



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 27 Januari 2022

Physitrack

Starkt avslut på 2021

God tillväxt

Physitrack redovisade en omsättning om 2,4m EUR (0,9m) under Q4'21, vilket motsvarar en tillväxt om 165% y/y. Proforma tillväxten uppgick till ca 47%. Justerad EBITDA uppgick till 0,8m EUR (0,4m) och motsvarar en marginal om 32% (41%). Den lägre marginalen jämfört med föregående år förklaras av tidigare gjorda förvärv. Återkommande intäkter uppgick till 71% av totala intäkter. Churnen uppgick till 1,5%, att jämföra med 1,8% i Q3'21.

Nytt förvärv

Physitrack förvärvar amerikanska PTcourses.com, en utbildningssajt för fysioterapeuter. Köpeskillingen uppgår till 1,8m USD och finansieras med egen kassa. För 2021 förväntas bolaget redovisa en omsättning om 0,6m USD med en justerad EBITDA-marginal om 16%. På kort sikt leder förvärvet till en lägre marginal på gruppnivå, men förväntas över tid gynnas av synergier och närma sig Physitracks mål om 40-45% inom tre år.

Bibehåller motiverat värde

Bolaget fortsätter leverera enligt plan där helåret slutade i linje med våra estimat. Med ett nytt förvärv och ny tjänst breddar bolaget dess utbud av tjänster och tar ännu ett steg till att bli en helhetsleverantör. Bolaget kommer dessutom att lansera en ny tjänst under 2022, vilket möjliggör fler inkomstkällor och goda möjligheter att leverera enligt plan. Vi bibehåller vårt motiverade värde om 83-85 kronor. Medelrisk.

Kommande händelser		Prognos (EUR)				Värde och risk		
Delårsrapport Q1 2022	2022-05-26		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	83.0 - 85.0
Delårsrapport Q2 2022	2022-08-25							
Delårsrapport Q3 2022	2022-11-24	Omsättning, mkr	8	12	15	18	Aktiekurs	€5.2
Bokslutskommuniké 2022	2023-02-28	Tillväxt	153%	52%	25%	23%	Riskenivå	Medium
		EBITDA, mkr	2.6	4.0	5.6	7.3		
		EBIT, mkr	1	2	4	6		
		EPS, justerad	0.1	0.1	0.2	0.3		
		EPS tillväxt	(16)%	128%	39%	40%		
		EK/aktie	1.4	1.5	1.7	1.9		
		Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
		EBIT-marginal	14.0%	21.2%	27.2%	31.0%		
		ROE	6.6%	9.0%	11.5%	14.2%		
		ROCE	5.4%	8.0%	12.7%	16.8%		
		EV/Sales	9.2x	6.0x	4.8x	4.0x		
		EV/EBITDA	27.5x	17.6x	12.6x	9.7x		
		EV/EBIT	65.6x	28.5x	17.8x	12.7x		
		P/E, justerad	90.3x	40.1x	29.0x	20.1x		
		P/EK	3.6x	3.5x	3.1x	2.7x		
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
		FCF yield	2.4%	3.8%	6.5%	7.0%		
		Nettosk./EBITDA	(5.3)g	(2.5)g	(2.2)g	(2.1)g		



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 27 Januari 2022

Sammanfattning

Starkt avslut på 2021

Investment Case

Physitrack tillhandahåller en global SaaS-baserad teknisk plattform för virtuell vård och patienthantering på distans inriktad mot fysioterapi (sjukgymnastik). Bolaget opererar i den digitala marknaden för hälsovård som växer snabbt och där covid-19 snabbade på utvecklingen. Physitrack har byggt upp en stark position inom nischmarknaden digital fysioterapi, vilket gör det svårt för konkurrenter att komma in i nischen. Givet att affären är byggd på SaaS-abonnemang och Physitrack redan har en hög lönsamhet, innebär detta att modellen har en hög förutsägbarhet sett till resultatet. Bolaget har dessutom breddat sitt erbjudande och gått in i en ännu större marknad, Virtual Care.

Marknad med god tillväxt

Den digitala marknaden för hälsovård växer snabbt och covid-19 kom att öka takten i denna utveckling. Ett växande vårdbehov kommer att driva tillväxten för digital hälsovård i många år framöver. Physitrack har byggt en stark position inom nischmarknaden digital fysioterapi, vilket gör det svårt för konkurrenter att komma in i nischen. Den digitala telerehabiliteringsmarknaden förväntas ha en CAGR på 13,5% fram till 2027.

God lönsamhet trots sin korta historia

Affären är byggd på SaaS-abonnemang och Physitrack har redan hög lönsamhet trots att bolaget är relativt nystartat. Abonnemangsmodellen innebär en hög förutsägbarhet i resultatet. Återkommande intäkter uppgår till 84% och kundbasen är stabil med en churn rate under 2%. Bolaget har dessutom på senare tid breddat sin portfölj genom att erbjuda virtuell fysioterapi och preventiv friskvård (Virtual Care).

Starka kassaflöden möjliggör ökad tillväxt genom förvärv

Verksamheten är kapitallätt och genererar starka kassaflöden. I kombination med en stark finansiell position har bolaget möjlighet att göra ytterligare förvärv vilket kan ske utan nyemission av aktier.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde per aktie på 83-85 kr, där värderingen utgår ifrån en relativvärdering med stöd av en kassaflödesvärdering. Risknivån bedöms som medel, vilket trots sin höga andel återkommande intäkter som bidrar till starka och stabila kassaflöden, låga churn samt starka balansräkning, motiveras av dess korta historik på börsen och storlek. Vi ser ytterligare potential om bolaget genomför värdeskapande förvärv, vilket inte är inräknat i vår kalkyl.

Motiverat värde

83 - 85 kr

Kvartalet i detalj

Starkt kvartal med god tillväxt i samtliga underliggande verksamheter. Proforma tillväxten för det fjärde kvartalet uppgick till ca 37% y/y. Ser vi till de underliggande enheterna så växte Virtual Care (Rehabplus och Fysiotest) mest sett till den procentuella utvecklingen, dock ska påpekas att dessa kommer från en relativt låg nivå i absoluta tal. Även Physitrack, som får ses som ankaret i gruppen, växte i det fjärde kvartalet med 47% y/y. Enligt våra beräkningar är detta drivet av både en god utveckling i antalet användare (+14%) men även ARPU (+29%) jämfört med samma period föregående år.

Den justerade EBITDA-marginalen under det fjärde kvartalet uppgick till 32%, att jämföra med 41% för samma period föregående år. Den lägre marginalen jämfört med föregående år förklaras av tidigare gjorde förvärv.

Återkommande intäkter och churn rate uppgick till 71% respektive 1,5% under Q4'21. Churn rate förbättrades ytterligare under det fjärde kvartalet och kan jämföras med 2,1% i Q2'21 samt 1,8% i Q3'21. Den nedåtgående trenden i churn rate tyder på att bolaget aktivt jobbar med att hela tiden förbättra sitt utbud och minimera kundbortfall vilket vi ser positivt på.

Physitrack Access

Vidare meddelar bolaget att man är i slutstadiet att lansera en ny tjänst, Physitrack Access. Tjänsten innefattar en egenutvecklad modell framtagna internt av individer med erfarenhet inom elitidrotten. Den riktar sig främst mot företag och dess anställda med målet att öka individers välmående på arbetsplatsen och på så sätt förebygga olika typer av arbetsskador.

Förvärvar PTcourses.com

Vidare meddelar bolaget att man förvärvar den Texas-baserade utbildningssajten för fysioterapeuter och arbetsterapeuter. Köpeskillingen uppgår till 1,8 m USD och finansieras med egen kassa, motsvarande 3x sales. PTcourses.com omsatte 2021 0,6 m USD med en justerad EBITDA-marginal om 16%. På kort sikt leder förvärvet till en lägre marginal på gruppnivå, men förväntas över tid gynnas av synergier och närma sig Physitracks mål om 40-45% inom tre år.

Bolaget grundades 1996 och har genom årens gång utbildat mer än 60 000 fysioterapeuter och arbetsterapeuter. Detta innebär att bolaget i snitt har utbildat 2 400 studenter per år. Tanken med förvärvet är att bredda sitt utbud av tjänster och på så sätt bli en helhetsleverantör gentemot kunder.

Slutsats

Vi ser positivt på förvärvet av PTcourse.com där Physitrack stärker sin konkurrensfördel genom att erbjuda fler typer av tjänster till sina kunder. Vi ser även detta som en typ av marknadsföringskanal och möjlighet att sälja mer av Physitracks andra tjänster till kunder på sikt. Givet att man under utbildningen kommer använda sig utav Physitracks plattform, bedömer vi att det blir mer av ett naturligt val av nyutbildade terapeuter att använda sig av samma typ av verktyg som vid utbildningen. Dock bedömer vi att förvärvet mer ska ses som en "value-add" tjänst snarare än ett bolag som ska bidra med ytterligare tillväxt. Vidare ser vi även positivt på bolagets fortsatta produktutveckling och lanseringen av Physitrack Access. Förutom att detta skapar fler möjligheter till nya inkomstkällor, ser vi det även som en "riskminimerare" i form av att bolaget inte är beroende av ett fåtal inkomstkällor.

Avvikelseanalys 2021

Nedan följer en avvikelseanalys och kommentarer om utfallet för 2021 jämfört med våra estimat.

	EPB			Kommentar
	Utfall	estimat	Diff	
Intäkter	7 720	7 501	3%	Högre intäkter från Physitrack och Rehabplus
Admin. kostnader	(5 140)	(4 992)	3%	
EO kostnader	(1 575)	(1 466)	7%	Högre kostnader av engångskaraktär i samband med förvärv
EBITDA	1 005	1 043	-4%	Drivet av högre EO kostnader
Nettoreultat	(544)	(549)	-1%	
Justerad EBITDA	2 580	2 509	3%	
Just. EBITDA-marginal	33,4%	33,5%	0,0%	

Estimatförändringar

Vi lägger till det senaste förvärvet av PTcourse.com men bibehåller i övrigt våra övriga estimat sen tidigare. Vi har antagit att PTcourse.com växer med ekonomin i stort men antagit att marginalen kommer förbättras väsentligt till 2025 baserat på bolagets guidance.

Nya estimat	2022e	2023e	2024e	2025e
Omsättning	11 760	14 670	17 985	22 405
Tillväxt	52%	25%	23%	25%
EBITDA, justerad	4 043	5 634	7 331	9 829
EBITDA-marginal, just.	34,4%	38,4%	40,8%	43,9%
EPS, justerad (EUR)	0,1	0,2	0,3	0,4
DPS (EUR)	-	-	-	-
Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e	2025e
Omsättning	10 951	13 821	17 093	21 464
Tillväxt	46%	26%	24%	26%
EBITDA, justerad	3 901	5 421	7 043	9 564
EBITDA-marginal, just.	35,6%	39,2%	41,2%	44,6%
EPS, justerad (EUR)	0,1	0,2	0,2	0,4
DPS (EUR)	-	-	-	-
Förändring i %	2022e	2023e	2024e	2025e
Omsättning	7%	6%	5%	4%
EBITDA, justerad	4%	4%	4%	3%
EPS, justerad	5%	4%	4%	3%
DPS	-	-	-	-

Värdering

För att värdera Physitrack använder vi oss av en relativvärdering med stöd av kassaflödesvärdering. Avseende relativvärderingen tar vi fortsatt avstamp i hur noterade SaaS-bolag värderas, men gör även en avstämning mot hur noterade "digital health"-bolag värderas.

Många faktorer talar för att Physitrack fortsatt bör ha en premie mot andra SaaS-bolag. Nedan följer några av argumenten:

- Återkommande intäkter är ca 85% av total intäkterna och lönsamheten är fortsatt hög
- Fortsatt låg churn rate vilket indikerar på en trögrörlig kundbas
- Fortsatt stark finansiell position vilket skapar möjlighet till ytterligare förvärv
- Ledningen äger fortsatt en stor del av bolaget och vill undvika utspädning

Givet att bolaget dock är relativt litet och har ett kortare "track-record" antar vi för enkelhetens skull att dessa tar ut varandra och att Physitrack kommer att värderas i linje med andra SaaS-bolag som har liknande tillväxt och EBITDA-marginaler.

Ser vi till värderingen för övriga SaaS-bolag värderas dessa till en EV/EBITDA-mutipel om 21x samt 7x Sales på 2023 års estimat. Med dessa multiplar ges ett spann i motiverat värde om 79-85 kronor.

Vår kassaflödesvärdering indikerar ett motiverat värde per aktie om dryga 95 kronor.

Relativvärdering

	Market Cap (SEKm)	EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA margin		EBITDA- Growth
		2022e	2023e	2022e	2023e	2021	2022e	2022e
SaaS bolag								
Carasent	2 764	5,7x	n.a.	17,1x	n.a.	34%	33%	43%
Admicom	3 781	11,2x	9,8x	24,4x	20,9x	48%	46%	19%
Fortnox	27 646	21,7x	16,7x	48,1x	34,7x	44%	45%	38%
Lime Technology	3 834	8,6x	7,4x	25,4x	21,6x	34%	34%	18%
Kahoot	17 353	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21%	29%	158%
Karnov	6 019	4,7x	4,1x	14,1x	12,7x	42%	34%	25%
Upsales	1 204	9,7x	7,5x	39,3x	27,3x	22%	25%	47%
CSAM	1 687	3,5x	2,7x	16,5x	11,3x	21%	21%	54%
Formpipe	2 109	4,5x	4,1x	18,6x	15,7x	27%	24%	-10%
Vitec	13 077	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38%	38%	13%
Average		8,7x	7,5x	25,4x	20,6x	33%	33%	40%
Median		7,2x	7,4x	21,5x	20,9x	34%	33%	31%
Digital health								
Teladoc Health	112 254	4,6x	3,7x	33,1x	24,6x	13%	14%	35%
Accolade	11 589	2,8x	2,2x	n.a.	n.a.	-16%	-12%	-9%
Healthequity	40 876	5,6x	5,2x	18,0x	15,7x	31%	31%	11%
Progyny	33 105	5,1x	3,6x	34,5x	23,1x	14%	15%	60%
Phreesia	14 763	4,2x	3,4x	n.a.	n.a.	-30%	-48%	99%
Babylon	19 157	5,5x	2,6x	-33,0x	785,8x	-44%	-17%	-15%
Oak Street Health	38 271	1,7x	1,2x	n.a.	n.a.	-16%	-12%	17%
Signify Health	19 736	2,5x	2,1x	11,3x	9,0x	22%	22%	24%
GoodRx	88 229	9,5x	7,3x	29,4x	21,9x	31%	32%	41%
Health Catalyst	14 067	3,6x	3,0x	n.a.	78,7x	-5%	-1%	-84%
Amercian Well	10 223	1,2x	1,0x	n.a.	n.a.	-56%	-42%	-5%
Average		4,2x	3,2x	15,6x	137,0x	-5%	-2%	16%
Median		4,2x	3,0x	23,7x	23,1x	-5%	-1%	17%

EPB, Factset

Kassaflödesanalys

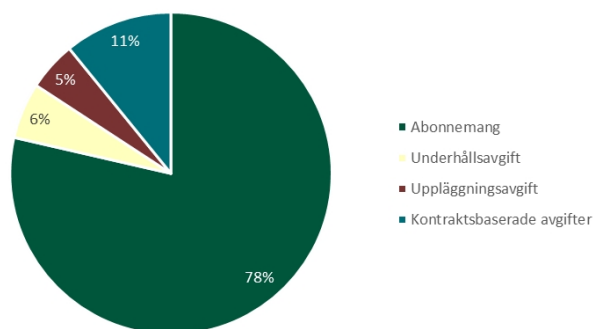
Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)		46	
PV of terminal value (perpetuity formula)		88	
Enterprise value		134	
Latest net debt		-14	
Minority interests & other		0	
Equity value		148	
No. of shares outstanding (millions)		16	
Equity value per share (EUR)		9.1	
Implicit multipl.			
	2021	2022	2023
EV/Sales	17.4	11.4	9.1
EV/EBITDA	133.5	45.6	23.8
EV/EBIT	-272.5	96.3	33.7
EV/NOPLAT	-363.3	128.4	44.9
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price (EUR)			5.2

WACC assumptions		
Risk free nominal rate		0.4%
Risk premium		7.0%
Extra risk premium		2.0%
Beta		1.1
Cost of equity		9.9%
Cost of debt (pre-tax)		3.0%
Tax rate		25%
Target debt/(debt + equity)		10%
WACC		9.2%

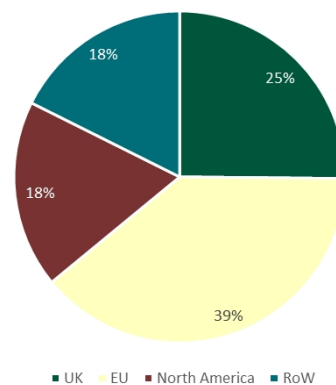
Terminal value assumptions		
Long term growth rate		4.0%
Long term EBIT margin		30.0%
Depreciation (% of sales)		3.0%
Capex (% of sales)		3.0%
Working cap. (% of sales)		0.1%
Tax rate		25%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
WACC		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	8.2%	9.6	10.4	11.4	12.6	14.3
	8.7%	8.7	9.3	10.1	11.1	12.3
	9.2%	8.0	8.5	9.1	9.8	10.8
	9.7%	7.3	7.8	8.3	8.9	9.6
	10.2%	6.8	7.2	7.6	8.1	8.6
		Long-term EBIT margin				
WACC		25.0%	27.5%	30.0%	32.5%	35.0%
	8.2%	9.9	10.6	11.4	12.1	12.8
	8.7%	8.8	9.5	10.1	10.7	11.4
	9.2%	8.0	8.5	9.1	9.6	10.2
	9.7%	7.3	7.8	8.3	8.8	9.2
	10.2%	6.7	7.1	7.6	8.0	8.4

Intäktsfördelning - 2021



Intäkter per geografi - 2021



Bolaget

Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Henrik Molin (CEO)	23,1%	23,1%
Nathan Skwortsow (CTO)	23,1%	23,1%
Consensus Asset Management	16,8%	16,8%
Dankea Ou	7,1%	7,1%
Övriga	29,9%	29,9%
Ordförande	Elaine Sullivan	
Verkställande direktör	Henrik Molin	
Finansdirektör	Charlotte Goodwin	
Investerarkontakt	Kristian Stålberg	
Hemsida	https://www.physitrackgroup.com/	

Bolaget

Holdings

Resultaträkning

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoomsättning	--	--	0,9	1,2	3,1	7,7	11,8	14,7	18,0	22,4
Kostnad sålda varor	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Bruttovinst	--	--	0,9	1,2	3,1	7,7	11,8	14,7	18,0	22,4
Försäljningskostnader	--	--	-0,5	-0,7	-1,4	-5,1	-7,7	-9,0	-10,7	-12,6
Administrationskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Forskning- och utvecklingskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
EBITDA (justerad)	--	--	0,4	0,5	1,6	2,6	4,0	5,6	7,3	9,8
Avskrivningar	--	--	-0,5	-0,7	-0,9	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9
Nedskrivningar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (justerad)	--	--	-0,2	-0,2	0,7	1,1	2,5	4,0	5,6	8,0
Jämförelsestörande poster / EO	--	--	0,0	0,0	0,0	-1,6	-1,1	0,0	0,0	0,0
EBIT	--	--	-0,2	-0,2	0,7	-0,5	1,4	4,0	5,6	8,0
Finansiella intäkter	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	--	--	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	--	--	-0,2	-0,2	0,7	-0,6	1,4	4,0	5,6	8,0
Skatter	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-1,0	-1,4	-2,0
Minoritetsintressen / övrigt	--	--	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	-0,3	-0,2	0,6	-0,5	1,0	3,0	4,2	6,0
Nettoresultat (justerat)	--	--	-0,2	-0,2	0,7	-0,6	1,0	3,0	4,2	6,0

Balansräkning

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
TILLGÅNGAR										
Goodwill	--	--	0,0	0,0	6,0	14,3	16,8	16,4	16,0	15,4
Övriga immateriella tillgångar	--	--	1,8	1,6	1,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Materiella anläggningstillgångar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntebärande anläggningstillgångar	--	--	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Innehav i intresseföretag och andelar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	--	--	1,8	1,6	7,7	16,9	19,4	19,1	18,6	18,1
Varulager	--	--	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kundfordringar	--	--	0,2	0,2	0,5	1,6	2,5	1,9	2,4	2,9
Övriga omsättningstillgångar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	--	--	0,1	0,0	1,3	14,3	10,5	12,9	15,7	20,4
Summa omsättningstillgångar	--	--	0,3	0,2	1,8	16,0	13,0	14,9	18,1	23,4
SUMMA TILLGÅNGAR	--	--	2,0	1,8	9,5	32,9	32,4	33,9	36,7	41,4
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	--	--	1,2	1,0	5,3	23,4	24,4	27,4	31,6	37,6
Minoritetsintressen	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	--	--	1,2	1,0	5,3	23,4	24,4	27,4	31,6	37,6
Långfristiga finansiella skulder	--	--	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	--	--	0,0	0,0	0,0	6,3	5,9	4,1	2,3	0,5
Summa långfristiga skulder	--	--	0,0	0,0	0,4	6,4	5,9	4,1	2,3	0,5
Kortfristiga finansiella skulder	--	--	0,0	0,0	1,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Leverantörsskulder	--	--	0,7	0,7	1,3	1,2	1,6	1,9	2,3	2,9
Skatteskulder	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	--	--	0,1	0,1	1,3	1,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Summa kortfristiga skulder	--	--	0,8	0,8	3,8	3,2	2,1	2,4	2,8	3,4
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	--	--	2,0	1,8	9,5	32,9	32,4	33,9	36,7	41,4

Kassaflödesanalys

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoresultat (justerat)	--	--	-0,2	-0,2	0,7	-0,6	1,0	3,0	4,2	6,0
Icke kassaflödespåverkande poster	--	--	0,6	0,8	0,9	3,2	2,7	1,7	1,8	1,9
Förändringar i rörelsekapital	--	--	0,4	-0,1	0,4	-0,4	-0,5	0,9	0,0	0,0
Kassaflöde från den operationella verk:	--	--	0,7	0,5	2,0	2,1	3,2	5,5	5,9	7,8
Investeringar	--	--	-0,7	-0,6	-1,0	-1,6	-2,0	-1,3	-1,3	-1,3
Avyttringar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	--	--	0,0	-0,1	1,1	0,5	1,2	4,2	4,6	6,5
Utdelningar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission / återköp	--	--	0,1	0,0	0,0	18,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Förvärv	--	--	0,0	0,0	0,2	-2,2	-3,8	-1,8	-1,8	-1,8
Lånefinansiering och övriga justeringar	--	--	0,0	0,0	0,0	-3,8	-1,2	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	--	--	0,0	-0,1	1,2	13,1	-3,9	2,4	2,8	4,7
Omräkningsdifferenser i likvida medel	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Nettoskuld	--	--	-0,1	0,0	0,5	-13,8	-10,1	-12,5	-15,3	-20,0

Tillväxt och marginaler

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Omsättningstillväxt	--	--	n/a	40%	154%	153%	52%	25%	23%	25%
EBIT-tillväxt (adj)	--	--	n/a	n/a	n/a	55%	130%	60%	40%	43%
EPS-tillväxt, justerad	--	--	n/a	n/a	n/a	-16%	128%	39%	40%	43%
Bruttomarginal	--	--	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal (adj)	--	--	41,5%	45,5%	53,4%	33,4%	34,4%	38,4%	40,8%	43,9%
EBIT-marginal (adj)	--	--	-18,9%	-16,7%	22,9%	14,0%	21,2%	27,2%	31,0%	35,6%
Skattesats	--	--	0%	0%	-2%	-6%	25%	25%	25%	25%

Kapitaleffektivitet

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
ROE, justerad	--	--	-17%	-18%	23%	7%	9%	12%	14%	17%
ROCE, justerad	--	--	-12%	-17%	15%	5%	8%	13%	17%	22%
ROIC, justerad	--	--	-12%	-17%	15%	5%	8%	13%	17%	22%
Investeringar, EURm	--	--	-1	-1	-1	-2	-2	-1	-1	-1
Investeringar / omsättning	--	--	-75%	-56%	-98%	-159%	-200%	-130%	-130%	-130%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	--	--	58%	54%	47%	67%	66%	62%	59%	56%
Varulager / omsättning	--	--	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kundfordringar / omsättning	--	--	18%	14%	17%	21%	21%	13%	13%	13%
Leverantörsskulder / omsättning	--	--	84%	60%	41%	16%	14%	13%	13%	13%
Rörelsekapital / omsättning	--	--	-65%	-46%	-24%	5%	7%	0%	0%	0%
Kapitalomsättningshastighet	--	--	0,4x	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x	0,5x	0,6x

Finansiell ställning

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoskuld	--	--	0	0	0	-14	-10	-12	-15	-20
Soliditet	--	--	59%	56%	55%	71%	75%	81%	86%	91%
Nettoskuldssättningsgrad	--	--	-8%	-1%	9%	-59%	-41%	-46%	-48%	-53%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	--	--	-0,3x	0,0x	0,3x	-5,3x	-2,5x	-2,2x	-2,1x	-2,0x

Aktiedata

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
EPS, rapporterad	n/a	n/a	-0,02	-0,02	0,07	-0,04	0,06	0,18	0,26	0,37
EPS, justerad	n/a	n/a	-0,02	-0,02	0,07	0,06	0,13	0,18	0,26	0,37
FCF per aktie, justerad	n/a	n/a	0,07	0,05	0,20	0,12	0,20	0,34	0,36	0,48
Utdelning per aktie	n/a	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	n/a	n/a	0,12	0,10	0,51	1,44	1,50	1,68	1,94	2,31
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	n/a	n/a	10,00	10,00	10,36	16,26	16,26	16,26	16,26	16,26

Värderingsmultiplar

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
P/E, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	72,6x	90,3x	39,6x	28,4x	20,3x	14,2x
P/EK	n/a	n/a	n/a	n/a	9,8x	3,6x	3,5x	3,1x	2,7x	2,3x
P/FCF, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	25,5x	42,5x	26,3x	15,4x	14,3x	10,8x
Direktavkastning	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	n/a	n/a	n/a	n/a	17,1x	9,2x	6,4x	4,9x	3,9x	2,9x
EV/EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	32,1x	27,5x	18,5x	12,8x	9,5x	6,6x
EV/EBIT (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	74,8x	65,6x	30,0x	18,2x	12,5x	8,1x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	5,0	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
EV, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	52	71	75	72	70	65

Kvartalsdata

EURm (y/e November)	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
Nettoomsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	0,4	0,8	1,0	0,9	1,6	1,7	2,0	2,4
Övriga intäkter	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttovinst	n/a	n/a	n/a	n/a	0,4	0,8	1,0	0,9	1,6	1,7	2,0	2,4
Försäljningskostnader	n/a	n/a	n/a	n/a	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-1,1	-1,1	-1,3	-1,6
Administrationskostnader	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forskning- och utvecklingskostnader	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kostnader	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	0,2	0,5	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8
Avskrivningar	n/a	n/a	n/a	n/a	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Goodwillnedskrivningar	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,2	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Jämförelsestörande poster	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-1,1	-0,1
EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,2	0,4	0,1	0,2	-0,1	-0,8	0,2
Finansiella intäkter	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,2	0,4	0,1	0,2	-0,1	-0,8	0,2
Skatter	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintressen / övrigt	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Nettoreultat (rapporterat)	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,2	0,4	0,1	0,2	-0,1	-0,9	0,3
Nettoreultat (justerat)	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,2	0,4	0,1	0,2	-0,1	-0,9	0,2
	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	291%	127%	104%	165%
EBIT-tillväxt (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	403%	17%	-22%	167%
Bruttomarginal	n/a	n/a	n/a	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	n/a	n/a	53%	64%	57%	41%	32%	36%	34%	32%
EBIT-marginal (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	-10%	29%	41%	13%	12%	15%	16%	13%
Skattesats	n/a	n/a	n/a	n/a	0%	0%	0%	-16%	3%	-7%	-4%	-6%

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