WACC på 12% där vi adderat 4% i bolagsspecifik risk vilket vi anser tar hänsyn till bolagets storlek och olönsamma historik. Kassafödesvärderingen ger ett värde om 19 kronor per aktie.

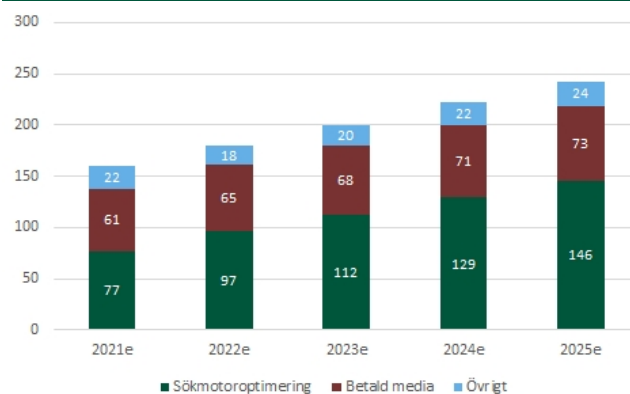
Som komplement har vi använt oss av en relativvärdering där vi jämfört Ayima med svenska IT-konsulter. För att ta hänsyn till Ayimas transformation har vi applicerat genomsnittliga EV/EBIT- och P/E-multiplar på 2023e och diskonterat till dagens värde. För EV/EBIT har vi använt 8,5 och för P/E 12, vilket ger ett värderingsintervall om 17,5–19,5 kronor per aktie.

Ayima i grafer

Intäkter och tillväxt 2021 - 2025e (mkr)

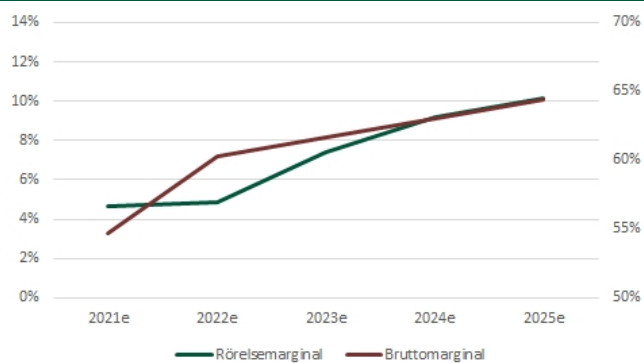


Intäkter 2021 - 2025e (mkr)



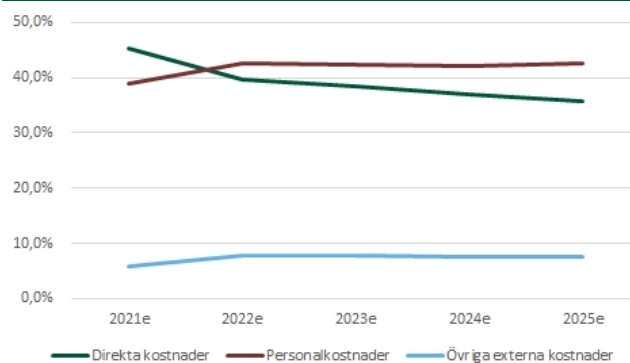
EPB

Brutto- och rörelsemarginal 2021 - 2025e



EPB

Kostnader i förhållande till intäkter 2021 - 2025e



EPB

EPB

Kvartalet i detalj

Omsättningen i kvartalet uppgick till 42,9 mkr (30,4) främst drivet av en stark ökning av intäkterna från betald media. Då betald media stod för 43% av intäkterna i Q3 sjönk bruttomarginalen till 51% jämfört 62% Q3 2020. Bruttomarginalen inom betald media är klart lägre än övriga tjänster Ayima erbjuder och vi tolkar därför inte nedgången som någon negativt utan en följd av stark tillväxt inom betald media.

Ayima har tidigare kommunicerat att fokus ligger på att öka intäkterna från tjänster med högre marginal och i kvartalet signerades kontrakt till ett värde om 24,5 mkr där majoriteten är hänförbart till dessa. Effekten av detta kommer att börja synas i Q4 och bolaget förväntar sig således att bruttomarginalen kommer att studsa tillbaka i slutet av året.

Kostnaderna i kvartalet uppgick till 17,2 mkr (17,7) och ligger på en stabil nivå jämfört föregående år. Bolaget ser att kostnaderna framöver förväntas öka något till följd av nyrekryteringar och löneökningar men att detta inte kommer ha en större inverkan på lönsamheten.

Intäkter från USA och Kanada uppgick i kvartalet till 21,3 mkr (17,3), vilket motsvarar en tillväxt om 23%. I Storbritannien uppgick intäkterna till 21,5 mkr (13,1) vilket innebär en tillväxt om 64%. Ayima signerade några större avtal i Storbritannien i kvartalet men framöver förväntas USA och Kanada driva tillväxten.

Business update

I samband med kvartalsrapporten lämnade Ayima en business update där det framgår att så här långt in i Q4 har bolaget vunnit kontrakt till ett värde om 12,8 mkr. En stor del av detta är hänförbart till ett amerikanskt företag som valt att utöka sitt samarbete med Ayima till att inkludera sökmotoroptimering, betald media och innehållsproduktion. Vi anser att detta återigen visar att Ayima besitter ett bra rykte i branchen och att de innehar ett konkurrenskraftigt erbjudande.

Avvikelseanalys

Nedan summeras utfallet i kvartalet med våra estimat. Intäkterna var i stort sett i linje medan lönsamheten var klart över våra estimat. Den stora skillnaden ligger i klart lägre personalkostnader än vad vi estimerat.

Parameter	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Intäkter	42,9	41,0	5%	
EBITDA	4,7	2,0	135%	Lägre kostnader
EBIT	2,7	(0,2)	-1450%	Lägre kostnader
EPS	1,0	(0,1)	-1211%	Lägre kostnader

Estimatförändringar

Nedan summeras de estimatjusteringar vi genomfört efter kvartalet. Vi sänker estimaten för bruttomarginalen något till följd av högre andel betald media i kvartalet. Störst justering gör vi av personalkostnaderna då vi bedömer att de kostnadsbesparingar som genomförts kan anses vara långvariga. Detta leder till högre lönsamhet för 2021 samt 2022.

Nya estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	160	179	200
Tillväxt	14%	12%	11%
EBIT	9,4	10,2	13,6
Rörelsemarginal	5,9%	5,7%	6,8%
EPS	2,06	0,88	1,22

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	158	179	200
Tillväxt	13%	12%	11%
EBIT	7,0	7,0	13,0
Rörelsemarginal	4,4%	3,9%	6,5%
EPS	1,63	0,58	1,20

Förändring i %	2021e	2022e	2023e
Omsättning	1%	0%	0%
EBIT	34%	46%	5%
EPS	26%	52%	2%

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	130	183	169	140	161	179	200
Kostnad sålda varor	-61	-86	-68	-50	-76	-71	-79
Bruttovinst	69	97	101	91	84	108	120
Försäljningskostnader	-60	-72	-79	-60	-58	-76	-85
Administrationskostnader	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-24	-28	-18	-14	-10	-13	-14
EBITDA	-16	-2	4	17	17	19	22
Avskrivningar	-2	-5	-12	-12	-8	-9	-8
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerad)	-18	-8	-8	5	9	10	14
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-18	-8	-8	5	9	10	14
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	0	0	-5	-2	-3	-2	-2
Resultat före skatt	-18	-8	-13	3	6	8	12
Skatter	0	0	0	0	-1	-2	-3
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-18	-8	-13	3	5	7	9
Nettoresultat (justerat)	-18	-8	-13	3	5	7	9

EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	23	39	42	38	41	41	41
Övriga immateriella tillgångar	14	30	35	28	29	31	33
Materiella anläggningstillgångar	3	3	2	1	1	1	2
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	7	8	13	14	14	14	14
Summa anläggningstillgångar	46	79	93	81	85	88	91
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	17	25	23	18	21	27	28
Övriga omsättningstillgångar	9	12	10	6	5	9	9
Likvida medel	1	4	6	8	5	15	22
Summa omsättningstillgångar	26	41	38	31	31	51	59
SUMMA TILLGÅNGAR	73	120	131	112	116	139	150
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	46	41	54	54	65	71	80
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	46	41	54	54	65	71	80
Långfristiga finansiella skulder	1	27	0	7	2	2	2
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	2	22	8	13	13	13
Summa långfristiga skulder	2	29	22	15	14	14	14
Kortfristiga finansiella skulder	5	11	7	3	0	0	0
Leverantörsskulder	11	17	24	12	12	16	17
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	9	23	25	29	25	38	39
Summa kortfristiga skulder	25	51	56	43	37	54	56
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	73	120	131	112	116	139	150

EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoreultat (rapporterat)	-18	-8	-13	3	5	7	9
Icke kassaflödespåverkande poster	2	5	12	12	8	9	8
Förändringar i rörelsekapital					8	-7	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-16	-3	-1	15	21	9	17
Investeringar	-5	-7	-5	-2	-10	-12	-11
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-21	-10	-6	13	12	-3	6
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-21	-10	-6	13	12	-3	6
Omräkningsdifferenser i likvida medel	-20	-6	0	20	17	13	28

EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Omsättningstillväxt	41%	-7%	-17%	15%	12%	11%
EBIT-tillväxt, justerad	-56%	6%	-157%	99%	8%	34%
EPS-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	38%	7%	39%
Bruttomarginal	53%	60%	65%	53%	60%	60%
EBITDA-marginal (justerad)	-1,4%	2,4%	14,6%	10,6%	10,7%	10,8%
EBIT-marginal (justerad)	-4,2%	-4,8%	3,4%	5,8%	5,7%	6,8%
Skattesats	22%	22%	22%	22%	22%	22%

EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
ROE, justerad	n.m	n.m	n.m	24%	9%	11%
ROCE, justerad	n.m	n.m	n.m	12%	12%	14%
ROIC	n.m	n.m	n.m	6%	7%	9%
Investeringar / omsättning	3%	3%	2%	5%	5%	4%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	40%	46%	43%	36%	42%	42%
Varulager / omsättning	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
Rörelsekapital / omsättning	7%	14%	14%	7%	10%	9%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,3x	1,2x	1,4x	1,3x	1,3x

EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoskuld	25	16	7	9	-1	-7
Soliditet	34%	41%	48%	55%	51%	53%
Nettoskuldsättningsgrad	n.m	7%	1%	1%	0%	0%
Nettoskuld / EBITDA	n.m	4,0x	0,4x	0,6x	-0,1x	-0,3x

EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EPS, rapporterad	-0,54	-0,47	-0,15	2,06	0,88	1,22
EPS, justerad	-1,07	-1,72	0,59	0,83	0,88	1,22
FCF per aktie	-1,32	-0,77	1,69	1,57	-0,38	0,82
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	5,5	7,2	7,3	8,7	9,6	10,8
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	5,4	6,6	7,2	7,2	7,2	7,2

EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
P/E, justerat	-11,7x	-7,3x	20,9x	15,1x	14,1x	10,2x
P/EK	2,3x	1,7x	1,7x	1,4x	1,3x	1,2x
P/FCF	-9,4x	-16,2x	7,4x	7,9x	-32,8x	15,3x
FCF-yield	-11%	-6%	14%	13%	-3%	7%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	0,6x	0,6x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	-40,6x	25,4x	6,0x	5,9x	5,3x	4,7x
EV/EBIT, justerat	-13,2x	-12,4x	20,9x	10,8x	10,0x	7,5x
Aktiekurs, årets slut	17,5	10,4	12,5	12,1	12,1	12,1
EV, årets slut	120	84	97	97	86	80

EPB

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 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 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