



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsutrustning | Sverige | 27 februari 2023

Devyser

Tillväxtcaset solitt

Bra tillväxt och höga investeringar

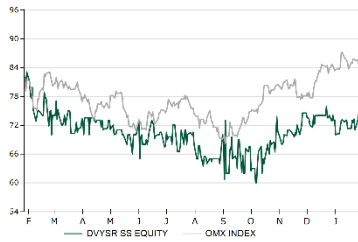
Rapporten för det fjärde kvartalet visade åter prov på den höga tillväxt som bolaget kan leverera. En viktig drivkraft var en positiv utveckling för direktförsäljningen i EU som uppvisade fina siffror. Det som möjligen var lite av en besvikelse i rapporten var den snabba kostnadsökningen. Bolaget satsar offensivt och stärker organisationen brett. Här var vi mer försiktiga i våra förväntningar om hastigheten.

Nyetableringar höjer tempen

Direktförsäljningen var den viktigaste drivkraften av tillväxten i Q4'22 och den ökade med imponerande 71 procent. Vi uppfattar att det framför allt är en stark utveckling på marknader i Europa, exkluderat Italien där försäljnings-tillväxten verkar ha varit mer modest. Det innebär även att andelen av försäljningen i Italien välbehövligt går ned och uppgår nu till mindre än 50 procent av den totala försäljningen. En sjunkande andel av försäljningen till en enskild marknad anser vi stärker attraktionskraften i aktiemarknaden.

Vi justerar upp

Efter rapporten har vi gjort en del förändringar i våra estimat, där vi justerar upp tillväxten och kostnaderna något för de närmaste åren. Det kostar att växa, men i nuläget är kostnadsökningarna av underordnad betydelse så länge de finansiella målen kan upprepas. Vi ser ett intakt tillväxtcase, där en spännande etablering på den viktiga amerikanska marknaden utgör främsta triggern för aktien i närtid. Vårt motiverade värde höjs till 98-100 kr (96-98).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	98 - 100 kr												
Totala intäkter	1,1%	1,1%	1,1%	Totala intäkter	127	176	243	327	Aktiekurs	76,5 kr												
EBITDA, just.	-106,4%	-103,6%	-2,7%	Tillväxt	36%	39%	38%	35%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	-58,0%	-478,8%	-10,8%	EBITDA, just.	-43	-34	0	58	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-52	-45	-15	39														
Q1 - rapport				11 maj 2023	EPS, just.	-2,7	-2,6	-1,0			2,2											
Q2 - rapport				24 augusti 2023	EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.													
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	25,5	22,9	22,0	24,1	<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		✓																				
Antal aktier				16m	Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0													
Börsvärde				1 224	EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	11,8%													
Nettoskuld				(343)	ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%													
EV				881	ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	9,2%													
Free float				53%	EV/Sales	6,4x	5,0x	3,6x	2,7x													
Daglig handelsvolym, snitt				2k	EV/EBITDA	-	-	-	15,1x													
Bloomberg Ticker				DVYSR SS EQUITY	EV/EBIT	-	-	-	22,8x													
Analytiker				P/E, just.	-	-	-	35,0x														
				P/EK	2,8x	3,3x	3,5x	3,2x														
				Nettoskuld/EBITDA	7,9x	7,4x	467,8x	-3,2x														

Investment case

Devyser har under många år uppvisat en stark försäljningsutveckling med en genomsnittlig tillväxttakt på 36,8 procent mellan åren 2015–2021. Utvecklingen har fortsatt i samma riktning under 2022 och vi ser i nuläget inga tecken på en inbromsning. Den underliggande efterfrågan av avancerade DNA-tester är robust och stigande. Detta kombinerat med bolagets tillväxtsatsningar, bedömer vi, kommer att leda till att den starka tillväxttakten kan bibehållas under många år framöver. De offensiva satsningar på tillväxt håller dock tillfälligt tillbaka lönsamheten, som vi bedömer kommer tillbaka från 2024 och vi räknar med att lönsamhetsmålet om en EBIT-marginal på 20 procent kan överträffas under 2026. Bolagets starka finanser ger därtill utrymme för att genomföra kompletterande förvärv, som kan driva en än snabbare expansion. Utifrån bolagets fina historik och goda tillväxtutsikter så anser vi att aktien förtjänar att handlas till höga multiplar, i nivå med jämförbara bolag.

Starkt produkterbjudande

En framgångsfaktor och styrka för Devyser är den erfarenhet, kunnande och teknik som utvecklats inom bolaget för att optimera testprocesser. De effektivare testprocesser som erbjuds för flertalet av bolagets tester ger en differentiering mot konkurrenter och är ett attraktivt erbjudande för kunder, då det kan leda till besparingar i tid och kostnader, samtidigt som processen blir mer robust. För flera av bolagets bästsäljande produkter har utvärdering mot konkurrenter genomförts på egen hand och av externa parter, som ger stöd för hög tillförlitlighet, kvalitet och tidsreducerande testprocesser.

Tillväxtstrategi exekveras

En mer tillväxtorienterad strategi sjösattes under slutet av 2020. Den första delen bygger på att etablera direktförsäljning på fler marknader och därmed följa upp framgångarna som uppnåts på den italienska marknaden. Sedan slutet av 2021 har närvaron i Nordamerika förstärkts och under H1 2022 har egen direktförsäljning satts upp i Benelux, Spanien och Storbritannien. Från december i år inleds även direktförsäljning på den franska marknaden. Det andra benet i strategin bygger på ökade satsningar inom produktutveckling och vi förväntar oss lansering av upp till två nya testkit per år.

Gynnsamma marknadstrender

Diagnostikområdet är relativt moget, men där Devyser rör sig är utsikterna starkare. Intresset för avancerad DNA-testning inom sjukvården har varit stadigt stigande sedan mitt av 00-talet och trenden har förstärkts under det senaste decenniet i spåren av betydande tekniska framsteg. Den tekniska utvecklingen har lett till lägre kostnader per test, men det har även skett betydande framsteg i kunskapen om sjukdomar och tillstånd, där mutationer i DNA har en central roll. Vi bedömer att området ännu är i sin linda och vi väntar oss stark tillväxt i antalet avancerade DNA-tester under lång tid framöver.

Starka finanser med utrymme för förvärv

Per den sista december hade bolaget en nettokassa (exkl. leasing) på 363,6 mkr. Detta är finansiering som sträcker sig vida över det kapitalbehov vi ser i verksamheten innan bolaget blir lönsamt. Den starka finansieringen ger därför även utrymme för bolaget att genomföra förvärv av tillgångar som inte nödvändigtvis omgående behöver vara lönsamma. Vi såg ett första exempel på det i början av 2022 när mjukvarubolaget SmartSeq S.r.l. köptes.

Värdering

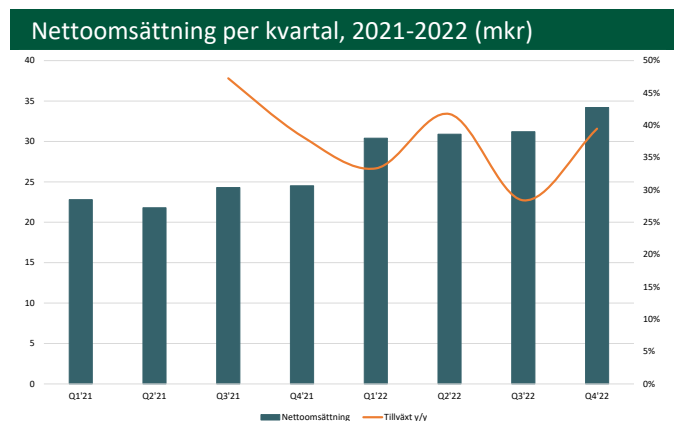
Baserat på vår modell får vi ett DCF-värde på 99 kr (97).

Hög tillväxt och snabbt ökande kostnader i Q4'22

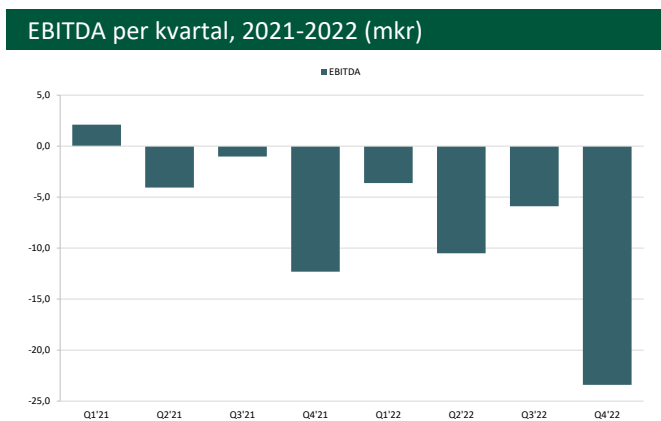
Devysen fortsatte att visa fin tillväxt i fjärde kvartalet och nettoomsättningen steg med 39,5 procent till 34,2 mkr (24,5). Det var i nivå med vår förväntan på 34,6 mkr. Försäljningen utvecklades positivt jämfört med föregående kvartalet och det är framför allt direktförsäljningen som går starkt.

På kostnadssidan drog det i väg mer än vad vi hade räknat med och OPEX uppgick till 53,1 mkr (32,4), mot förväntade 46,1 mkr. Bolaget satsar brett och stärker organisationen i allt från försäljning, produktion och utveckling. Värt att poängtera är att i siffrorna för Q4'22 ingår en reservering om 6,4 mkr för potentiella återbetalningar i Italien (ingick i våra estimat).

De ökade kostnaderna satte press på lönsamheten och EBITDA sjönk till -23,4 mkr (-12,3), mot förväntade -15,5 mkr. Den finansiella positionen är fortsatt mycket stabil. Likvida medel vid årsskiftet uppgick till 363,6 mkr.



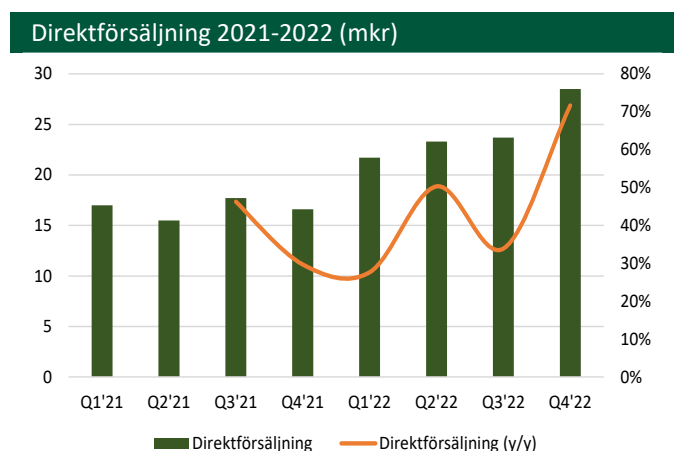
Källa: EPB, Bolaget



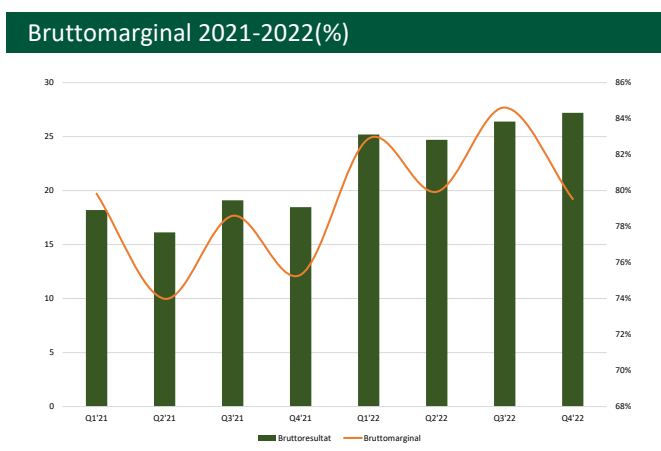
Källa: EPB, Bolaget

Det mest positiva som vi tar med oss är att andelen av försäljningen som kommer från den italienska marknaden minskade och utgör nu under 50 procent av den totala försäljningen. Detta samtidigt som försäljningen i Europa ökade med 41 procent. Glädjande, så verkar det vara framför allt den egna nyetablerade direktförsäljningen som går mycket bra. Bolaget ger en indikation om att den italienska försäljningen ökade med omkring 20 procent. Det antyder i så fall att tillväxt i Europa, exkluderat Italien, ligger en bit över 70 procent (obs, vår grova bedömning). Den amerikanska marknaden växer snabbast (+213,9 procent), men det är från låga nivåer. Det är först under H2 2023 vi förväntar oss att få se tydliga effekter av den uppstartade verksamheten i Nordamerika.

Ledningen ger en fortsatt optimistisk bild av utsikterna med bra underliggande efterfrågan. Därtill har prisökningar kunnat genomföras som ger ett extra stöd framåt.



Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB, Bolaget

Prognosförändringar

Efter rapporten har vi justerat upp våra förväntningar på nettoomsättningen. Vi höjer även våra prognosen för kostnaderna för de närmaste åren, men inte långsiktigt.

Prognosförändringar (mkr, kr)				
		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Ny	175,7	242,5	327,4
	Tidigare	173,8	239,8	323,8
	Diff	1,1%	1,1%	1,1%
Bruttomarginal	Ny	82,9%	85,0%	87,0%
	Tidigare	83,0%	85,0%	87,0%
	Diff	-0,1%	0,0%	0,0%
EBIT	Ny	-44,9	-15,0	38,7
	Tidigare	-26,9	-1,6	43,1
	Diff	-66,9%	-836,0%	-10,3%
EPS	Ny	-2,74	-1,01	2,31
	Tidigare	-1,73	-0,17	2,59
	Diff	-58,1%	-495,0%	-10,7%

Källa: EPB

Kvartalsprognoser 2022-2023 (mkr, kr)								
	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23E	Q2'23E	Q3'23E	Q4'23E
Nettoomsättning	30,4	30,9	31,2	34,2	39,8	42,0	44,3	49,6
Kostnad för sålda varor	-5,2	-6,2	-4,8	-7,0	-6,8	-7,8	-7,5	-7,9
Bruttoresultat	25,2	24,7	26,4	27,2	33,1	34,2	36,8	41,7
Övriga rörelseintäkter	2,7	1,6	2,3	1,4	1,6	1,8	2,0	2,0
Försäljningskostnader	-19,5	-20,8	-20,6	-33,3	-27,1	-28,2	-28,1	-30,2
Administrationskostnader	-8,2	-9,4	-8,3	-12,0	-11,9	-12,2	-11,5	-12,9
Forsknings- och utvecklingskostnader	-4,3	-8,3	-6,7	-7,0	-7,6	-8,0	-8,0	-8,9
Resultat från andelar i intresseföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	-1,1	-0,5	-1,2	-2,3	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
EBITDA	-3,6	-10,5	-5,9	-23,4	-10,1	-10,5	-7,1	-6,6
EBIT	-5,2	-12,6	-8,2	-25,9	-12,6	-13,1	-9,8	-9,4
Finansnetto	-0,1	-0,6	-0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Resultat före skatt	-5,4	-13,3	-8,5	-25,7	-12,3	-12,8	-9,5	-9,2
Skatt	-0,8	-1,0	-0,4	9,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	-6,1	-14,3	-8,8	-16,7	-12,3	-12,8	-9,5	-9,2
Tillväxt y/y	33,3%	41,7%	28,4%	39,5%	31,0%	36,0%	42,0%	45,0%
Bruttomarginal	82,9%	79,9%	84,6%	79,5%	83,0%	81,5%	83,0%	84,0%
EBITDA	-11,9%	-34,0%	-18,9%	-68,5%	-25,5%	-24,9%	-15,9%	-13,3%
EBIT	-17,2%	-40,8%	-26,3%	-75,8%	-31,7%	-31,1%	-22,0%	-19,0%
Antal aktier	15,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Antal aktier, full utspädning	16,5	17,0	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
EPS	-0,39	-0,89	-0,55	-1,04	-0,77	-0,80	-0,59	-0,58
EPS, full utspädning	-0,37	-0,84	-0,52	-0,99	-0,73	-0,76	-0,56	-0,54

Källa: EPB, Bolaget

Värdering

Vår värdering av Devyser tar avstamp i en DCF-modell, men vi har även tagit hänsyn till värderingen av jämförbara bolag som en sanity check. DCF-modellen bygger på prognoser som sträcker sig tio år framåt och därefter använder vi antagande om terminaltillväxt på 3 procent per år och som uthållig rörelsemarginal ser vi nivåer på 30 procent (i linje med liknande bolag i sektorn).

DCF-antaganden					
Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	463	Risikfri ränta	3,0%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	863	Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBIT-marginal	30,0%
Företagsvärde (EV)	1 326	Småbolagspremie	5,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-343	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	13,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	1,0%
Eget kapital	1 669			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	17				
Eget kapital per aktie (kr)	98,6				

Källa: EPB, Bolaget

Vår känslighetsanalys visar störst effekt vid förändrat avkastningskrav, se nedan.

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal							Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt						
		Uthållig EBIT-marginal							Uthållig tillväxt				
		25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%			2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	11,0%	115,5	122,2	128,9	135,6	142,3	WACC	11,0%	119,0	123,7	128,9	134,8	141,6
	12,0%	101,1	106,5	111,9	117,3	122,7		12,0%	104,6	108,1	111,9	116,2	11,1
	13,0%	89,7	94,2	98,6	103,0	107,5		13,0%	93,1	95,7	98,6	101,8	105,4
	14,0%	80,6	84,2	87,9	91,6	95,3		14,0%	83,6	85,7	87,9	90,4	93,0
	15,0%	73,0	76,1	79,2	82,3	85,3		15,0%	75,8	77,4	79,2	81,1	83,1

Källa: EPB

Värdering av jämförbara bolag

Det saknas ännu tillförlitliga konsensusprognoser, varför vi enbart använder våra egna vid jämförelse med andra likvärdiga bolag. Eftersom Devyser är i en stark tillväxtfas, men inte är lönsamt, anser vi att framåtblickande EV/S-multipel är mest relevant vid jämförelse med peers. Utifrån våra prognoser handlas aktien till EV/S för 2023, 2024 och 2025 om 5,0x, 3,6x och 2,7x, vilket vi anser är lågt utifrån den betydande tillväxtpotentialen och lönsamhetspotentialen (stöd från värderingen av peers). I tabellen nedan har vi valt att smälta av vårt urval till tre bolag som vi jämför med, där tillväxtförväntningar och bruttomarginaler är i samma härad som för Devyser. För Bio-Works ligger tillväxtförväntningarna något högre (40-60% per år), medan Bonesupport och Xvivo har betydligt högre börsvärde och därmed är investeringsbara för bredare grupper av investerare, vilket påverkar multiplarna.

Värdering av jämförbara bolag			
	2023	2024	2025
Bio-Works	9,3x	5,7x	3,7x
Bonesupport	10,9x	7,7x	5,5x
Xvivo Perfusion	10,8x	7,9x	5,8x
Medel	10,4x	7,1x	5,0x
Median	10,8x	7,7x	5,5x
Devyser (EPB)	5,0x	3,6x	2,7x

Källa: FactSet

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	48	64	66	93	127	176	243	327
Totala intäkter	48	64	66	93	127	176	243	327
Kostnad sålda varor	-15	-15	-19	-22	-23	-30	-36	-43
Bruttoresultat	33	49	47	72	104	146	206	285
Försäljningskostnader	-23	-24	-30	-47	-94	-114	-129	-142
Administrationskostnader	-7	-9	-12	-29	-38	-49	-51	-52
R&D-kostnader	-7	-7	-17	-18	-26	-32	-44	-52
Övriga rörelsekostnader	7	7	13	7	11	15	17	21
EBITDA	4	16	2	-15	-43	-34	0	58
EBITDA, justerad	4	16	2	-15	-43	-34	0	58
Avskrivningar	-3	-6	-13	-6	-9	-11	-15	-20
EBITA, justerad	0	10	-11	-21	-52	-45	-15	39
EBIT	0	10	-11	-21	-52	-45	-15	39
EBIT, justerad	0	10	-11	-21	-52	-45	-15	39
Finansnetto	-1	-1	-1	-1	-1	1	-1	-2
Resultat före skatt	0	10	-12	-22	-53	-44	-16	37
Resultat före skatt, justerad	0	10	-12	-22	-53	-44	-16	37
Total skatt	1	-3	1	1	7	0	0	0
Nettoresultat	1	7	-11	-21	-46	-44	-16	37
Nettoresultat, justerad	1	7	-11	-21	-46	-44	-16	37
Intäkstillväxt	-	34%	2%	42%	36%	39%	38%	35%
Bruttomarginal	68,0%	76,4%	71,6%	76,9%	81,7%	82,9%	85,0%	87,0%
EBIT-marginal, justerad	0,8%	16,2%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,8%
EPS, justerad	0,06	0,77	-1,16	-1,61	-2,71	-2,59	-0,96	2,19
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Devyser, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	0	10	-11	-21	-52	-45	-15	39
Övriga kassaflödesposter	3	1	12	3	7	11	14	20
Förändringar i rörelsekapital	3	3	0	1	4	-12	-5	-6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	6	15	1	-16	-41	-45	-6	52
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-1	0	-2	-8	-9	-7	-10
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-9	-3	-7	-18	-29	-32	-38
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-1	-1	-2	2	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-10	-5	-10	-24	-38	-39	-48
Fritt kassaflöde	1	5	-4	-27	-65	-83	-45	5
Nyemission / återköp	0	0	5	407	52	0	0	0
Förändring av skulder	1	1	2	-2	1	0	0	0
Övriga poster	-2	-3	-5	-9	-4	-5	-6	-8
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-1	-2	2	396	49	-5	-6	-8
Kassaflöde	0	3	-2	369	-15	-88	-51	-4
Nettoskuld	2	13	13	-365	-342	-255	-199	-188

Källa: Devyser, EPB

Balansräkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	0	0	7	7	8	10
Övriga immateriella tillgångar	15	21	14	18	30	63	98	131
Materiella anläggningstillgångar	2	2	2	3	9	12	15	18
Finansiella anläggningstillgångar	2	3	5	7	18	20	22	19
Andelar i intresseföretag	0	0	0	2	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	2	16	14	14	24	25	29	37
Summa anläggningstillgångar	20	41	35	44	89	127	172	215
Varulager	4	4	6	7	10	14	17	23
Kundfordringar	14	16	16	19	28	36	45	59
Övriga omsättningstillgångar	2	2	9	10	11	12	13	14
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	10	8	378	364	276	225	221
Summa omsättningstillgångar	28	32	40	413	412	337	300	317
SUMMA TILLGÅNGAR	48	74	74	457	501	464	472	533
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	30	37	31	417	431	388	372	409
Summa eget kapital	30	37	31	417	431	388	372	409
Långfristiga räntebärande skulder	8	8	4	0	1	1	1	1
Långfristiga leasingskulder	1	13	11	10	15	15	18	24
Övriga långfristiga skulder	0	0	1	1	2	9	12	8
Summa långfristiga skulder	9	21	16	11	18	25	31	32
Kortfristiga räntebärande skulder	1	1	4	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	3	3	6	10	10	12	18	24
Kortfristiga leasingskulder	1	3	3	3	5	5	6	8
Övriga kortfristiga skulder	5	9	15	17	36	34	45	59
Summa kortfristiga skulder	10	16	28	29	51	51	70	92
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	48	74	74	457	501	464	472	533

Källa: Devyser, EPB

Tillväxt och marginaler								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	34%	2%	42%	36%	39%	38%	35%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	-89%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	68,0%	76,4%	71,6%	76,9%	81,7%	82,9%	85,0%	87,0%
EBITDA-marginal	7,6%	24,8%	2,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17,8%
EBITDA-marginal, justerad	7,6%	24,8%	2,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17,8%
EBIT-marginal	0,8%	16,2%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,8%
EBIT-marginal, justerad	0,8%	16,2%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,8%
Vinst-marginal, justerad	1,1%	10,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,3%

Källa: Devyser, EPB

Avkastning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	21%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%
ROCE, justerad	Neg.	21%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%
ROIC, justerad	Neg.	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20%

Källa: Devyser, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	9%	6%	8%	7%	8%	8%	7%	7%
Kundfordringar / totala intäkter	29%	24%	25%	20%	22%	20%	19%	18%
Leverantörsskulder / KSV	21%	22%	34%	45%	41%	41%	50%	57%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	22%	33%	44%	27%	30%	24%	29%	34%
Rörelsekapital / totala intäkter	25%	15%	15%	9%	2%	8%	5%	4%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,1x	1,3x	0,2x	0,3x	0,4x	0,6x	0,7x

Källa: Devyser, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	2	13	13	-365	-342	-255	-199	-188
Soliditet	62%	50%	41%	91%	86%	84%	79%	77%
Nettoskuld / EBITDA	0,6x	0,8x	7,9x	24,0x	7,9x	7,4x	467,8x	-3,2x

Källa: Devyser, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,06	0,77	-1,16	-1,61	-2,71	-2,59	-0,96	2,19
EPS, justerad	0,06	0,77	-1,16	-1,61	-2,71	-2,59	-0,96	2,19
FCF per aktie	0,10	0,52	-0,43	-2,08	-3,81	-4,92	-2,65	0,28
Eget kapital per aktie	3,33	4,06	3,27	32,3	25,5	22,9	22,0	24,1
Antal aktier vid årets slut, m	9,01	9,10	9,41	12,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	9,01	9,10	9,41	12,9	16,9	16,9	16,9	16,9

Källa: Devyser, EPB

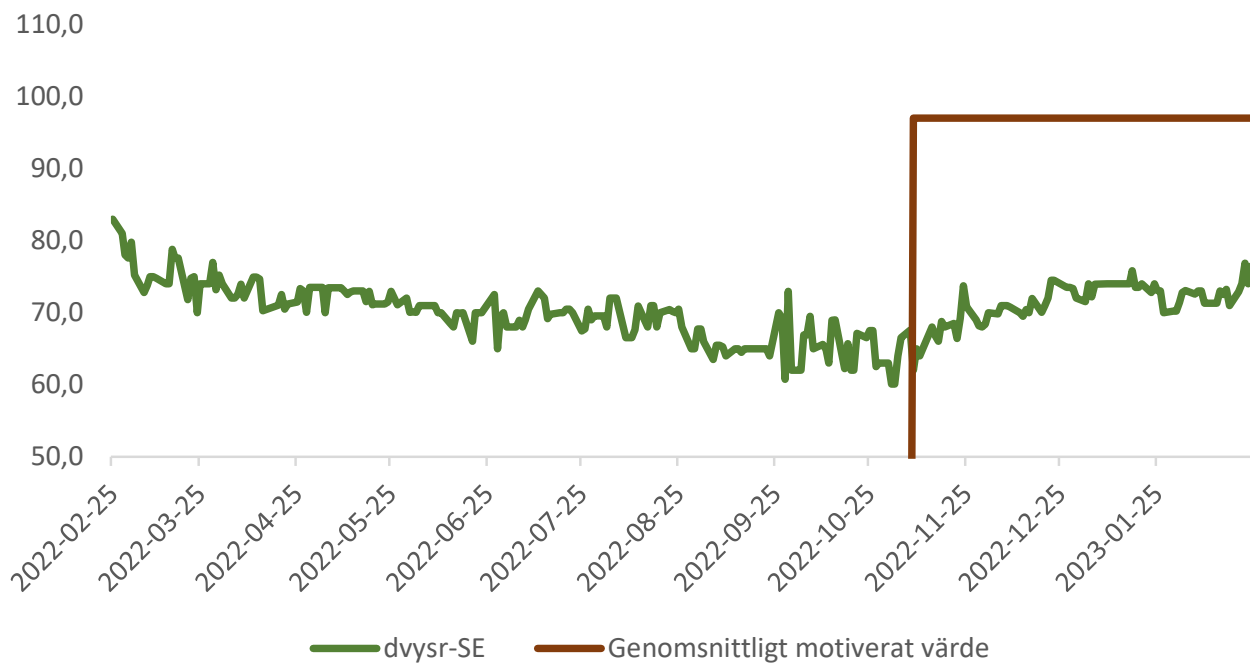
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	0,0x	0,0x	0,0x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	35,0x
P/EK	0,0x	0,0x	0,0x	2,7x	2,8x	3,3x	3,5x	3,2x
P/FCF	0,0x	0,0x	0,0x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	277,9x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,0x	0,2x	0,2x	7,6x	6,4x	5,0x	3,6x	2,7x
EV/EBITDA, justerad	0,6x	0,8x	7,9x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,1x
EV/EBIT, justerad	6,0x	1,3x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,8x
EV	2	13	13	714	810	881	881	881
Aktiekurs	-	-	-	88,6	72,0	76,5	76,5	76,5

Källa: Devyser, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Devysr (DVYSR SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

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 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 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