



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 26 oktober 2022

Upsales Technology

Rekordmarginal och bibehållen tillväxt

Lönsamhet når nya nivåer...

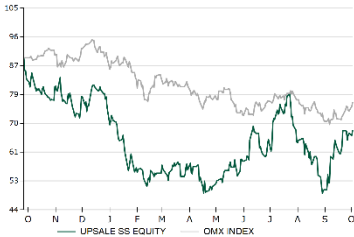
Omsättningen i kvartalet uppgick till 32,7 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 45,7% y/y. Siffran var en de högsta sedan bolaget kom till börsen. Historiskt har mixen mellan nya kunder och tillväxt på befintliga kunder varit 50/50, i kvartalet är tillväxten på befintlig kund något högre samtidigt som nyförsäljningen varit fortsatt stark. EBITDA uppgick till 13,1 mkr vilket motsvarar en marginal om 40,2% och är väsentligt högre än våra estimat för prognosperioden och helåret.

...vi är försiktiga i att räkna hem marginalexpansion

Baserat på den starka lönsamheten i Q3 höjer vi våra estimat för EBITDA med ca 2 mkr under perioden 23-24. På innevarande år höjer vi EBITDA med ca 5 mkr givet att marginalen i kvartalet var högre än våra estimat för helåret. Bolaget levererar således på prognosen att lönsamheten under H2 skulle vara starkare än H1 med råge. Vi justerar dock endast våra intäktsestimater marginellt givet det ekonomiska läget.

Stark lönsam tillväxt motiverar premievärdering

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 90-92 kr. Ett vanligt effektivitetsmått för SaaS-bolag är summan av tillväxt och kassaflödesmarginal, ett bolag anses vara välskött om siffran är högre än 40%, Upsales har i dagsläget en kvot om ca 50% vilket indikerar ett EV/Sales norr om 10x. Då vårt peer-set är internationellt väljer vi att applicera en rabatt vilket gör att vi kommer fram till vårt motiverade värde som motsvarar en EV/sales om ca 8,5x.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	90 - 92 kr												
Totala intäkter	136	-0,3	177	-1,7	Totala intäkter	101	136	177	225	Aktiekurs	67,8 kr												
EBITDA, just.	34	13,6	49	0,9	Intäktstillväxt	27%	35%	30%	27%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	1,2	-5,9	1,8	-19,8	EBITDA, just.	20	34	49	63	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
<div>Kommande händelser</div> <div>Q4 - rapport15 februari 2023</div>					EBIT, just.	13	27	39	51														
					EPS, just.	0,6	1,2	1,8	2,4														
					EK/aktie	2,3	2,2	3,3	4,6														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier17</div> <div>Börsvärde1 127</div> <div>Nettoskuld-49</div> <div>EV1078</div> <div>Free float48%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt3(k)</div>					Utdelning per aktie	0,0	2,0	1,1	1,2	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td>✓</td><td></td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
						Yes	No																
					Likviditetsgarant	✓																	
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
					EBIT-marginal	12,5%	19,4%	21,9%	22,7%														
					ROE, just.	29,0%	55,1%	66,6%	61,6%														
					ROCE, just.	9,6%	17,6%	21,0%	19,4%														
					EV/Sales	11,8x	7,9x	6,1x	4,7x														
					EV/EBITDA	59,7x	32,2x	22,1x	16,9x														
					EV/EBIT	93,8x	40,8x	27,7x	20,9x														
					P/E, just.	131,2x	54,3x	36,7x	27,8x														
					P/EK	32,3x	30,7x	20,3x	14,8x														
<div>Analytiker</div> <div>Rikard Engberg</div> <div>rikard.engberg@penser.se</div>					Direktavkastning	0,0%	2,9%	1,6%	1,8%														
					FCF yield	2%	0%	2%	3%														
					Nettoskuld/EBITDA	-3,3x	-1,3x	-1,1x	-1,0x														

Investment case

Upsales är ett SaaS-bolag som säljer och utvecklar CRM-system för små och medelstora bolag. Andelen små och medelstora bolag som använder sig av CRM är i dagsläget mycket liten men vi ser både regulatoriska och affärsmässiga anledningar till att penetrationen av CRM kommer att öka.

Bolagsprofil

CRM-system – hög strukturell tillväxt

Marknaden för SaaS-baserade CRM-system i Norden väntas växa med ca 20% årligen de kommande åren. Vi ser framför allt tre anledningar till den accelererande tillväxttakten. De två främsta anledningarna till den högre tillväxttakten är dels regulatoriska krav då GDPR kräver att bolag har kontroll på kunddata och personuppgifter. Den andra drivkraften är att bolag ser stora affärsmässiga vinster med att börja använda sig av CRM-system. En tredje faktor är utfasningen av gamla licensbaserade system.

En blå ocean

I dagsläget har mindre än 50% av alla små och medelstora bolag ett CRM-system installerat. Av den installerade basen är dessutom en relativt stor del äldre on-premise-baserade system (system där kunden betalar i förskott för en licens). Vi bedömer att denna installerade bas under de kommande åren ersätts av SaaS-lösningar. Vidare bedömer vi att de regulatoriska drivkrafterna som beskrivs ovan kommer att bidra till att användandet av CRM-system ökar då bolag nu riskerar böter om kunddata eller personuppgifter inte hanteras enligt lagen.

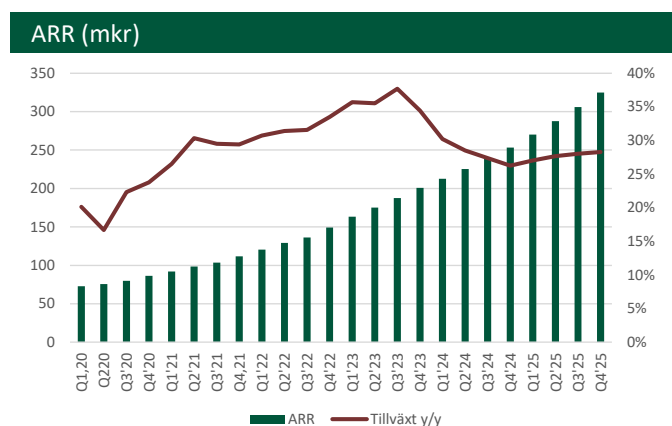
En attraktiv affärsmodell med starka nyckeltal

Upsales säljer sin mjukvara direkt genom en SaaS-lösning. SaaS eller Software as a Service innebär att mjukvaran säljs genom abonnemang. Vi ser detta som en mycket attraktiv affärsmodell då den genererar återkommande intäkter och höga bruttomarginaler. Vidare ser vi att Upsales historiskt har visat starka SaaS-relaterade nyckeltal i form av en hög andel återkommande intäkter av totala intäkter (Totala intäkter/ARR) och låg churn-rate (Upsales hade en churn under 10% 2018) vilket får ses som starkt för ett mjukvarubolag med inriktning mot SME:s (generellt anses en churn mellan 5–10% som starkt för denna typ av bolag). Vidare ser vi att bolaget enligt våra estimat har en kort payback-tid (under 1 år) vid kundanförskaffning vilket gör att vi tror att man har en bra prissättning samt effektivt marknadsförings- och säljarbete.

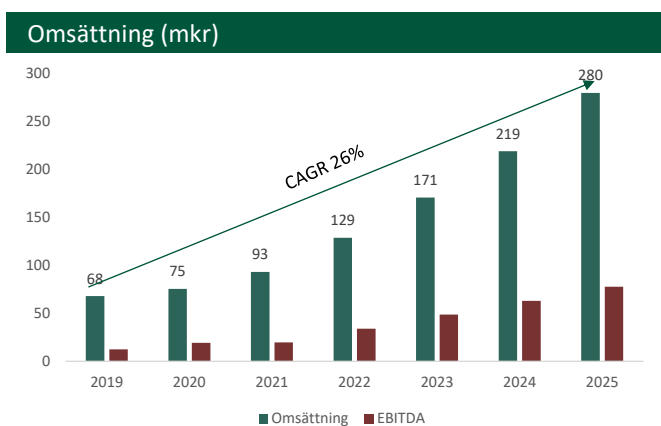
Värdering

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 90-92 kr. Vi har stöd i både vår DCF och relativvärdering.

Upsales i Grafer

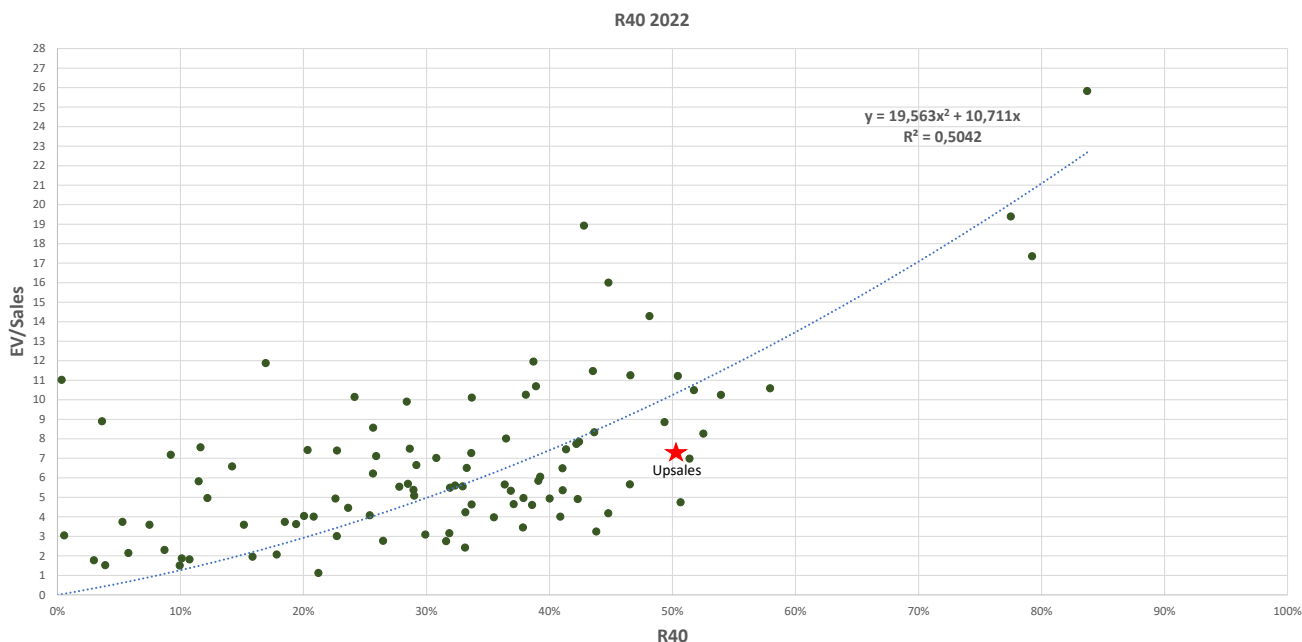


Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB, Bolaget

Upsales är undervärderat givet effektivitet i bolagets tillväxt



Källa: Factset

Värdering

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output					WACC assumptions					Sensitivity analysis									
Sum of PV of FCF (explicit period)	574				Risk free nominal rate	2,0%				Long-term growth rate									
PV of terminal value (perpetuity formula)	757				Risk premium	5,0%													
Enterprise value	1 331				Extra risk premium	3,5%				Long-term growth rate									
Latest net debt	-55				Beta	1,0													
Minority interests & other	0				Cost of equity	10,5%				Long-term growth rate									
Equity value	1 382				Cost of debt (pre-tax)	3,0%													
No. of shares outstanding (millions)	37				Tax rate	22%				Long-term EBIT margin									
Equity value per share (SEK)	83				Target debt/(debt + equity)	0%													
					WACC	10,5%				Long-term EBIT margin									
Implicit multipl.					Terminal value assumptions														
EV/Sales	2021	2022	2023		Long-term growth rate	2,0%													
EV/EBITDA	14,3	10,3	7,8		Long-term EBIT margin	30,0%													
EV/EBIT	67,2	37,6	10,3		Depreciation (% of sales)	3,0%													
EV/NOPLAT	105,8	47,0	34,4		Capex (% of sales)	2,5%													
EV/NOPLAT	135,6	60,3	44,0		Working cap. (% of sales)	15,0%													
P/E					Tax rate	22%													
ROIC/WACC																			
Current Share price	72																		

DCF (SEK)															Terminal 2033		
Sales	2022-10-26	dec-18	dec-30	dec-21	dec-22	dec-23	dec-24	dec-25	dec-26	dec-27	dec-28	dec-29	dec-30	dec-31	dec-32	dec-33	Terminal 2033
EBITDA	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033	
- Depreciation	68	75	83	129	131	171	219	278	345	419	497	576	652	719	744	811	827
+ EBIT	8	18	20	35	35	49	63	82	103	126	152	179	205	229	249	264	274
- Tax on EBIT	-9	-9	-7	-7	-12	-10	-12	-18	-15	-20	-23	-25	-26	-27	-27	-26	-25
+ NOPLAT	4	9	13	28	39	51	67	85	106	129	154	184	218	201	222	238	248
- Capex	-1	-2	-8	-9	-9	-11	-15	-19	-23	-28	-34	-39	-44	-49	-52	-55	-55
+ Gross cash flow	7	10	7	10	22	40	30	66	83	101	120	139	157	181	185	191	193
- Increase (decrease) in WC	12	9	7	7	10	12	15	18	20	23	25	26	27	27	27	26	25
+ Free cash flow from operations	0	17	35	8	23	34	4	49	63	79	97	116	135	154	171	185	195
PV of cash flow																	
% of Enterprise value																	
Accumulated % of Enterprise value																	

Key figures																
Sales growth	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBITDA margin	10,0%	23,5%	18,3%	32,5%	29,7%	27,0%	24,2%	21,4%	18,6%	15,9%	13,1%	10,3%	7,5%	4,8%	2,0%	2,0%
EBITDA growth	24%	21%	27%	218,8%	29%	29,4%	30,28%	30,28%	31,2%	31,8%	32,2%	32,6%	33,1%	33,6%	34,1%	34,6%
EBIT margin	40%	8%	79%	28%	29,4%	29,4%	25,9%	20,4%	17,2%	17,4%	14,4%	11,7%	8,3%	6,1%	3,3%	3,3%
EBIT growth	12%	14%	22%	23%	23,4%	24,0%	24,7%	25,4%	26,0%	26,7%	27,3%	28,0%	28,7%	29,3%	30,0%	30,6%
Depreciation (% of sales)	7,8%	22,0%	7,8%	5,0%	5,0%	5,3%	5,5%	5,8%	6,0%	6,3%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%	7,8%	8,1%
Capex (% of sales)	6,3%	3,4%	5,9%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,5%
Capex (% of depreciation)	54%	44%	44%	107%	60%	50%	62%	64%	65%	67%	69%	71%	73%	76%	80%	83%
Working capital (% of sales)	23%	11%	13%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%

Peers														
Share price perf.					EV/S			EV/EBITDA			CY rev. growth			
Name	Share price (USD)	LTM	LGM	LTM	M-cap (USD)	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2022	2023	2023
SignUp Software	8,0	nm	-10,9%	-7,1%	186	nm	nm	nm	nm	nm	nm	30,7%	28,3%	2,0%
Carasent	1,7	-46,7%	-49,3%	-27,0%	131	10,07	3,28	2,67	30,5	11,3	8,6	41,3%	22,9%	2,0%
SignUp Software	8,0	nm	-10,9%	-7,1%	186	nm	nm	nm	nm	nm	nm	30,7%	28,3%	2,0%
Carasent	1,7	-46,7%	-49,3%	-27,0%	131	10,07	3,28	2,67	30,5	11,3	8,6	41,3%	22,9%	2,0%
Mercell Holding	0,6	nm	nm	nm	#N/A	nm	nm	nm	nm	nm	nm	-	-	2,0%
Avanza Bank Holding	16,8	-30,1%	-34,9%	3,6%	2 708	15,08	8,47	7,31	nm	nm	nm	-11,9%	13,9%	2,0%
Nordnet	11,3	-16,9%	-16,9%	-5,4%	2 912	10,54	8,47	7,02	nm	nm	nm	-9,2%	21,9%	2,0%
AVTECH Sweden	0,2	80,6%	-9,1%	19,0%	14	9,96	6,47	5,27	59,8	17,8	11,9	83,3%	22,7%	2,0%
Fortnox	3,9	13,4%	-5,7%	-9,4%	2 516	37,77	22,04	16,56	87,4	47,7	34,4	37,5%	32,4%	2,0%
SmartCraft	1,5	nm	-22,9%	-4,9%	272	nm	nm	nm	nm	nm	nm	24,6%	15,7%	2,0%
Kahoot	2,0	-66,9%	-34,6%	9,5%	972	nm	5,94	4,58	nm	33,7	18,1	95,1%	26,7%	2,0%
Lime Technologies	18,5	-37,5%	-29,5%	-4,9%	249	11,87	6,24	5,49	36,1	19,8	17,5	19,7%	14,0%	2,0%
SimCorp	55,2	-48,3%	-32,7%	-17,0%	2 197	7,70	4,18	3,92	25,9	17,5	14,9	10,2%	6,9%	2,0%
Admicom	43,3	-49,3%	-36,3%	-9,1%	210	15,91	6,73	5,94	33,2	14,9	13,2	27,3%	13,6%	2,0%
Lemonsoft	10,3	nm	-29,5%	-6,9%	#N/A	nm	nm	nm	nm	nm	nm	32,3%	22,0%	2,0%
Efecte	8,0	-46,5%	-35,1%	-28,2%	52	4,00	2,37	2,02	73,8	249,8	99,9	18,0%	17,3%	2,0%
FormPipe Software	2,0	-32,9%	-42,3%	-16,9%	110	5,14	2,63	2,35	18,1	16,3	11,0	4,2%	11,8%	2,0%
Vitec Software Group	32,9	2,1%	-10,2%	-20,7%	1 141	nm	nm	nm	nm	nm	nm	23,7%	21,5%	2,0%
House of Control Group	1,0	-48,7%	18,0%	52,5%	59	3,62	2,95	2,62	nm	30,2	15,3	23,4%	12,6%	2,0%
Karnov Group	4,9	8,4%	1,3%	-5,9%	538	8,71	5,14	2,79	20,4	14,1	9,3	38,6%	84,3%	2,0%
Litium	1,1	-35,9%	-23,9%	-5,9%	16	3,75	1,97	1,54	nm	nm	9,4	17,4%	27,9%	2,0%
Bambuser	0,3	-83,0%	-71,3%	-20,6%	71	18,19	nm	nm	nm	nm	nm	56,5%	31,5%	2,0%
Checkin.com Group	2,4	-44,6%	-31,6%	-9,6%	65	nm	9,23	4,54	nm	864,2	22,2	92,5%	103,2%	2,0%
Upsales Technology	5,9	-9,5%	3,4%	19,6%	100	11,80	7,90	6,10	60,0	32,0	22,0	39,8%	33,8%	2,0%
Median						10,07	5,54	4,23	31,87	17,78	14,06	29%	22%	2,0%
medel						11,49	6,21	4,83	41,57	103,72	21,03	33%	27%	2,0%
Vs Upsales						3%	27%	26%	44%	80%	5%	20%	24%	2,0%
Källa: Factset														

X EV/Sales 2023, Y försäljning 2023					
	7x	8x	9x	10x	11x
160	65	74	84	94	103
180	73	84	95	106	116
200	81	94	106	118	130
220	90	103	116	130	143
240	98	113	127	142	156
Källa: EPB					

Resultaträkning							
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	57	68	75	93	129	171	219
Totala intäkter	61	72	79	101	136	177	225
Bruttovinst	61	72	79	101	136	177	225
Övriga rörelsekostnader	-29	-32	-32	-49	-52	-62	-78
EBITDA, justerad	11	13	18	20	34	49	63
EBIT, justerad	2	4	9	13	27	39	51
EBIT	2	4	9	13	27	39	51
Finansiella poster	-1	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	1	3	9	12	27	39	51
Skatter	-1	-1	-3	-3	-6	-8	-11
Nettoresultat, justerad	0	3	7	10	21	31	41
Nettoresultat	0	3	7	10	21	31	41

Källa: EPB

Kassaflödesanalys							
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	2	4	9	13	27	39	51
Övriga kassaflödespåverkande poster	-1	0	0	0	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-3	0	5	21	-14	-11	-12
Kassaflöde från den operationella verksamheten	7	12	24	40	14	29	40
Investeringar	-4	0	0	-8	-5	-5	-5
Fritt kassaflöde	2	6	19	28	2	18	29
Utdelningar	0	0	0	0	-33	-18	-20
Nyemission / återköp	0	27	0	2	9	7	0
Förändringar av lån	-	-25	0	0	-	-	-
Kassaflöde	2	8	19	30	-23	7	9
Nettoskuld	16	-17	-35	-66	-45	-52	-61

Källa: EPB

Balansräkning							
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	16	16	15	17	23	24	23
Finansiella anläggningstillgångar	2	1	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	6	4	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	26	23	17	22	32	38	42
Kundfordringar	17	20	19	22	32	43	55
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	17	35	66	45	52	61
Summa omsättningstillgångar	29	40	57	94	83	100	121
SUMMA TILLGÅNGAR	56	63	74	116	115	138	164
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	-9	20	27	39	37	56	76
Summa eget kapital	-9	20	27	39	37	56	76
Långfristiga räntebärande skulder	9	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	9	0	0	0	0	0	0
Kortfristiga räntebärande skulder	16	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	4	4	2	11	13	17	22
Övriga kortfristiga skulder	5	5	6	9	9	9	9
Summa kortfristiga skulder	55	42	47	77	79	83	88
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	56	63	74	116	115	138	164

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler							
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäkstillväxt	-	19%	10%	27%	35%	30%	27%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	19%	45%	8%	69%	45%	29%
EBIT-tillväxt, justerad	-	54%	149%	37%	110%	46%	32%
EPS-tillväxt, justerad	-	20917%	144%	32%	118%	48%	32%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	17,5%	17,5%	23,0%	19,7%	24,6%	27,6%	28,1%
EBITDA-marginal, justerad	17,5%	17,5%	23,0%	19,7%	24,6%	27,6%	28,1%
EBIT-marginal	4,0%	5,1%	11,6%	12,5%	19,4%	21,9%	22,7%
EBIT-marginal, justerad	4,0%	5,1%	11,6%	12,5%	19,4%	21,9%	22,7%
Vinst-marginal, justerad	0,0%	53,1%	8,4%	9,5%	15,2%	17,4%	18,0%

Källa: EPB

Avkastning							
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	48%	28%	29%	55%	67%	62%
ROCE, justerad	-	5%	10%	10%	18%	21%	19%
ROIC, justerad	-	67%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	541%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Kundfordringar / totala intäkter	29%	28%	24%	22%	24%	24%	24%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	110%	71%	77%	95%	76%	65%	54%
Rörelsekapital / totala intäkter	-31%	-26%	-32%	-49%	-30%	-20%	-12%
Kapitalomsättningshastighet	3,8x	3,6x	2,9x	2,6x	3,7x	3,2x	3,0x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	16	-17	-35	-66	-45	-52	-61
Soliditet	-16%	32%	37%	33%	32%	40%	47%
Nettoskuldsättningsgrad	-1,8x	-0,8x	-1,3x	-1,7x	-1,2x	-0,9x	-0,8x
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	-1,3x	-1,9x	-3,3x	-1,3x	-1,1x	-1,0x

Källa: EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	0,00	0,18	0,44	0,57	1,25	1,85	2,44
EPS, justerad	0,00	0,18	0,44	0,57	1,25	1,85	2,44
FCF per aktie	0,13	0,41	1,22	1,70	0,09	1,11	1,77
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	2,00	1,10	1,20
Eget kapital per aktie	-0,58	1,33	1,77	2,33	2,21	3,34	4,58
Antal aktier vid årets slut, m	15,3	15,3	15,3	16,6	16,6	16,6	16,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	15,3	15,3	15,3	16,6	16,6	16,6	16,6

Källa: EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-	165,9x	136,4x	131,2x	54,3x	36,7x	27,8x
P/EK	-	22,3x	33,5x	32,3x	30,7x	20,3x	14,8x
P/FCF	-	72,5x	48,6x	44,1x	737,5x	61,1x	38,4x
FCF-yield	-	1%	2%	2%	0%	2%	3%
Direktavkastning	-	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	1,6%	1,8%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	160,1%	59,5%	49,1%
EV/Sales	-	-	11,0x	11,8x	7,9x	6,1x	4,7x
EV/EBITDA, justerad	-	-	47,8x	59,7x	32,2x	22,1x	16,9x
EV/EBIT, justerad	-	-	94,7x	93,8x	40,8x	27,7x	20,9x
EV	-	-	874	1 184	1 082	1 076	1 066
Aktiekurs	-	29,6	59,4	75,2	67,8	67,8	67,8

Källa: EPB

Kvartalsvis data

	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	Q322
Nettoomsättning	14,2	14,7	19,1	17,1	17,3	16,0	17,6	18,9	18,4	17,9	20,1	21,8	22,0	22,4	26,9	29,7	32,2	32,6
Aktiverat arbete/övriga intäkter	1,0	0,0	0,0	1,2	1,3	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8	1,4	1,8	1,7	1,8	2,3	2,0	2,2	3,5
Övriga externa kostnader	-5,3	0,0	0,0	-7,9	-8,5	-6,1	-7,7	-8,7	-6,9	-6,0	-7,9	-5,9	-6,9	-8,3	-10,7	-12,3	-12,6	-12,5
Personalkostnader	-7,5	0,0	0,0	-8,5	-8,7	-6,2	-8,3	-8,5	-7,4	-6,7	-9,1	-11,2	-12,7	-11,6	-13,6	-13,7	-14,3	-10,5
Rörelseresultat (EBITDA)	2,4	14,7	19,1	1,9	1,4	4,4	2,5	2,8	5,1	6,0	4,5	6,5	4,1	4,4	4,9	5,6	7,6	13,1
Avskrivningar	-2,1	0,0	0,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,0	-1,8	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8
Goodwillnedskrivningar																		
Resultat (EBIT)	0,4	14,7	19,1	-0,4	-0,9	2,2	0,3	0,5	2,8	3,7	2,2	4,5	2,3	2,8	3,3	3,9	5,8	11,3
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	0,4	14,7	19,1	-0,4	-0,1	2,2	0,3	0,5	2,8	3,7	2,2	4,5	2,3	2,8	3,3	3,9	5,8	11,3
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	0,4	14,7	19,1	-0,6	-0,3	2,2	0,3	0,5	2,8	3,7	2,2	4,5	2,4	2,8	3,3	3,9	5,8	11,3
Skatter	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,2	-0,3	-0,8	-0,9	-0,6	-1,0	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-1,2	-2,4
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoreultat Rapporterat	0,1	14,7	19,1	-0,5	-0,3	1,4	0,5	0,2	2,0	2,7	1,6	3,5	1,9	2,2	2,5	3,0	4,6	8,9
Nettoreultat (just)	0,1	14,7	19,1	-0,5	-0,9	1,4	0,5	0,2	2,0	2,7	1,6	3,5	1,9	2,2	2,5	3,0	4,6	8,9

Tillväxt och marginaler	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	Q322
Omsättningstillväxt					22%	9%	-8%	10%	7%	12%	14%	15%	20%	26%	34%	36%	46%	45%
EBIT, tillväxt					-334%	-85%	-98%	-233%	-419%	69%	634%	809%	-18%	-24%	52%	-13%	155%	303%
EBITDA-marginal					8%	28%	14%	15%	27%	33%	22%	30%	19%	20%	18%	19%	23%	40%
EBIT-marginal					nuf	12%	2%	3%	16%	21%	12%	26%	13%	16%	19%	13%	18%	35%
#REF!	4%	30%	-10%	1%	-8%	10%	8%	-2%	-3%	12%	9%	1%	2%	20%	10%	8%	1%	
#REF!	15%	185%	-36%	4%	-27%	46%	34%	-10%	-12%	60%	39%	4%	7%	108%	49%	38%	4%	

Källa: Bolaget

Estimatförändringar

	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	128,8	170,7	219,0
Övriga intäkter	7,6	6,0	6,0
Extraordinära intäkter			
Övriga externa kostnader	-50,9	-66,0	-84,0
Personalkostnader	-51,9	-61,9	-77,8
Övriga kostnader	0,0	0,0	0,0
Extraordinära kostnader			
Rörelseresultat (EBITDA)	35,4	48,7	63,1
Avskrivningar	-7,1	-10,0	-12,0
Goodwillnedskrivningar			
Resultat (EBIT)	28,3	38,7	51,1
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	28,3	38,7	51,1
Resultat före skatt	28,3	38,7	51,1
Nettoresultat Rapporterat	22,6	30,7	40,6
Nettoresultat (just)	22,6	30,7	40,6

Λ absoluta tal

	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	-1,3	-3,1	-0,9
Rörelseresultat (EBITDA)	5,1	0,4	2,8
Resultat (EBIT)	5,5	0,4	2,8
Justerat Resultat (EBIT)	5,5	0,4	2,8
Resultat före skatt	5,5	0,4	2,8
Nettoresultat (just)	4,3	0,4	2,2

Källa: EPB

	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	130,2	173,8	219,9
Övriga intäkter	6,7	6,0	6,0
Extraordinära intäkter			
Övriga externa kostnader	-48,5	-60,0	-74,0
Personalkostnader	-58,8	-71,5	-91,5
Övriga kostnader	0,0	0,0	0,0
Extraordinära kostnader			
Rörelseresultat (EBITDA)	30,2	48,3	60,3
Avskrivningar	-7,5	-10,0	-12,0
Goodwillnedskrivningar			
Resultat (EBIT)	22,8	38,3	48,3
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	22,8	38,3	48,3
Resultat före skatt	22,8	38,3	48,3
Nettoresultat Rapporterat	18,2	30,4	38,4
Nettoresultat (just)	18,2	30,4	38,4

Λ %

	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	-1%	-2%	0%
Rörelseresultat (EBITDA)	17%	1%	5%
Resultat (EBIT)	24%	1%	6%
Justerat Resultat (EBIT)	24%	1%	6%
Resultat före skatt	24%	1%	6%
Nettoresultat (just)	24%	1%	6%

Motiverat värde



Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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