



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 19 Juli 2022

Exsitec Holding

God efterfrågan men svagare marginal i Q2

God tillväxt men svagare marginal


Justerad nettoomsättning i Q2 uppgick till 190 mkr (130 mkr Q2'21), vilket motsvarar en tillväxt om 46% y/y (8% organisk). EBITA uppgick till 25 mkr (22) vilket motsvarar en marginal om ca 13% (17%). Den svagare marginalen var drivet av svagare utveckling i den norska verksamheten samt ökade personalkostnader kopplat till ökat resande. Återkommande intäkter för programvara (LTM) uppgick till 28% (27% Q2'21).

Ytterligare förvärv

Under kvartalet gjordes ytterligare förvärv, Spot On Solutions i Norden och Strategibyrån NOGA (tillsammans "Spot On"), specialister inom digital handel och marknadsledande på e-handelsplattformen Litium. LTM Q1'22 omsättning för Spot On uppgick till ca 73 mkr med en EBITA-marginal om ca 15%. Köpeskillingen uppgår till maximalt 95 mkr, vilket justerat för en nettokassa om ca 4 mkr motsvarar en EV/EBITA-multipel om 8,3x.

Justerar motiverat värde

Vi ser en fortsatt god efterfrågan på bolagets tjänster och produkter trots begränsad leveranskapacitet, kopplat till högre personalomsättning i de förvärvade bolagen under 2021. Marginalen påverkades negativt i Q2, bland annat pga högre personalkostnader relaterat till ökat resande. Vi ser även en fortsatt multipelkontraktion bland tillväxtbolagen vilket gör att vi justerar vårt motiverade värde till 195-197 kr (219-221).

| Estimatändring (kr) | | | | Prognos (kr) | | | | | Värde och risk | |
|-------------------------------|-----|------|--------|------------------|-------|-------|-------|--------|--|---------------|
| Nu | | Förr | | | 21 | 22e | 23e | 24e | Motiverat värde | 195.0 - 197.0 |
| EPS, justerad 22e | 5.8 | 6.9 | -16.1% | Omsättning, mkr | 536 | 750 | 860 | 980 | Aktiekurs | SEK174.5 |
| EPS, justerad 23e | 8.2 | 8 | 2.8% | Tillväxt | 84% | 40% | 15% | 14% | Riskenivå | Low |
| EPS, justerad 24e | 9.4 | 9.2 | 2.2% | EBITDA, mkr | 76 | 116 | 144 | 167 | <div>Kursutveckling 12 mån</div>  | |
| | | | | EBIT, mkr | 73 | 98 | 141 | 164 | | |
| | | | | EPS, justerad | 4.4 | 5.8 | 8.2 | 9.4 | | |
| | | | | EPS tillväxt | 27% | 33% | 41% | 15% | | |
| <div>Kommande händelser</div> | | | | EK/aktie | 17.9 | 18.5 | 19.6 | 21.0 | <div>Analytiker</div> <div>igor.tubic@penser.se</div> | |
| | | | | Utdelning/aktie | 1.5 | 1.4 | 2.7 | 3.1 | | |
| | | | | EBIT-marginal | 13.7% | 13.1% | 16.4% | 16.7% | | |
| | | | | ROE (%) | 29.4% | 31.8% | 43.7% | 48.1% | | |
| <div>Bolagsfakta (mkr)</div> | | | | ROCE | 36.0% | 30.0% | 44.8% | 63.2% | | |
| | | | | EV/Sales | 4.4x | 3.1x | 2.7x | 2.4x | | |
| | | | | EV/EBITDA | 30.9x | 20.3x | 16.4x | 14.1x | | |
| | | | | EV/EBIT | 32.1x | 23.9x | 16.7x | 14.4x | | |
| | | | | P/E, justerad | 39.9x | 30.1x | 21.3x | 18.6x | | |
| | | | | P/EK | 9.7x | 9.4x | 8.9x | 8.3x | | |
| | | | | Direktavkastning | 0.7% | 0.8% | 1.5% | 1.8% | | |
| | | | | FCF yield | 1.5% | 3.7% | 4.5% | 5.3% | | |
| | | | | Nettosk./EBITDA | 0.8g | 0.6g | 0.0g | (0.4)g | | |
| | | | | Nettosk./EBITDA | 0.8g | 0.6g | 0.0g | (0.4)g | | |



Sammanfattning

God efterfrågan men svagare marginal i Q2

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

36% av Exsitecs intäkter kommer idag från återkommande intäktskällor som programvaror (28%) och support (8%), 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 prenumerationsmodeller. 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 kapitallätt med mycket låga investeringsbehov och genererar därför starka kassaflöden. Dessa kan användas för att genomföra selektiva förvärv och därigenom öka tillväxten ytterligare framöver.

Värdering

Värderingen utgår från en relativ- och 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.

Motiverat värde

195-197 kr

Estimatförändringar

Vi justerar våra estimat något baserat på förvärvet av Spot On Solutions och Stragetibyrån NOGA ("Spot On") samt den lägre marginalen under Q2. Vi gör även justeringar för kommande år baserat på förvärvet men bibehåller i övrigt våra estimat om att bolaget uppnår en omsättning om ca 1 000 mkr samt en EBITA-marginal om 17.2% år 2025. Detta att jämföra med bolagets målsättning om 1000 mkr i omsättning, och marginal om 20%. Drivkrafterna bakom marginalförstärkningen ser vi fortsatt ska komma ifrån (i) högre andel återkommande intäkter, som vi bedömer har en klart högre marginal jämfört med konsultverksamheten, (ii) marginalförbättring i framför allt den norska verksamheten Vitari, som vid förvärvsögonblicket hade en marginal om 8%. För djupare analys kring marginalantaganden, se tidigare analys.

| Nya estimat | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Omsättning | 536 | 750 | 860 | 980 |
| Tillväxt | 84% | 40% | 15% | 14% |
| EBITA | 73 | 112 | 141 | 164 |
| EBITA-marginal | 13,7% | 14,9% | 16,4% | 16,7% |
| EPS, justerad (kr) | 4,4 | 5,8 | 8,2 | 9,4 |
| DPS (kr) | 1,5 | 1,4 | 2,7 | 3,1 |

| Tidigare estimat | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Omsättning | 536 | 714 | 819 | 940 |
| Tillväxt | 84% | 33% | 15% | 15% |
| EBITA | 73 | 115 | 134 | 158 |
| EBITA-marginal | 13,7% | 16,1% | 16,4% | 16,8% |
| EPS, justerad (kr) | 4,4 | 6,9 | 8,0 | 9,2 |
| DPS (kr) | 1,5 | 2,3 | 2,7 | 3,1 |

| Förändring i % | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Omsättning | 0% | 5% | 5% | 4% |
| EBITA | 0% | -2% | 5% | 4% |
| EPS, justerad | 0% | -16% | 3% | 2% |
| DPS | 0% | -39% | 0% | 0% |

Källa: EPB

Värdering

Givet marknadssentimentet, med ökade riskpremier och multipelkontraktion för tillväxtbolag, justerar vi vårt motiverade värde till 195-197 kr per aktie (219-221).

Relativvärdering - motiverar ett värde om 187 kr per aktie

Vår relativvärdering bygger på en "Sum Of The Parts" värdering, där vi värderar de återkommande programvaruintäkterna med jämförbara noterade bolag, samt konsult- och övrig verksamhet med listade konsultbolag. Återkommande programvaruintäkter värderar vi med en EV/sales multipel, medan konsult- och övrig verksamhet värderar vi utifrån en EV/EBIT multipel.

EV/sales multipeln uppgår till 6x för 2022e samt 5,1x för 2023e (tidigare 8x och 6,5x), vilket är medianen för Formpipe, Lime, Upsales och Vitec. EV/EBIT multipeln uppgår till 14x (19x), vilket är medianen för B3, C.A.G, KnowIT, Precio, Softronic (källa: Factset). Sammantaget motiverar vår relativvärdering ett värde om 187 kr per aktie.

Kassaflödesanalys - motiverar ett värde om 205 kr per aktie

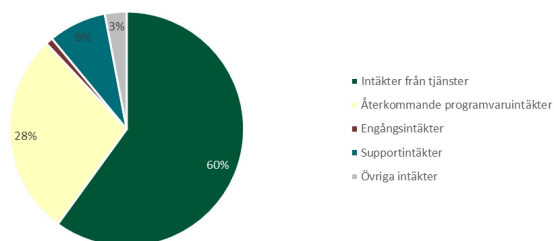
| Valuation output | | | | WACC assumptions | | Sensitivity analysis | | | | | | |
|---|----------|--------|------|-----------------------------|-------|----------------------|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-----|
| Sum of PV of FCF (explicit period) | 1 264 | | | Risk free nominal rate | 1,6% | WACC | Long-term growth rate | | | | | |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | 1 491 | | | Risk premium | 7,0% | | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | |
| Enterprise value | 2 754 | | | Extra risk premium | 1,5% | | 8,7% | 216 | 230 | 246 | 266 | 289 |
| Latest net debt | 107 | | | Beta | 1,0 | | 9,2% | 199 | 211 | 224 | 240 | 259 |
| Minority interests & other | 0 | | | Cost of equity | 10,1% | | 9,7% | 184 | 194 | 205 | 219 | 234 |
| Equity value | 2 648 | | | Cost of debt (pre-tax) | 3,0% | | 10,2% | 171 | 180 | 189 | 200 | 213 |
| No. of shares outstanding (millions) | 13 | | | Tax rate | 21% | | 10,7% | 160 | 167 | 175 | 185 | 196 |
| Equity value per share (SEK) | 205 | | | Target debt/(debt + equity) | 5% | | Long-term EBIT margin | | | | | |
| | | | | WACC | 9,7% | | 12,2% | 14,7% | 17,2% | 19,7% | 22,2% | |
| Implicit multipl. | 2021 | 2022 | 2023 | Terminal value assumptions | | WACC | 8,7% | 191 | 218 | 246 | 274 | 302 |
| EV/Sales | 5,1 | 3,7 | 3,2 | Long term growth rate | 3,0% | | 9,2% | 175 | 199 | 224 | 249 | 274 |
| EV/EBITDA | 36,1 | 23,8 | 19,1 | Long term EBIT margin | 17,2% | | 9,7% | 161 | 183 | 205 | 228 | 250 |
| EV/EBIT | -11835,4 | 61,5 | 37,3 | Depreciation (% of sales) | 0,5% | | 10,2% | 149 | 169 | 189 | 209 | 229 |
| EV/NOPLAT | -14906,1 | 77,4 | 47,0 | Capex (% of sales) | 0,5% | | 10,7% | 139 | 157 | 175 | 194 | 212 |
| P/E | | | | Working cap. (% of sales) | 0,0% | | | | | | | |
| ROIC/WACC | | | | Tax rate | 21% | | | | | | | |
| Current Share price | | 174,50 | | | | | | | | | | |

Källa: EPB

Slutsats värdering

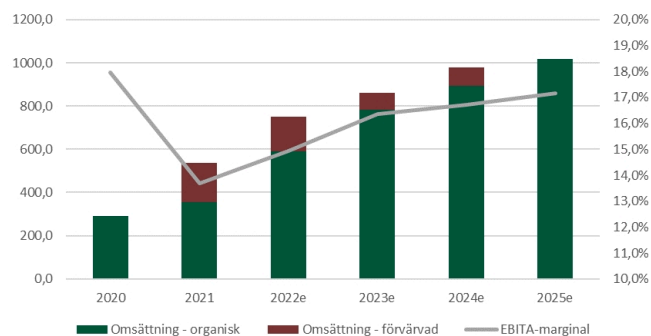
Samtantaget motiverar vår relativ- och kassaflödesvärdering ett motiverat värde om 195-197 kr per aktie.

Intäktsfördelning - LTM (Q2'22)



Källa: Bolaget

Estimat (mkr)



Källa: EPB

Bolagsfakta

| Största aktieägare | Aktier | Röster |
|-------------------------------------|---|--------|
| Syntrans AB (Chairman of the board) | 18,6% | 18,6% |
| Cliens Fonder | 9,5% | 9,5% |
| Creades | 8,8% | 8,8% |
| South Street Invest (CEO) | 8,0% | 8,0% |
| Övriga | 55,1% | 55,1% |
| Ordförande | Peter Viberg | |
| Verkställande direktör | Johan Kallblad | |
| Finansdirektör | Anna Gustafsson | |
| Investerarkontakt | Hampus Strandqvist | |
| Hemsida | https://www.exsitec.se/ | |

Källa: Holdings

Kurs vs. motiverat värde (kr)



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning (mkr)

| | 2015/16 | 2016/17 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Nettoomsättning | 126 | 138 | 178 | 262 | 292 | 536 | 750 | 860 | 980 | 1 019 |
| Övriga intäkter | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | -1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| Kostnad sålda varor | 0 | 0 | 0 | -6 | -8 | -8 | -8 | -12 | -15 | -17 |
| Bruttovinst | 126 | 138 | 178 | 257 | 288 | 527 | 744 | 849 | 966 | 1 003 |
| Försäljningskostnader | | | | | | | | | | |
| Administrationskostnader | -101 | -113 | -147 | -218 | -234 | -449 | -627 | -704 | -797 | -824 |
| 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 | 116 | 144 | 167 | 178 |
| Av- och nedskrivningar materiella anläggningstillgångar | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 | -3 | -4 | -3 | -3 | -3 |
| EBITA | 25 | 25 | 30 | 37 | 52 | 73 | 112 | 141 | 164 | 175 |
| Av- och nedskrivningar immateriella anläggningstillgångar | -3 | -3 | -32 | -35 | -38 | -73 | -87 | -68 | -67 | -65 |
| EBIT | 28 | 28 | 62 | 71 | 15 | -5 | 25 | 73 | 97 | 110 |
| Finansiella intäkter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansiella kostnader | 0 | 0 | -2 | -1 | -1 | -2 | -4 | -5 | -5 | -5 |
| Resultat före skatt | 28 | 28 | 60 | 70 | 14 | -7 | 21 | 68 | 91 | 104 |
| Skatter | -5 | -6 | -6 | -8 | -11 | -15 | -22 | -28 | -33 | -35 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat (rapporterat) | 22 | 22 | 54 | 62 | 3 | -22 | -1 | 40 | 59 | 69 |
| Nettoresultat (justerat) | 20 | 20 | 22 | 28 | 40 | 56 | 75 | 108 | 126 | 135 |

Balansräkning (mkr)

| | 2015/16 | 2016/17 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | | | |
| Goodwill | 7 | 3 | 135 | 118 | 80 | 301 | 323 | 269 | 209 | 144 |
| Övriga immateriella tillgångar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Materiella anläggningstillgångar | 0 | 0 | 4 | 4 | 4 | 19 | 19 | 19 | 19 | 20 |
| Räntebärande anläggningstillgångar | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 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 | 344 | 290 | 230 | 165 |
| Varulager | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Kundfordringar | 17 | 18 | 34 | 46 | 47 | 110 | 135 | 154 | 175 | 182 |
| Övriga omsättningstillgångar | 11 | 17 | 15 | 23 | 25 | 37 | 49 | 56 | 64 | 67 |
| Likvida medel | 15 | 11 | 11 | 5 | 59 | 83 | 112 | 178 | 253 | 342 |
| Summa omsättningstillgångar | 43 | 46 | 61 | 74 | 132 | 230 | 298 | 390 | 495 | 592 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 50 | 50 | 200 | 196 | 217 | 551 | 642 | 680 | 725 | 758 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | | | |
| Eget kapital | 20 | 20 | 101 | 92 | 142 | 231 | 239 | 253 | 270 | 294 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 7 | 7 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa eget kapital | 20 | 20 | 108 | 99 | 148 | 231 | 239 | 253 | 270 | 294 |
| Långfristiga finansiella skulder | 0 | 0 | 38 | 26 | 2 | 101 | 125 | 125 | 125 | 125 |
| 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 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| Summa långfristiga skulder | 0 | 0 | 38 | 31 | 4 | 125 | 157 | 157 | 157 | 157 |
| Kortfristiga finansiella skulder | 0 | 0 | 13 | 13 | 1 | 43 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| Leverantörsskulder | 7 | 5 | 14 | 17 | 20 | 42 | 52 | 59 | 67 | 70 |
| Skatteskulder | 4 | 7 | 2 | 4 | 6 | 12 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| Övriga kortfristiga skulder | 18 | 18 | 25 | 33 | 38 | 99 | 122 | 138 | 158 | 164 |
| Summa kortfristiga skulder | 30 | 30 | 54 | 67 | 65 | 196 | 245 | 269 | 297 | 306 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 50 | 50 | 200 | 196 | 217 | 551 | 642 | 680 | 725 | 758 |

Källa: EPB

Kassaflödesanalys (mkr)

| | 2015/16 | 2016/17 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|------------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|------------|-------------|
| Nettoresultat (rapporterat) | 22 | 22 | 54 | 62 | 3 | -22 | -1 | 40 | 59 | 69 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | -1 | 0 | -31 | -31 | 42 | 83 | 95 | 71 | 70 | 69 |
| Förändringar i rörelsekapital | -1 | -9 | -7 | -8 | 5 | -13 | -8 | -2 | -2 | -1 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 20 | 13 | 16 | 23 | 49 | 47 | 86 | 109 | 127 | 137 |
| Investeringar | -2 | 0 | -11 | -19 | -1 | -3 | -5 | -3 | -3 | -4 |
| Avyttringar | 0 | 0 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Fritt kassaflöde | 18 | 13 | 13 | 4 | 48 | 44 | 81 | 106 | 124 | 134 |
| Utdelningar | -13 | -17 | 0 | 0 | 0 | -16 | -19 | -35 | -42 | -46 |
| Nyemission / återköp | 0 | 0 | 3 | 0 | 47 | 149 | 25 | 9 | 0 | 0 |
| Förvärv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -311 | -102 | -15 | -7 | 0 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | 0 | 0 | -12 | -10 | -40 | 158 | 43 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | 6 | -4 | 4 | -6 | 54 | 24 | 28 | 66 | 76 | 88 |
| Omräkningsdifferenser i likvida medel | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoskuld | -15 | -11 | 40 | 34 | -57 | 61 | 69 | 3 | -73 | -161 |

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

| | 2015/16 | 2016/17 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt | 34% | 9% | 29% | 47% | 12% | 84% | 40% | 15% | 14% | 4% |
| EBIT-tillväxt (adj) | 61% | 1% | 18% | 23% | 43% | 40% | 34% | 43% | 16% | 7% |
| EPS-tillväxt, justerad | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 27% | 33% | 41% | 15% | 7% |
| 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% | 15,4% | 16,7% | 17,1% | 17,5% |
| EBIT-marginal (adj) | 19,8% | 18,3% | 16,8% | 14,1% | 18,0% | 13,7% | 13,1% | 16,4% | 16,7% | 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% | 32% | 44% | 48% | 48% |
| ROCE, justerad | 475% | 401% | 38% | 26% | 46% | 36% | 30% | 45% | 63% | 88% |
| ROIC | 99% | 100% | 15% | 21% | 27% | 22% | 20% | 26% | 29% | 30% |
| Investeringar, mkr | 2 | 0 | 11 | 19 | 1 | 3 | 5 | 3 | 3 | 4 |
| Investeringar / omsättning | 2% | 0% | 6% | 7% | 0% | 1% | 1% | 0% | 0% | 0% |
| Försäljning- och administrationskostnader / omsättning | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 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% | 18% | 18% | 18% | 18% |
| Leverantörsskulder / omsättning | 6% | 4% | 8% | 7% | 7% | 8% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| Rörelsekapital / omsättning | -2% | 3% | 5% | 6% | 3% | -1% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Kapitalomsättningshastighet | 2,9x | 2,8x | 1,4x | 1,3x | 1,4x | 1,4x | 1,3x | 1,3x | 1,4x | 1,4x |

Finansiell ställning (mkr)

| | 2015/16 | 2016/17 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------------|---------|---------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | -15 | -11 | 40 | 34 | -57 | 61 | 69 | 3 | -73 | -161 |
| Soliditet | 40% | 40% | 54% | 50% | 68% | 42% | 37% | 37% | 37% | 39% |
| Nettoskuldssättningsgrad | -78% | -58% | 37% | 35% | -38% | 26% | 29% | 1% | -27% | -55% |
| Nettoskuld / EBITDA(adj) | -0,6x | -0,4x | 1,3x | 0,9x | -1,1x | 0,2x | 0,2x | 0,0x | -0,1x | -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 | -0,06 | 3,02 | 4,39 | 5,18 |
| EPS, justerad | n/a | n/a | n/a | n/a | 4,29 | 4,37 | 5,80 | 8,18 | 9,39 | 10,05 |
| FCF per aktie | n/a | n/a | n/a | n/a | 4,12 | 3,44 | 6,49 | 7,93 | 9,25 | 9,98 |
| Utdelning per aktie | n/a | n/a | n/a | n/a | 1,40 | 1,50 | 1,40 | 2,70 | 3,10 | 3,40 |
| Eget kapital per aktie | n/a | n/a | n/a | n/a | 12,1 | 18,1 | 18,5 | 18,9 | 20,2 | 21,9 |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner) | n/a | n/a | n/a | n/a | 12,2 | 13,3 | 13,4 | 13,4 | 13,4 | 13,4 |

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 | 52,7x | 30,1x | 21,3x | 18,6x | 17,4x |
| P/EK | n/a | n/a | n/a | n/a | 5,5x | 12,7x | 9,4x | 9,2x | 8,6x | 8,0x |
| P/FCF | n/a | n/a | n/a | n/a | 16,1x | 66,8x | 26,9x | 22,0x | 18,9x | 17,5x |
| Direktavkastning | n/a | n/a | n/a | n/a | 2,1% | 0,7% | 0,8% | 1,5% | 1,8% | 1,9% |
| Utdelningsandel, justerad | n/a | n/a | n/a | n/a | 33% | 34% | 24% | 33% | 33% | 34% |
| EV/Sales | n/a | n/a | n/a | n/a | 2,6x | 5,8x | 3,2x | 2,7x | 2,3x | 2,1x |
| EV/EBITDA (adj) | n/a | n/a | n/a | n/a | 14,0x | 40,8x | 20,8x | 16,3x | 13,6x | 12,2x |
| EV/EBIT (adj) | n/a | n/a | n/a | n/a | 14,4x | 42,4x | 24,5x | 16,6x | 13,8x | 12,4x |
| Aktiekurs, årets slut | n/a | n/a | n/a | n/a | 66,5 | 230,0 | 174,5 | 174,5 | 174,5 | 174,5 |
| EV, årets slut | n/a | n/a | n/a | n/a | 756 | 3 113 | 2 407 | 2 341 | 2 265 | 2 177 |

Källa: EPB

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 | Q1 22 | Q2 22 |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Nettoomsättning | n/a | n/a | 51 | 94 | 80 | 70 | 58 | 84 | 105 | 130 | 115 | 186 | 181 | 190 |
| Övriga intäkter | n/a | n/a | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | -3 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Kostnad sålda varor | n/a | n/a | -2 | -2 | -2 | -2 | -3 | -2 | -2 | -2 | -2 | -3 | -1 | -2 |
| Bruttovinst | n/a | n/a | 49 | 93 | 78 | 69 | 56 | 86 | 100 | 128 | 114 | 184 | 181 | 189 |
| 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 | -82,2 | -106,1 | -104,2 | -157,9 | -146,1 | -163,2 |
| Övriga kostnader | n/a | n/a | | | | | | | | | | | | |
| EBITDA | n/a | n/a | 3 | 14 | 15 | 12 | 8 | 19 | 18 | 22 | 10 | 26 | 35 | 26 |
| Avskrivningar | n/a | n/a | -10 | -8 | -10 | -10 | -10 | -10 | -15 | -18 | -33 | -15 | -25 | -29 |
| Goodwillnedskrivningar | n/a | n/a | -2 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | n/a | n/a | -8 | 5 | 5 | 2 | -2 | 9 | 3 | 4 | -23 | 11 | 9 | -3 |
| Jämförelsestörande poster | n/a | n/a | -2 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT (justerad) | n/a | n/a | -10 | 4 | 5 | 2 | -2 | 9 | 3 | 4 | -23 | 11 | 9 | -3 |
| Finansiella intäkter | n/a | n/a | 0 | 0 | 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 | -1 | -1 |
| Resultat före skatt | n/a | n/a | -11 | 4 | 5 | 2 | -2 | 9 | 3 | 3 | -23 | 10 | 9 | -4 |
| Skatter | n/a | n/a | -1 | -3 | -3 | -2 | -2 | -4 | -3 | -6 | -2 | -5 | -7 | -4 |
| Minoritetsintressen | n/a | n/a | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat (rapporterat) | n/a | n/a | -11 | 1 | 2 | -1 | -3 | 5 | 0 | -2 | -25 | 5 | 2 | -8 |
| Nettoresultat (justerat) | n/a | n/a | 3 | 11 | 11 | 8 | 6 | 14 | 15 | 15 | 7 | 19 | 26 | 5 |
| | Q1 19 | Q2 19 | Q3 19 | Q4 19 | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21 | Q2 21 | Q3 21 | Q4 21 | Q1 22 | Q2 22 |
| Omsättningsstillväxt | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 15% | -11% | 31% | 86% | 98% | 121% | 73% | 46% |
| EBIT-tillväxt (justerad) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 147% | 36% | 20% | 94% | 15% | 33% | 90% | -50% |
| 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 | n/a | n/a |
| EBITDA-marginal (justerad) | n/a | n/a | 7% | 15% | 19% | 17% | 14% | 23% | 17% | 17% | 9% | 14% | 19% | 13% |
| EBIT-marginal (justerad) | n/a | n/a | -16% | 5% | 7% | 3% | -3% | 11% | 3% | 3% | -20% | 6% | 5% | -2% |
| Skattesats | n/a | n/a | -6% | 83% | 60% | 164% | -81% | 44% | 106% | 163% | -7% | 54% | 78% | -111% |

Källa: EPB

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 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