



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 02 november 2022

eEducation Albert

Tar ett stort steg mot finansiella mål

ARR når våra helårsestimat

ARR uppgick till 152 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 88%, varav 34% var organiskt. Siffran motsvarar i princip våra estimat för helåret och indikerar därmed en stark tillväxt. Omsättningen uppgick till 33,16 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 89%, varav 30% är organisk. Vi bedömer att den starka tillväxten går att härleda till en sjunkande CAC i kampanjer och en stigande ARPU till följd av fler familjeabonnemang. EBITA uppgick till -21,4 mkr medan kassaflödet från verksamheten uppgick till -7,4 mkr under kvartalet. Bolaget har ett negativt rörelsekvartal eftersom man skriver årsabonnemang med sina B2B-kunder i samband med skolstart. Bolaget har även nyligen lanserat sin verksamhet i Finland.

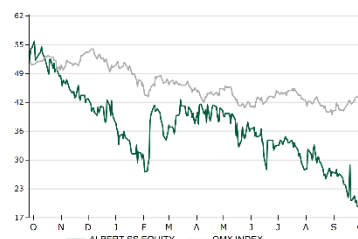
Tar steg närmare sina finansiella mål

Baserat på den starka ARR-siffran höjer vi våra estimat för ARR med i snitt 8% under prognostiden. Detta leder i sin tur till att intäktestimaten stiger med i snitt 7% under prognosperioden. Vi bedömer att bolaget kommer kunna fortsätta att se en viss ARPU-expansion samtidigt som marknadsföringen ger fortsatt goda resultat. I våra estimat ligger det fortsatt utrymme för förvärv givet att bolaget bibehåller en stark kassasituation.

Motiverat värde oförändrat på 55-57 kronor

eEducation Albert har sedan börsnoteringen rört sig mot sina finansiella mål och levererat på den utstakade strategin. Vi väljer därför att hålla vårt motiverade värde oförändrat. Vi bedömer att vår höjning av estimaten under kommande år kompenserar för den multipelkontraktion som skett i vårt peer-set. I dagsläget handlas bolaget på en implicit WACC om ca 20%.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	22e	Δ%	23e	Δ%	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	55,0 - 57,0 kr	
Totala intäkter	140	5,4	191	7,1	Totala intäkter	70	140	191	Aktiekurs	20,6 kr	
EBITDA, just.	-65	-3,4	-47	9,2	Intäktstillväxt	138%	99%	37%	49%	Riskenivå	Medel
Kommande händelser				EBITDA, just.				Kursutveckling 12 mån			
Q4 - rapport	24 februari 2023			EBIT, just.				-57 -94 -74 -30			
Q1 - rapport	02 maj 2023			EPS, just.				-3,4 -5,2 -4,2 -1,7			
Bolagsfakta (mkr)				EPS-tillväxt				60%			
Antal aktier	18			EK/aktie				15,7 10,0 5,8 4,2			
Börsvärde	329			Utdelning per aktie				0,0 0,0 0,0 0,0			
Nettoskuld (2022e)	-104			ROCE, just.				-8,5% -10,6% -13,2% -8,4%			
EV	225			EV/Sales				6,9x 1,6x 1,5x 1,1x			
Free float	40%			EV/EBITDA				-9,2x -3,5x -5,9x -40,3x			
Daglig handelsvolym, snitt	16(k)			EV/EBIT				-8,5x -2,4x -3,8x -10,2x			
Analytiker				P/E, just.				-11,1x			
Rikard Engberg				P/EK				2,7x 1,9x 3,2x 4,5x			
rikard.engberg@penser.se				FCF yield				-8% -35% -9% 0%			
				Nettoskuld/EBITDA				4,8x 1,6x 1,0x 3,8x			
				Intressekonflikter							
								Yes No			
								Likviditetsgarant ✓			
								Certified adviser ✓			
								Transaktioner 12m ✓			



Investment case

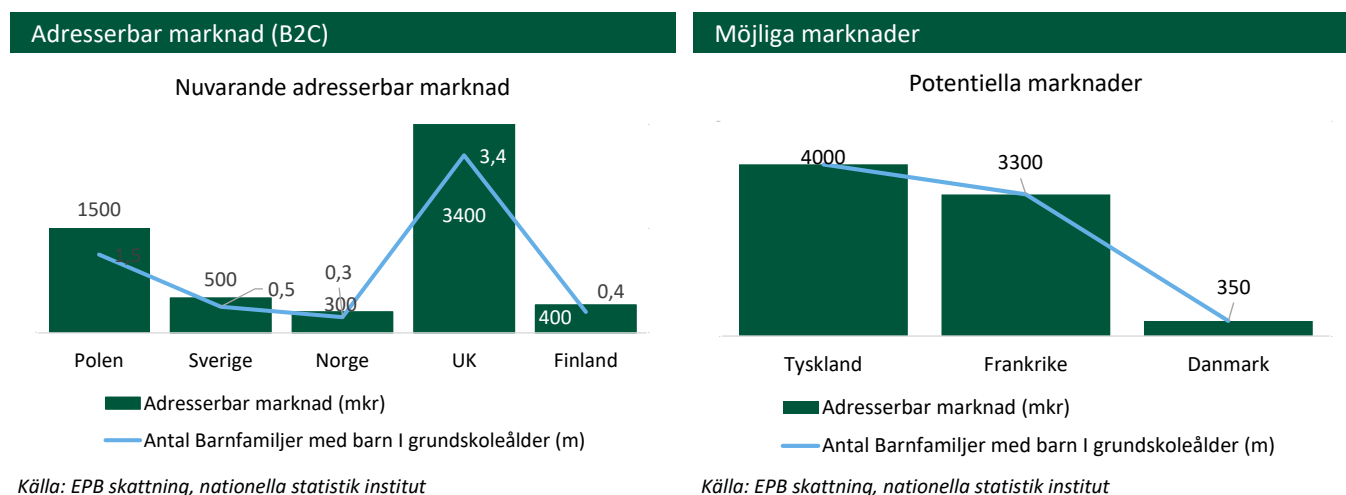
Albert har en ledande ställning på den europeiska marknaden inom EdTech, en marknad som väntas växa med ett snitt om 32% under perioden 2020-22. Detta är delvis en följd av coronapandemin, men bygger även på att dagens skolväsende har problem att klara sin uppgift med enbart analoga plattformar. Den europeiska marknaden är till skillnad från den amerikanska och asiatiska väldigt fragmenterad och vi bedömer att Albert med sin ledande position kan ta en aktiv roll i konsolideringen av denna marknad.

Bolagsprofil

Albert har utvecklat den ledande plattformen för matematik och flertalet andra ämnen på den svenska marknaden, men har även påbörjat expandera till fler europeiska länder. Plattformen är modulbaserad och kopplad till nationella läroplaner, vilket gör att man snabbt kan bygga upp närvaro på en ny marknad samt utöka utbudet av ämnen.

Albert säljer sin produkt som en SaaS-lösning till föräldrar med barn i grundskolan. Bolaget har i dagsläget en ARR (Annual Recurring Revenue) om 152 mkr. Att sälja sina tjänster som en prenumeration minskar volatiliteten i intäkterna samt möjliggör en stabil långsiktig tillväxt. Bolaget har som målsättning att nå en omsättning på 500 mkr år 2025, och lyckas bolaget med detta ser vi en stor potential i aktien.

I Europa finns i dagsläget endast 15 EdTech-bolag med en värdering över USD 100m. Vi bedömer således att Albert har god möjlighet att vara en av de aktörer som konsoliderar den europeiska marknaden.



Värdering

Vi har valt att använda oss av en multipelvärdering på våra estimat år 2025 för att värdera Albert. Denna värdering har sedan diskonterats till ett nuvärde med en diskonteringsränta om 18% som en proxy för IRR. Eftersom Albert har en relativt hög churn rate anser vi att bolaget ska värderas på en rabatt om ca 35% relativt de nordiska mjukvarubolagen vi har i vårt peerset. Detta resulterar sammantaget i ett motiverat värde om 55–57 kr per aktie. Rabatten uppgår nu till ca 75%. Ser vi inte någon multiplexpansion i Albert så indikerar nuvarande kurs en IRR om ca 20% under perioden 2022-25 givet våra estimat nås.

Kvartalet i detalj

Omsättningen i kvartalet uppgick till 33,16 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 89% y/y varav 30% var organisk. ARR uppgick till 152 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 88%. Av denna tillväxt var 34% organisk.

- Intäkterna från den svenska B2C-verksamheten uppgick till 14,9 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 46%. Vi bedömer att den starka tillväxten går att förklara med lyckade kampanjer och en något minskad churn till en följd av lanseringen av årsabonnemang.
- Intäkterna från övriga B2C-marknader uppgick till 10,1 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 39%. Vi bedömer att samma faktorer som ovan driver tillväxten.
- Intäkterna ifrån B2B i UK uppgick till 6,3 mkr. Bolaget ser att många kunder förnyar sina abonnemang för det nya läsåret. Även nykundsförsäljningen har gått starkt. Segmentet har en högre lönsamhet än B2C då man inte behöver lika stora investeringar i marknadsföring.

EBITA uppgick till -21,4 mkr. Vi bedömer att bolaget gör rätt i att prioritera investeringar i marknadsföring för att fortsätta röra sig emot sina finansiella mål. I kvartalet har man sett en god avkastning på investeringarna vilket gör att investeringarna varit förhållandevis höga i relation till omsättningen. Bolaget har en kassa om 120 mkr och visar i kvartalet ett kassaflöde från den löpande verksamheten som uppgick till -7,4 mkr. Bolaget har lyckats växa med ett negativt rörelsekapital, vilket beror på att många årsabonnemang har sålts.

Produktspecifika nyckeltal

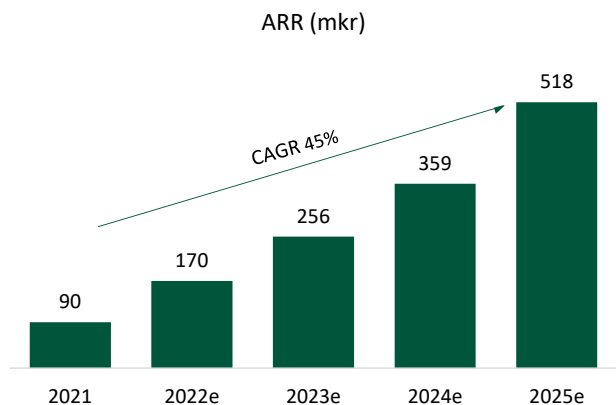
- Antalet prenumeranter B2C uppgick till 94,6 tusen vilket är i linje med vår trend för långsiktiga estimat.
- ARPPU B2C uppgick till 109,7 kr vilket motsvarar en tillväxt 8,6% y/y. Vi bedömer att tillväxten går att förklara med att fler kunder väljer årsabonnemang samt familjeabonnemang.
- Antal prenumeranter B2B uppgick till 627,9 tusen. ARPU för segmentet uppgick till 3,7 kr. Segmentet har en ARR om 27,5 mkr.

Händelser i kvartalet

- Under kvartalet har ett samarbetsavtal med Egomot Story House skrivits. Avtalet innebär att karaktärerna i Bamse kommer att ingå i bolagets produkt Jaramba riktat mot barn i ålderskategorin 2-5 år. Vi bedömer att detta kan stärka nykundsförsäljningen samt minska churn.
- I september tecknades avtal med Hatten förlag och Babblarna. Genom avtalet kommer Babblarna ingå i plattformen för barn i åldrarna 1-5 år. Vi bedömer att även detta avtal stärker Alberts erbjudande.
- Efter kvartalets utgång har Albert lanserat sin plattform i Finland. Vi bedömer att den finska marknaden är något större än den norska marknaden med ca 0,4m familjer med barn i grundskoleålder.

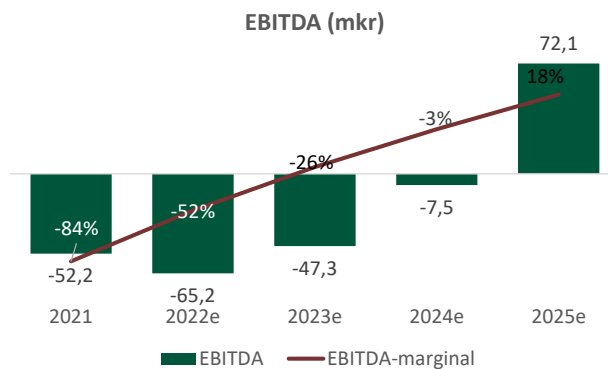
Albert i grafer

Översikt ARR



Källa: EPB

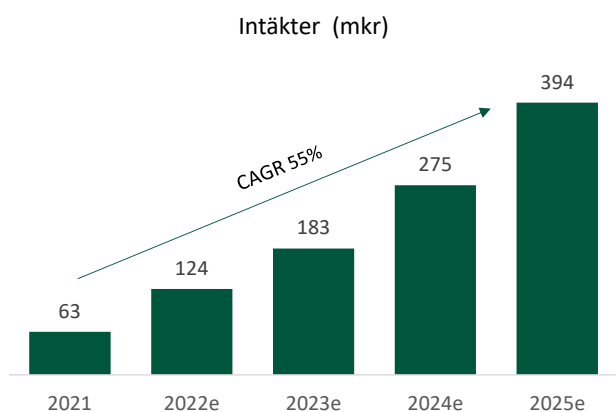
Översikt Lönsamhet



Källa: EPB

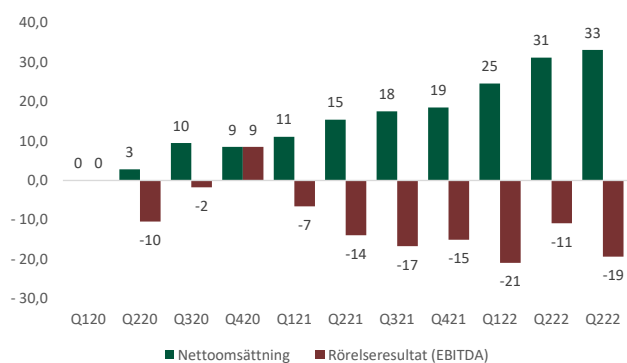
Infoga innehåll här

Översikt intäkter (y/y)



Källa: EPB

Intäkter och EBITDA (q/q)



Källa: EPB

Antaganden implicit WACC

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	283
PV of terminal value (perpetuity formula)	214
Enterprise value	497
Latest net debt	116
Minority interests & other	0
Equity value	381
No. of shares outstanding (millions)	18
Equity value per share (SEK)	21,6

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	12,0%
Beta	1,0
Cost of equity	20,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
Implicit WACC	20,0%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	20,0%	20,4	21,0	21,6	22,3	23,0
	20,5%	18,8	19,4	20,0	20,6	21,3
	21,0%	17,4	18,0	18,5	19,1	19,7
	21,5%	16,1	16,6	17,1	17,6	18,2
	22,0%	14,8	15,3	15,8	16,3	16,8

		Long-term EBIT margin				
		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
WACC	20,0%	15,5	18,5	21,6	24,7	27,8
	20,5%	14,2	17,1	20,0	22,9	25,8
	21,0%	13,0	15,8	18,5	21,3	24,0
	21,5%	11,9	14,5	17,1	19,7	22,3
	22,0%	10,8	13,3	15,8	18,2	20,7

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	7,9	4,0	2,7
EV/EBITDA	-9,5	-7,6	-10,5
EV/EBIT	-8,7	-5,3	-6,8
EV/NOPLAT	-10,9	-6,6	-8,5
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price		18,5	

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	20,0%
Depreciation (% of sales)	3,0%
Capex (% of sales)	5,0%
Working cap. (% of sales)	8,0%
Tax rate	22%

DCF (SEKm)	2022-11-02	Dec-19	Dec-20	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
Sales			24	63	124	183	275	394	549	744	976	1 234	1 499	1 748	1 953	2 088	2 129
EBITDA			-21	-52	-65	-47	-7	72	125	202	309	372	431	477	505	510	490
- Depreciation			-5	-5	-29	-26	-22	-19	-21	-21	-17	-24	-33	-42	-51	-58	-64
= EBIT			-26	-57	-94	-74	-30	53	104	181	291	348	398	436	455	452	426
- Tax on EBIT			5	12	19	15	6	-11	-21	-37	-60	-72	-82	-90	-94	-93	-88
= NOPLAT			-21	-45	-75	-58	-23	42	82	144	231	276	316	346	361	359	338
+ Depreciation			5	5	29	26	22	19	21	21	17	24	33	42	51	58	64
= Gross cash flow			-15	-41	-46	-32	-1	61	104	165	249	301	349	388	412	417	402
- Capex			-6	-13	-13	-8	-10	-10	-14	-20	-26	-38	-52	-67	-83	-96	-106
- Increase (+decrease) in WC			9	8	1	-1	-2	-4	0	-73	-23	-26	-27	-25	-21	-13	-4
= Free cash flow from operations			-12	-46	-58	-41	-14	48	89	72	199	237	270	295	308	307	291
PV of cash flow				-54	-57	-34	-9	27	42	29	66	65	62	56	49	41	214
% of Enterprise value				-11%	-11%	-7%	-2%	5%	9%	6%	13%	13%	12%	11%	10%	8%	43%
Accumulated % of Enterprise value				-11%	-22%	-29%	-31%	-26%	-17%	-11%	2%	15%	27%	39%	49%	57%	100%

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth		#DIV/0!	161,7%	98,8%	47,1%	50,0%	43,5%	39,4%	35,3%	31,3%	26,4%	21,5%	16,6%	11,8%	6,9%	2,0%
EBITDA margin		-87%	-84%	-52%	-26%	-3%	18%	22,7%	27,2%	31,6%	30,2%	28,8%	27,3%	25,9%	24,4%	23,0%
EBITDA growth		#DIV/0!	151%	25%	-27%	-84%	-1067%	73,3%	61,8%	52,7%	20,6%	15,7%	10,8%	5,9%	0,9%	-4,0%
EBIT margin		-110%	-91%	-76%	-40%	-11%	13%	18,9%	24,4%	29,8%	28,2%	26,6%	24,9%	23,3%	21,6%	20,0%
Depreciation (% of sales)		22,4%	7,7%	23,4%	14,4%	8,0%	4,9%	3,8%	2,8%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%
Capex (% of sales)		23,9%	21,1%	10,6%	4,4%	3,6%	2,5%	2,6%	2,7%	2,7%	3,1%	3,5%	3,9%	4,2%	4,6%	5,0%
Capex (% of depreciation)		107%	273%	45%	30%	45%	52%	67%	94%	152%	156%	159%	161%	163%	165%	167%
Working capital (% of sales)		#REF!	4%	2%	1%	1%	0%	0%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Tax rate	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%

Källa: EPB

Relativvärdering

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Admicom	2 474	2 503	8,18x	7,2x	6,37x	17,2x	15,7x	14,3x	20,3x	16,1x	15,3x	26,1x	20,0x	18,3x
Fortnox	28 661	28 657	24,17x	22,5x	17,26x	54,9x	48,8x	35,8x	70,7x	60,9x	43,0x	91,2x	79,0x	53,5x
Vitec Software Group	14 269	14 927	8,20x	7,7x	6,32x	21,9x	20,6x	16,2x	42,6x	40,0x	30,3x	61,1x	58,0x	43,5x
SimCorp A/S	26 737	26 179	4,82x	4,4x	4,10x	21,0x	18,4x	16,1x	24,1x	20,3x	17,0x	26,2x	25,2x	21,6x
Sinch	21 796	32 327	2,00x	1,1x	1,00x	26,9x	11,4x	10,1x	61,3x	41,6x	17,4x	-	10,2x	9,0x
Lime Technologies	2 681	2 910	6,22x	6,0x	5,28x	22,0x	19,0x	17,1x	34,3x	32,2x	27,2x	41,9x	32,4x	25,8x
Kahoot	11 529	10 796	8,92x	6,5x	5,15x	136,6x	33,9x	20,2x	-	61,0x	20,0x	(195,5x)	142,2x	42,6x
Twilio	150 497	118 374	3,08x	2,7x	2,13x	-	50,7x	27,6x	-	(129,8x)	209,7x	(12,6x)	-	581,0x
Adobe	1 636 247	1 624 306	8,60x	8,3x	7,64x	21,2x	16,7x	15,4x	24,5x	18,5x	17,0x	31,4x	23,4x	20,8x
HubSpot	157 365	152 243	9,01x	8,1x	6,56x	-	68,3x	50,3x	-	95,7x	76,6x	(147,3x)	129,8x	106,5x
Salesforce	1 796 693	1 804 706	5,57x	5,3x	4,60x	30,3x	16,4x	14,9x	2135,6x	25,9x	21,3x	303,9x	34,4x	28,7x
Dropbox	86 018	94 931	3,84x	3,7x	3,51x	15,9x	10,2x	9,5x	23,3x	12,5x	11,6x	24,3x	14,3x	12,7x
Upsales Technology	1 182	1 133	9,34x	8,8x	6,63x	38,1x	32,4x	23,1x	49,6x	42,0x	29,1x	61,8x	56,2x	37,9x
Pexip Holding	975	527	0,56x	0,5x	0,44x	-	(4,1x)	3,5x	-	(2,3x)	26,9x	(4,2x)	-	63,1x
Albert	331	199	-	1,6x	1,40x	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Mean			7,43x	6,63x	5,47x	45,22x	26,15x	19,63x	248,63x	26,37x	38,82x	8,1x	59,0x	73,9x
Median			7,32x	6,30x	5,23x	36,91x	25,60x	19,59x	248,63x	23,90x	40,17x	23,7x	52,1x	76,1x
Albert vs Peers			nm	-75%	-73%	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Growth			Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kahoot			-	91,6%	26,3%	-150,0%	86,2%	68,0%	-67,2%	691,8%	204,2%	-83,0%	nm	nm
Admicom			19,1%	27,3%	13,6%	18,3%	22,7%	9,6%	15,1%	23,5%	5,6%	13,1%	11,1%	11,1%
Fortnox			38,9%	36,4%	30,6%	41,9%	45,8%	36,3%	41,8%	46,8%	41,7%	35,4%	45,7%	48,3%
Vitec Software Group			20,9%	23,7%	21,5%	21,8%	25,7%	27,1%	20,9%	25,2%	32,2%	17,6%	19,6%	33,5%
SimCorp A/S			4,9%	10,3%	6,9%	-24,6%	-11,9%	14,1%	-27,0%	-10,9%	19,3%	-12,5%	-16,1%	21,4%
Sinch			83,0%	74,7%	14,1%	73,6%	122,4%	12,6%	-51,5%	19,9%	138,6%	11,2%	nm	nm
Lime Technologies			22,2%	20,3%	13,4%	9,0%	15,2%	11,3%	4,2%	21,3%	18,4%	4,1%	18,2%	14,5%
Twilio			50,9%	36,0%	27,4%	39,3%	-20,7%	83,5%	29,9%	nm	nm	26,5%	nm	nm
Adobe			12,8%	11,5%	9,3%	9,3%	9,2%	8,5%	7,7%	9,2%	9,1%	-17,6%	6,9%	8,8%
HubSpot			42,3%	30,1%	23,8%	247,6%	23,6%	35,8%	61,6%	22,1%	25,0%	24,6%	26,3%	25,9%
Salesforce			24,6%	16,9%	14,8%	-2,8%	20,9%	9,7%	-91,8%	27,5%	21,7%	-69,2%	2,5%	22,8%
Dropbox			10,7%	7,4%	6,3%	18,7%	6,7%	6,6%	25,4%	7,4%	7,3%	-354,0%	-9,1%	8,4%
Upsales Technology			40,6%	38,7%	32,6%	52,2%	76,8%	40,0%	96,9%	36,4%	44,4%	114,3%	116,5%	47,6%
Pexip Holding			19,9%	17,2%	17,6%	112,5%	nm	nm	74,6%	nm	nm	43,7%	nm	nm
Albert			nm	99,0%	39,0%	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Mean			30,0%	36,1%	19,8%	33,3%	32,5%	27,9%	10,0%	76,7%	47,3%	-17,5%	22,1%	24,2%
Median			22,2%	25,5%	16,2%	20,2%	22,7%	14,1%	18,0%	22,8%	23,4%	12,2%	14,6%	22,1%

Källa: EPB

Känslighetstabell Aktiepris (I/II)

	X-axel WACC, Y-axel EV/ARR 2025				
	14%	16%	18%	20%	22%
3,1	46,7	44,4	42,1	40,1	38,1
3,4	51,9	49,3	46,8	44,5	42,4
3,8	57,7	54,8	52,0	49,5	47,1
4,3	64,1	60,9	57,8	55,0	52,3
4,7	70,5	66,9	63,6	60,5	57,5
5,1	77,6	73,6	70,0	66,5	63,3
5,7	85,3	81,0	77,0	73,2	69,6

Infoga innehåll här

Källa: EPB

Känslighetstabell Aktiepris (II/II)

	X-axel (ARR, Y-axel EV/ARR 2025) WACC 12%				
	319	355	394	433	477
3,1	34,1	37,9	42,1	46,4	51,0
3,4	37,9	42,1	46,8	51,5	56,7
3,8	42,1	46,8	52,0	57,2	63,0
4,3	46,8	52,0	57,8	63,6	69,9
4,7	51,5	57,2	63,6	69,9	76,9
5,1	56,7	63,0	69,9	76,9	84,6
5,7	62,3	69,2	76,9	84,6	93,1

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	24	63	124	183	275
Aktiverat arbete för egen räkning	6	8	13	8	10
Övriga rörelseintäkter	0	0	2	0	0
Totala intäkter	30	70	140	191	285
Bruttovinst	30	70	140	191	285
Rörelsekostnader	-51	-123	-205	-239	-292
EBITDA, justerad	-21	-52	-65	-47	-7
EBIT, justerad	-26	-57	-94	-74	-30
EBIT	-26	-57	-94	-74	-30
Resultat före skatt	-26	-57	-94	-74	-30
Skatter	0	0	3	0	0
Nettoresultat, justerad	-26	-57	-91	-74	-30
Nettoresultat	-26	-57	-91	-74	-30

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	-26	-57	-94	-74	-30
Övriga kassaflödespåverkande poster	5	-2	29	26	22
Förändringar i rörelsekapital	9	7	1	-1	-3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-7	-47	-34	-23	11
Investeringar	6	-7	-13	-8	-10
Övriga poster	0	-5	-69	0	0
Fritt kassaflöde	-1	-59	-116	-31	1
Nyemission / återköp	66	249	0	0	0
Förändringar av lån	-1	-1	0	0	0
Kassaflöde	64	188	-116	-32	0
Nettoskuld	-69	-251	-104	-48	-28

Källa: EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR					
Goodwill	0	0	47	38	31
Övriga immateriella tillgångar	1	12	38	38	38
Övriga anläggningstillgångar	5	9	44	34	28
Summa anläggningstillgångar	6	21	129	110	98
Kundfordringar	0	5	11	16	23
Övriga omsättningstillgångar	2	1	4	5	8
Likvida medel och kortfristiga placeringar	69	251	104	48	28
Summa omsättningstillgångar	71	258	124	75	65
SUMMA TILLGÅNGAR	77	280	253	185	163
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	70	267	177	103	74
Summa eget kapital	70	267	177	103	74
Övriga långfristiga skulder	1	0	41	41	41
Summa långfristiga skulder	1	0	41	41	41
Leverantörsskulder	0	2	7	11	16
Övriga kortfristiga skulder	0	3	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	6	13	35	41	48
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	77	280	253	185	163

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	138%	99%	37%	49%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	27%	84%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	22%	60%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	19%	60%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: EPB

Avkastning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	-	0%	0%	0%	0%
Kundfordringar / totala intäkter	0%	8%	8%	8%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	12%	10%	17%	17%	16%
Rörelsekapital / totala intäkter	-10%	-8%	-11%	-7%	-4%
Kapitalomsättningshastighet	0,4x	0,3x	0,8x	1,9x	3,9x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-69	-251	-104	-48	-28
Soliditet	91%	96%	70%	56%	45%
Nettoskuldsättningsgrad	-1,0x	-0,9x	-0,6x	-0,5x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	3,3x	4,8x	1,6x	1,0x	3,8x

Källa: EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-1,55	-3,37	-5,18	-4,17	-1,67
EPS, justerad	-1,55	-3,37	-5,18	-4,17	-1,67
FCF per aktie	-0,06	-3,47	-6,59	-1,76	0,04
Eget kapital per aktie	4,12	15,7	10,0	5,84	4,17
Antal aktier vid årets slut, m	17,0	17,0	17,6	17,6	17,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	17,0	17,0	17,6	17,6	17,6

Källa: EPB

Värdering

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-	-12,8x	-3,6x	-4,5x	-11,1x
P/EK	-	2,7x	1,9x	3,2x	4,5x
P/FCF	-	-12,4x	-2,8x	-10,6x	486,1x
FCF-yield	-	-8%	-35%	-9%	0%
Direktavkastning	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	-	6,9x	1,6x	1,5x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	-	-9,2x	-3,5x	-5,9x	-40,3x
EV/EBIT, justerad	-	-8,5x	-2,4x	-3,8x	-10,2x
EV	-	483	225	281	301
Aktiekurs	-	43,2	18,7	18,7	18,7

Källa: EPB

Kvartalsdata

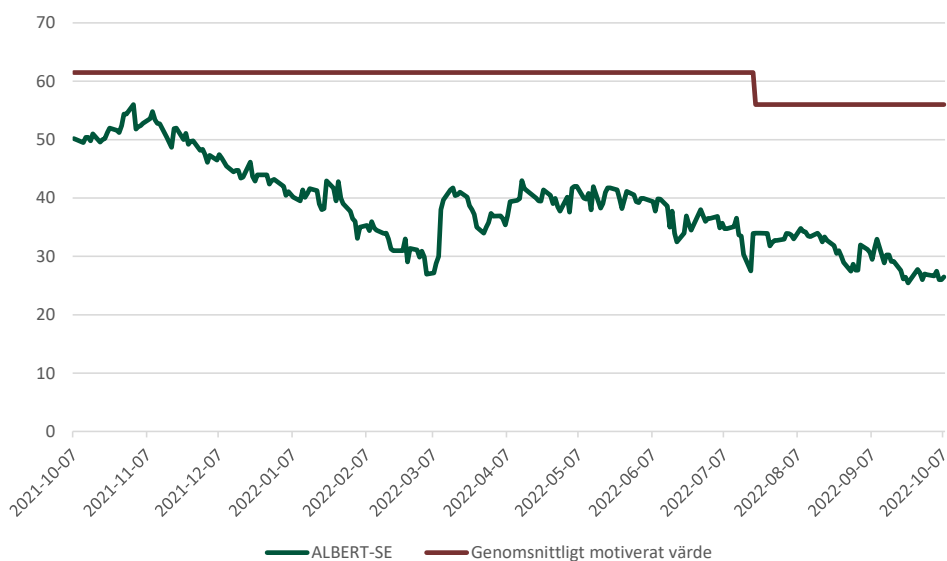
Resultaträkning											
	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	Q322
Nettoomsättning	0,0	2,8	9,5	8,5	11,1	15,4	17,5	18,5	24,6	31,2	33,1
Aktiveringar	0,0	1,4	1,4	0,0	1,7	1,8	1,2	3,0	3,6	3,7	3,9
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	1,6	0,2	0,4
Direkta kostnader	0,0	-0,6	-0,4	0,0	0,0	-2,0	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttovinst	0,0	3,7	10,6	8,5	12,8	15,2	17,3	21,6	29,9	35,0	37,4
Övriga externa kostnader	0,0	-10,9	-8,9	0,0	-16,7	-22,8	-30,1	-30,6	-43,0	-32,6	-44,2
Personalkostnader	0,0	-3,1	-3,4	0,0	-2,7	-6,3	-3,9	-6,0	-7,8	-13,3	-12,6
Rörelseresultat (EBITDA)	0,0	-10,4	-1,8	8,5	-6,6	-13,9	-16,7	-15,0	-20,9	-10,9	-19,3
Avskrivningar	0,0	-1,3	-1,8	0,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,5	-4,2	-8,6	-8,9
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	0,0	-11,7	-3,5	8,5	-7,6	-15,0	-17,9	-16,5	-25,1	-19,5	-28,2
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	0,0	-11,7	-3,6	8,5	-7,6	-15,1	-18,0	-16,6	-25,2	-19,5	-28,2
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,1	1,4
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	0,0	-11,7	-3,6	8,5	-7,6	-14,9	-18,0	-16,6	-24,6	-18,4	-26,8

Tillväxt och marginaler

	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q122	Q122
Omsättningstillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	450%	84%	118%	122%	102%	89%
EBIT, tillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf
EBITDA-marginal	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf
EBIT-marginal	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf

Källa: EPB

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