



Exsitec Holding

2021, ett år med hög aktivitet

Justerad nettoomsättning i Q4'21 uppgick till 186 mkr (84 mkr Q4'20), vilket motsvarar en tillväxt om 121% y/y (25% organisk). Justerad EBITA-marginal uppgick till 14% (18%) och förklaras framförallt av tidigare gjorda förvärv (lägre marginaler) men även högre andel underkonsulter. Återkommande intäkter för programvara (LTM) uppgick till 29% av den justerade nettoomsättningen (26% år 2020).

Tillväxten summeras till 84% varav 21% var organiskt. Efterfrågan på affärssystem och digitala lösningar bland små- och medelstora företag är fortsatt hög och vi förväntar oss en fortsatt god utveckling 2022. Marginalen var lägre under 2021 jämfört med 2020, drivet av förvärv men även högre kostnadsbas. Sedan årsskiftet har bolaget höjt sina priser och vi förväntar oss en positiv marginalutveckling framöver.

Fortsatt stark omsättningstillväxt i Q4'21 men en svagare marginal. Den svagare marginalen var driven av tidigare gjorda förvärv, men även högre andel underkonsulter och personalkostnader. Givet att vi sedan årsskiftet sett en multipelkontraktion bland tillväxtbolag samt inflationsoro på börsen justerar vi vårt motiverade värde till 219-221 kr per aktie från tidigare 240-242 kr. Vi ser dock fortsatt låg risk.

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

igor.tubic@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 09 Februari 2022

Sammanfattning

2021, ett år med hög aktivitet

Investment Case

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

Marknad med god tillväxt

Små- och medelstora företag har ett stort digitaliseringsbehov och ligger efter de större företagen i detta avseende, vilket gör att investeringarna inom digitalisering kan förväntas vara höga under många år framöver. Svenska företags utgifter för mjukvara har vuxit med 11% per år de senaste tio åren, och molnbaserad mjukvara kan förväntas växa snabbare än så framöver. Detta innebär att det finns goda möjligheter för Exsitec att nå sitt mål om en justerad nettoomsättning om 1 mdkr till slutet av 2025.

Långa kundrelationer och nätverkseffekter

Exsitec har en stor kundbas på över 4 000 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

35% av Exsitecs intäkter kommer idag från återkommande intäktskällor som programvaror (29%) och support (6%), och denna andel har ökat stadigt över tid i takt med att fler programvaruleverantörer gått över från att sälja på licens till att istället erbjuda prenumurationsmodeller. Marginalen på programvaruförsäljning är >20%, vilket är väsentligt över marginalen på konsulttjänster, och innebärande att de återkommande intäkterna, förutom att de ger en god visibilitet, även fungerar marginalstärkande.

Starka kassaflöden möjliggör ökad tillväxt genom förvärv

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

Värdering

Vi ser ett motiverat värde per aktie på 219-221 kr. Värderingen utgår från en relativvärdering med stöd av en kassaflödesvärdering. Risknivån bedömer vi som låg vilket motiveras av en stor kundbas med lågt enskilt kundberoende, hög andel återkommande intäkter samt en stark finansiell ställning.

Kvartalet i detalj

Exsitec fortsätter leverera en stark omsättningstillväxt under det fjärde kvartalet, framförallt drivet av förvärv (96%) men även god organisk tillväxt (25%). Under kvartalet var marginalen svagare jämfört med samma period föregående år (14% vs 18%) och förklaras av dels lägre marginal från förvärvade bolag, men även högre andel underkonsulter och personalkostnader. Som tidigare nämnt initierade bolaget ett rekordstort traineeprogram i början av Q3 där man räknar med att dessa individer är i full gång upp mot 6 månader efter start.

Andelen återkommande programvaruintäkter uppgick till 29% (LTM), att jämföra med 2020 års återkommande intäkter om 26%.

Summering 2021

2021 var ett år med hög aktivitet både vad gäller att växa organiskt men även via förvärv. Tillväxten summeras till 84%, varav 21% var organiskt. Bolaget har under 2021 totalt gjort fyra förvärv:

- Millnet Bi (Januari 2021): omsättning om 80 mkr, EBITDA-marginal om 20%, återkommande intäkter 30%
- Woocode (April 2021): omsättning om 32 mkr, EBITDA-marginal om 17%
- Vitari Norge (Juni 2021): omsättning 125 mNOK, EBITDA-marginal om 8%, återkommande intäkter 50%
- Zedcom (Oktober 2021): omsättning 50 mkr, EBITDA-marginal om 14%, återkommande intäkter 30%

Förvärvet av Vitari i NorgeSom expanderade bolaget ytterligare geografiskt. Ett relativt stort förvärv sett till omsättning, med en klart högre andel återkommande intäkter, men med en lägre marginal än gruppen i övrigt. Detta är en av anledningarna till den lägre marginalen för gruppen som helhet under 2021 jämfört med 2020. Bolaget räknar med att integrationen och marginalförbättringen kommer ske successivt över en 18-24 månaders period, vilket innebär att man räknar med att återgå till liknande marginaler som tidigare påvisat från mitten/slutet av 2023 (se längre ned i analysen för våra bedömningar om marginalutvecklingen framöver).

I övrigt förväntar vi oss inte lika hög aktivitet på förvärvsfronten under 2022 som under 2021. Vår bedömning är att bolaget i en mer "normal" marknad gör 1-2 förvärv per år, beroende på hur marknadsförutsättningarna ser ut.

Slutsats

Efterfrågan på affärssystem och digitala lösningar bland små- och medelstora företag är fortsatt god och vi förväntar oss en fortsatt stark tillväxt för Exsitecs del även under 2022. Vi känner oss trygga med våra estimat om att bolaget kommer uppnå målet om 1 000 mkr i omsättning mot slutet av 2025. Vi bedömer även att bolaget har goda förutsättningar att uppnå våra estimat om en EBITA-marginal om 17,2% mot slutet av 2025, att jämföra med bolagets mål om 20%. Detta bygger på en högre andel återkommande intäkter vilket har en klart högre marginal än själva konsultaffären (se tidigare analys för mer detaljer). På kort sikt ser vi däremot en fortsatt osäkerhet kring kostnadsbasen, där en stark arbetsmarknad bidrar till att bolaget fortsatt kan behöva använda sig mer av underkonsulter än tidigare, vilket sätter press på marginalen. Det som dock talar emot vår tes är att bolaget sedan årsskiftet justerat upp priserna ut mot kund, vilket, allt annat lika, bör skapa goda förutsättningar att förbättra marginalen under 2022 jämfört med 2021. Givet osäkerheten samt den tid bolaget räknar med att det tar innan Vitari uppnår någorlunda liknande marginaler som gruppen i övrigt, är vi något mer konservativa vad gäller den takt bolaget uppnår marginalen 17,2%.

EPB estimat vs utfall

	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Omsättning	536	539	-1%	Justering i redovisning för Q1'21 i samband med förvärv. Påverkade omsättningen med ca 14 mkr
Personalkostnader	(285)	(278)	3%	Högre personalkostnader under Q3 och Q4 bidrog till avvikelser
Direkta kostnader	(107)	(104)	3%	Drivet av högre andel underkonsulter, vilket bidrar till lägre bruttomarginal
Övriga externa kostnader	(66)	(71)	-7%	Drivet av lägre andel handelsvaror
EBITA	73	85	-14%	Justering i Q1'21 bidrog till 5 mkr lägre marginal än förväntat. Rensat för justeringen var differensen ca 8%
EBITA-marginal	13,7%	15,8%	-2,1%	

Estimatförändringar

Vi gör smärre justeringar i våra estimat för de kommande åren. Vi förväntar oss att marginal förbättras i en långsammare takt än tidigare estimerat givet den heta arbetsmarknaden samt tiden det förväntas ta innan Vitari Norge uppnår högre lönsamhet, där fortsatta restriktioner bromsar utvecklingen.

Estimatförändringar

Nya estimat	2021	2022e	2023e	2024e
Omsättning	536	694	798	918
Tillväxt	84%	29%	15%	15%
EBITA	73	101	128	152
EBITA-marginal	13,7%	14,6%	16,0%	16,5%
EPS, justerad (kr)	4,4	6,0	7,5	8,8
DPS (kr)	1,5	2,3	2,7	3,1
Tidigare estimat	2021	2022e	2023e	2024e
Omsättning	539	697	802	922
Tillväxt	84%	29%	15%	15%
EBITA	85	113	133	156
EBITA-marginal	15,8%	16,2%	16,6%	16,9%
EPS, justerad (kr)	5,2	6,6	7,8	9,2
DPS (kr)	1,9	2,3	2,7	3,1
Förändring i %	2021	2022e	2023e	2024e
Omsättning	-1%	0%	0%	0%
EBITA	-14%	-10%	-4%	-3%
EPS, justerad	-16%	-8%	-3%	-4%
DPS	-21%	0%	0%	0%

Värdering

Givet marknadssentimentet samt ränte- och inflationsoro har ökade riskpremier lett till allmän multipelkontraktion för tillväxtbolag och som följd har vi sett över vår värdering.

Detta bidrar till att vi justerar vårt motiverade värde till 219-221 kr per aktie från tidigare 240-242 kr.

Relativvärdering

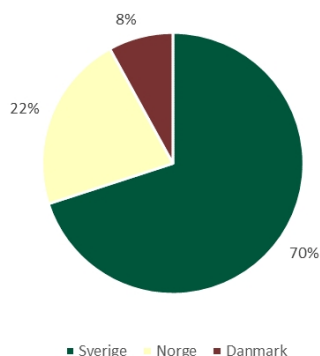
Vår relativvärdering bygger på en "Sum Of The Parts" värdering där vi värderar de återkommande programvaruintäkterna med en EV/sales multipel baserat på andra noterade bolag med liknande affärsmodell och förväntad tillväxt. Konsult- och övrig verksamhet värderar vi utifrån andra listade konsultbolag med liknande marginal. EV/sales multipeln uppgår till 8,7x för 2022e samt 7,2x för 2023e, vilket är i linje med medianen för jämförbara bolag (Formpipe, Lime, Upsales och Vitec). EV/EBIT multipeln uppgår till 19x, vilket är i linje med medianen för B3, C.A.G, KnowIT, Precio, Softronic. Källa: Factset.

Vår relativvärdering har stöd av en kassaflödesanalys.

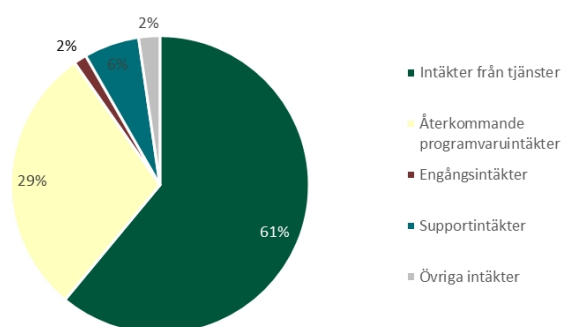
Valuation output				WACC assumptions			
Sum of PV of FCF (explicit period)			1 192	Risk free nominal rate			0,4%
PV of terminal value (perpetuity formula)			1 691	Risk premium			7,0%
Enterprise value			2 882	Extra risk premium			1,5%
Latest net debt			61	Beta			1,2
Minority interests & other			0	Cost of equity			10,2%
Equity value			2 821	Cost of debt (pre-tax)			3,0%
No. of shares outstanding (millions)			13	Tax rate			21%
Equity value per share (SEK)			221	Target debt/(debt + equity)			5%
				WACC			9,8%
Implicit multipl.				Terminal value assumptions			
EV/Sales	2021	2022	2023	Long term growth rate			4,0%
EV/EBITDA	5,4	4,2	3,6	Long term EBIT margin			17,2%
EV/EBIT	37,8	27,6	22,0	Depreciation (% of sales)			0,5%
EV/NOPLAT	179,9	60,3	38,8	Capex (% of sales)			0,5%
P/E	226,6	76,0	48,9	Working cap. (% of sales)			-0,3%
ROIC/WACC				Tax rate			21%
Current Share price			197,00				

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC	8,8%	233	251	273	299	333
	9,3%	212	227	244	265	291
	9,8%	195	207	221	238	258
	10,3%	180	190	202	216	232
	10,8%	167	175	185	197	210
		Long-term EBIT margin				
		12,2%	14,7%	17,2%	19,7%	22,2%
WACC	8,8%	210	241	273	304	336
	9,3%	189	217	244	272	300
	9,8%	172	197	221	246	270
	10,3%	158	180	202	223	245
	10,8%	146	166	185	205	224

Intäktsfördelning per geografi



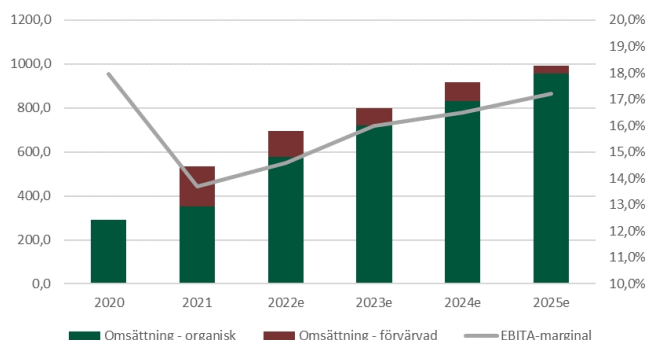
Intäktsfördelning - LTM



Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier	Röster
Syntrans AB (Chairman of the board)	18,7%	18,7%
Johan Kallblad	10,6%	10,6%
Clizens Fonder	9,6%	9,6%
Creades	8,8%	8,8%
Övriga	52,2%	52,2%
Ordförande	Peter Viberg	
Verkställande direktör	Johan Kallblad	
Finansdirektör	Anna Gustafsson	
Investerarkontakt	Hampus Strandqvist	
Hemsida	https://www.exsitec.se/	

Estimat



Resultaträkning (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	126	138	178	262	292	536	694	798	918	992
Övriga intäkter	0	0	0	0	4	-1	1	1	1	1
Kostnad sålda varor	0	0	0	-6	-8	-8	-11	-12	-15	-16
Bruttovinst	126	138	178	257	288	527	684	788	905	977
Försäljningskostnader										
Administrationskostnader	-101	-113	-147	-218	-234	-449	-579	-656	-748	-802
Forskning- och utvecklingskostnader										
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-2	-1
Extraordinära kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	25	25	31	38	54	76	104	131	155	174
Av- och nedskrivningar materiella anläggningstillgångar	0	0	-1	-1	-1	-3	-3	-3	-3	-3
EBITA	25	25	30	37	52	73	101	128	152	171
Av- och nedskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-3	-3	-32	-35	-38	-78	-57	-54	-54	-52
EBIT	28	28	62	71	15	-5	44	74	98	119
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	0	0	-2	-1	-1	-2	-4	-4	-4	-4
Resultat före skatt	28	28	60	70	14	-7	40	70	94	114
Skatter	-5	-6	-6	-8	-11	-15	-20	-25	-30	-34
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	22	22	54	62	3	-22	20	44	63	80
Nettoresultat (justerat)	20	20	22	28	40	56	77	98	117	132

Balansräkning (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	7	3	135	118	80	301	253	214	167	115
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	0	0	4	4	4	19	18	18	18	18
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	7	4	139	122	85	321	272	233	186	135
Varulager	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Kundfordringar	17	18	34	46	47	110	121	140	160	173
Övriga omsättningstillgångar	11	17	15	23	25	37	40	47	54	58
Likvida medel	15	11	11	5	59	83	121	179	247	333
Summa omsättningstillgångar	43	46	61	74	132	230	284	366	462	565
SUMMA TILLGÅNGAR	50	50	200	196	217	551	557	599	648	700
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	20	20	101	92	142	231	221	241	263	298
Minoritetsintressen	0	0	7	7	6	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	20	20	108	99	148	231	221	241	263	298
Långfristiga finansiella skulder	0	0	38	26	2	101	101	101	101	101
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	5	2	24	24	24	24	24
Summa långfristiga skulder	0	0	38	31	4	125	125	125	125	125
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	13	13	1	43	43	43	43	43
Leverantörsskulder	7	5	14	17	20	42	47	54	62	67
Skatteskulder	4	7	2	4	6	12	12	12	12	12
Övriga kortfristiga skulder	18	18	25	33	38	99	109	126	145	156
Summa kortfristiga skulder	30	30	54	67	65	196	211	234	261	278
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	50	50	200	196	217	551	557	599	648	700

Kassaflödesanalys (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoresultat (rapporterat)	17	17	-10	-7	3	-22	20	44	63	80
Icke kassaflödespåverkande poster	5	5	33	38	42	83	60	57	56	55
Förändringar i rörelsekapital	-1	-9	-7	-8	5	-13	-1	-1	-1	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	20	13	16	23	49	47	80	100	119	135
Investeringar	-2	0	-11	-19	-1	-3	-2	-3	-3	-3
Avyttringar	0	0	8	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	18	13	13	4	48	44	77	97	116	131
Utdelningar	-13	-17	0	0	0	-16	-29	-34	-41	-45
Nyemission / återköp	0	0	3	0	47	149	0	9	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	-311	-9	-15	-7	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	-12	-10	-40	158	0	0	0	0
Kassaflöde	6	-4	4	-6	54	24	39	58	68	86
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-15	-11	40	34	-57	61	22	-35	-103	-189

Tillväxt och marginaler

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättningstillväxt	34%	9%	29%	47%	12%	84%	29%	15%	15%	8%
EBIT-tillväxt (adj)	61%	1%	18%	23%	43%	40%	38%	26%	19%	13%
EPS-tillväxt, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	27%	38%	25%	17%	13%
Bruttomarginal	n/a	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%	14,2%	15,0%	16,4%	16,8%	17,5%
EBIT-marginal (adj)	19,8%	18,3%	16,8%	14,1%	18,0%	13,7%	14,6%	16,0%	16,5%	17,2%
Skattesats	22%	22%	21%	23%	21%	21%	21%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE, justerad	109%	100%	35%	27%	33%	29%	34%	42%	46%	47%
ROCE, justerad	475%	401%	38%	26%	46%	36%	35%	51%	73%	108%
ROIC	99%	100%	15%	21%	27%	22%	22%	27%	30%	32%
Investeringar, mkr	2	0	11	19	1	3	2	3	3	3
Investeringar / omsättning	2%	0%	6%	7%	0%	1%	0%	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	n/a
Varulager / omsättning	n/a	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%	20%	17%	17%	17%	17%
Leverantörsskulder / omsättning	6%	4%	8%	7%	7%	8%	7%	7%	7%	7%
Rörelsekapital / omsättning	-2%	3%	5%	6%	3%	-1%	-1%	0%	0%	0%
Kapitalomsättningshastighet	2,9x	2,8x	1,4x	1,3x	1,4x	1,4x	1,3x	1,4x	1,5x	1,5x

Finansiell ställning (mkr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoskuld	-15	-11	40	34	-57	61	22	-35	-103	-189
Soliditet	40%	40%	54%	50%	68%	42%	40%	40%	41%	43%
Nettoskuldsättningsgrad	-78%	-58%	37%	35%	-38%	26%	10%	-15%	-39%	-63%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	-0,6x	-0,4x	1,3x	0,9x	-1,1x	0,4x	0,1x	-0,1x	-0,2x	-0,3x

Nyckeltal per aktie (kr)

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS, rapporterad	n/a	n/a	n/a	n/a	0,29	-1,73	1,56	3,41	4,78	6,03
EPS, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	4,29	4,37	6,04	7,53	8,81	9,96
FCF per aktie	n/a	n/a	n/a	n/a	4,12	3,44	6,04	7,34	8,72	9,88
Utdelning per aktie	n/a	n/a	n/a	n/a	1,40	1,50	2,30	2,70	3,10	3,40
Eget kapital per aktie	n/a	n/a	n/a	n/a	12,1	18,1	17,4	18,1	19,8	22,4
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	n/a	n/a	n/a	n/a	12,2	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3

Värderingsmultiplar

	2015/16	2016/17	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	n/a	n/a	n/a	n/a	15,5x	45,1x	32,6x	26,2x	22,4x	19,8x
P/EK	n/a	n/a	n/a	n/a	5,5x	10,9x	11,4x	10,9x	9,9x	8,8x
P/FCF	n/a	n/a	n/a	n/a	16,1x	57,2x	32,6x	26,9x	22,6x	19,9x
Direktavkastning	n/a	n/a	n/a	n/a	2,1%	0,8%	1,2%	1,4%	1,6%	1,7%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	33%	34%	38%	36%	35%	34%
EV/Sales	n/a	n/a	n/a	n/a	2,6x	5,0x	3,8x	3,2x	2,7x	2,4x
EV/EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	14,0x	35,1x	25,3x	19,7x	16,3x	14,0x
EV/EBIT (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	14,4x	36,5x	26,0x	20,2x	16,6x	14,2x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	66,5	197,0	197,0	197,0	197,0	197,0
EV, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	756	2 675	2 636	2 579	2 511	2 425

Kvartalsdata (mkr)

	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	51	94	80	70	58	84	102	133	115	186
Övriga intäkter	n/a	n/a	0	0	0	0	0	4	-3	0	1	1
Kostnad sålda varor	n/a	n/a	-2	-2	-2	-2	-3	-2	-2	-2	-2	-3
Bruttovinst	n/a	n/a	49	93	78	69	56	86	97	131	114	184
Försäljningskostnader	n/a	n/a										
Administrationskostnader	n/a	n/a										
Forskning- och utvecklingskostnader	n/a	n/a	-46	-78	-62,8	-57,0	-47,6	-67,0	-80,2	-108,0	-104,2	-157,9
Övriga kostnader	n/a	n/a										
EBITDA	n/a	n/a	3	14	15	12	8	19	17	23	10	26
Avskrivningar	n/a	n/a	-10	-8	-10	-10	-10	-10	-15	-18	-33	-15
Goodwillnedskrivningar	n/a	n/a	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	n/a	n/a	-8	5	5	2	-2	9	2	5	-23	11
Jämförelsestörande poster	n/a	n/a	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerad)	n/a	n/a	-10	4	5	2	-2	9	2	5	-23	11
Finansiella intäkter	n/a	n/a	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	n/a	n/a	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	-1
Resultat före skatt	n/a	n/a	-11	4	5	2	-2	9	2	4	-23	10
Skatter	n/a	n/a	-1	-3	-3	-2	-2	-4	-3	-6	-2	-5
Minoritetsintressen	n/a	n/a	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	n/a	n/a	-11	1	2	-1	-3	5	-1	-1	-25	5
Nettoresultat (justerat)	n/a	n/a	3	11	11	8	6	14	14	16	7	19

	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	15%	-11%	27%	91%	98%	121%
EBIT-tillväxt (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	147%	36%	13%	103%	15%	33%
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	7%	15%	19%	17%	14%	23%	17%	18%	9%	14%
EBIT-marginal (justerad)	n/a	n/a	-16%	5%	7%	3%	-3%	11%	2%	4%	-20%	6%
Skattesats	n/a	n/a	-6%	83%	60%	164%	-81%	44%	154%	126%	-7%	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 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