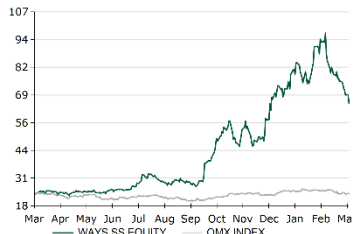


Penser Access | Kommunikation | Sverige | 29 mars 2023

Kvalitetsbolag med stor expansionspotential utanför Norden

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	76 - 80 kr												
Totala intäkter	-	-	-	Totala intäkter	149	169	225	265	Aktiekurs	65,2 kr												
EBIT, just.	-	-	-	Tillväxt	50%	13%	33%	18%	Risknivå	Låg												
EPS, just.	-	-	-	EBITDA, just.	33	36	45	52	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	26	29	38	45														
Q1 - rapport	13 april 2023			EPS, just.	2,5	2,7	3,5	5,3														
Q2 - rapport	13 juli 2023			EPS-tillväxt, just.	34%	12%	30%	51%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	9,0	11,0	13,7	17,0	<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	8,1m			Utdelning per aktie	0,8	0,9	1,0	1,1														
Börsvärde	526			EBIT-marginal	18,9%	18,2%	17,6%	17,5%														
Nettoskuld	(25)			ROE, just.	31,7%	27,3%	28,7%	34,9%														
EV	501			ROCE, just.	39,2%	34,0%	35,9%	34,3%														
Free float	65%			EV/Sales	3,5x	3,0x	2,2x	1,9x														
Daglig handelsvolym, snitt	87k			EV/EBITDA	15,7x	13,9x	11,1x	9,7x														
Bloomberg Ticker	WAYS SS EQUITY			EV/EBIT	19,7x	17,2x	13,2x	11,2x														
Analytiker				P/E, just.	27,3x	23,9x	18,4x	12,2x														
Örjan Rödén				P/EK	7,5x	5,9x	4,7x	3,8x														
orjan.roden@penser.se				Direktavkastning	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%														
				FCF yield	0%	3%	3%	6%														
				Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-0,9x	-1,0x	-1,4x														

Investment case

Starka inträdesbarriärer och minskad konkurrens har skapat en stark marknadsposition

I takt med att den geopolitiska risken har förskjutits de senaste åren har Waystream lyckats ta marknadsandelar från Huawei och premium-segmentet präglas nu av Waystreams marknadsdominans. Bolagets satsningar på hållbarhet med lokal produktion har bidragit till detta, utöver den geopolitiska dimensionen. Samtidigt har den starka marknadspositionen, stabila historiken av fungerande och lättanvänd hård- och mjukvara lett till höga inträdesbarriärer. Vi ser kombinationen av dessa som mycket attraktiv.

Lönsam tillväxt

Med lokal produktion, hållbara produkter, fokus på kärnverksamhet och samarbete med partners inom resursintensiva områden har Waystream kunnat växa lönsamt. Vi bedömer att omsättningen kommer fortsätta växa med höga tvåsiffriga tal kommande år, vilket kommer leda till en fördubbling av försäljningen de kommande fyra åren, samt att marginalen kommer fortsätta ligga på strax under 20%.

Står inför en kraftig expansion i Europa

Bredbandsinfrastrukturen förväntas växa kraftigt de närmaste åren i Europa. Exempelvis räknar FTTH Council Europe med att antal nya uppkopplade hushåll i EU kommer växa med 11% CAGR per år de kommande fem åren. Till den ökade penetrationen tillkommer konvertering av äldre tekniker som har lägre hastigheter än dagens standard på minst 1 Gbit/s.

Bolagsprofil

Waystream är verksamt inom bredbandsinfrastruktur. Bolaget producerar, säljer och marknadsför access-switchar som förbinder en bredbandskund till stornätet. Det är i access-switchen som operatörer styr kundens tjänsteutbud, och den är därför central i operatörens förmåga att generera intäkter för en bredbandsuppkoppling. Bolaget är verksamt i Sverige (34% av försäljningen 2022), Norden utanför Sverige (51%) och utanför Norden, framför allt övriga Europa (15%).

Värdering och motiverat värde

Vi värderar aktien med en EBITDA-multipel på 13x på 2024e års EBITDA, vilket är i linje med Hexatronic, som uppvisar stora likheter med Waystream. Detta ger ett motiverat värde på 76-80 kr per aktie. Vårt DCF-värde uppgår till på 80 kr per aktie.

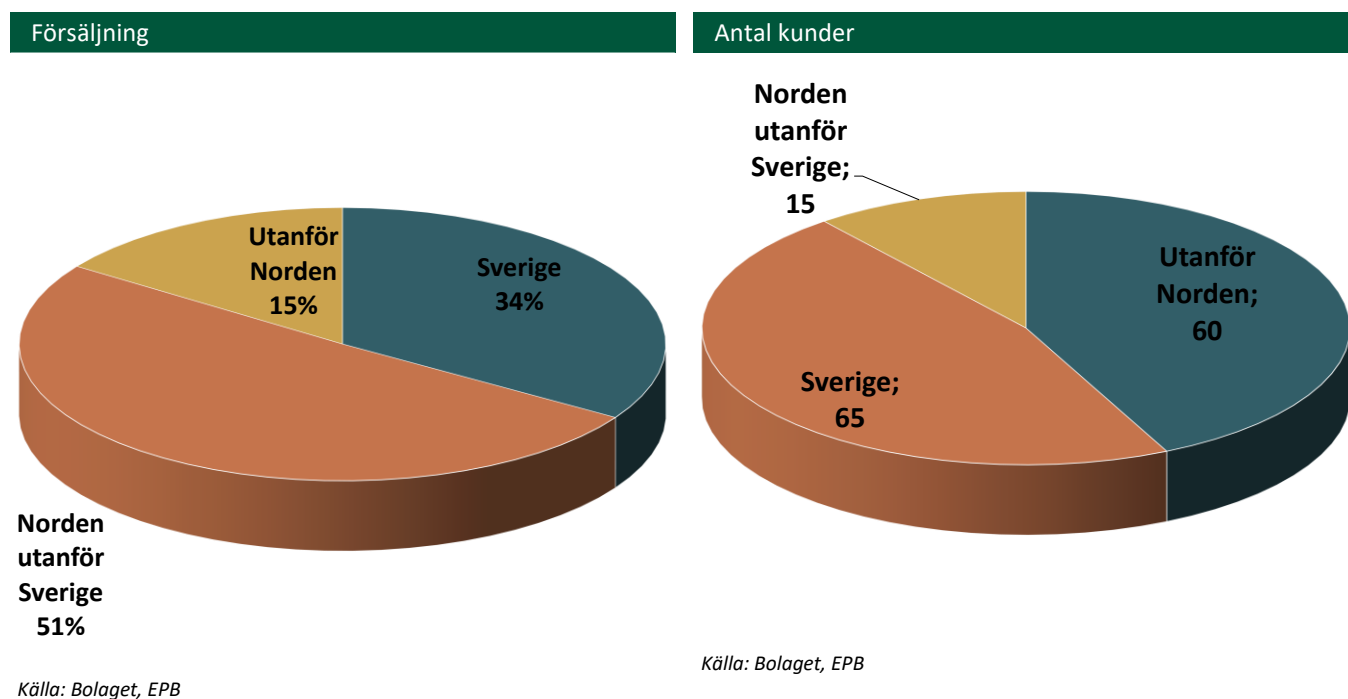
Introduktion

Verksamhet

Waystream är en premiumleverantör inom den snabbväxande marknaden för access-switchar; den komponent som förbinder en bredbandskund, tex ett hushåll, med stomnätet för bredband. Via access-switchen styr nätägaren, som är ett stadsnätsbolag, fastighetsägare eller telekomoperatör, vilken hastighet kunden får i enlighet med sin prisplan, samt utbud (bredband, TV, telefoni). Mervärdet i access-switchen ligger inte i hårdvarans teknikhöjd utan främst i hur tillhörande mjukvara och support fungerar med felsökning, ändrat tjänsteutbud och hårdvarans driftssäkerhet. Track-record och användarvänlighet kommer därmed före pris då driftstörningar är den stora utgiftsposten för de flesta nätägare. Kostnaden är dels den direkta kostnaden för operatören, t.ex. att en tekniker rycker ut och byter utrustning, men den stora kostnaden består framför allt i kundupplevelsen. Att vara utan bredband i dagens uppkopplade värld är för kunden frustrerande och skapar förutom ett skadat varumärke och stora kostnader i operatörens kundhanteringsprocess.

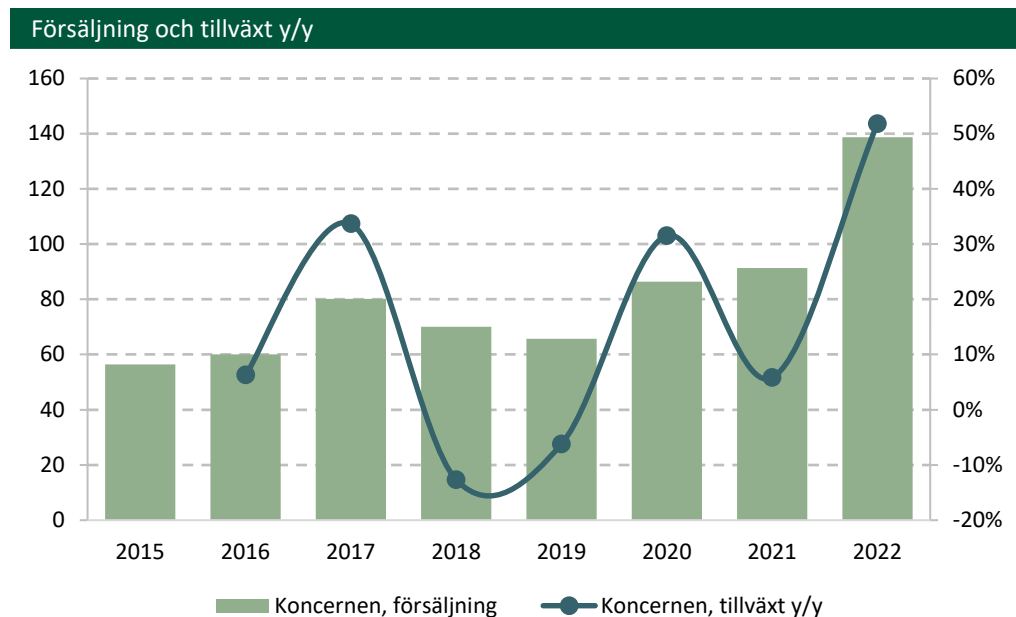
Geografisk utbredning

Waystream är verksamt i Sverige, Norden utanför Sverige och utanför Norden, framför allt Europa:



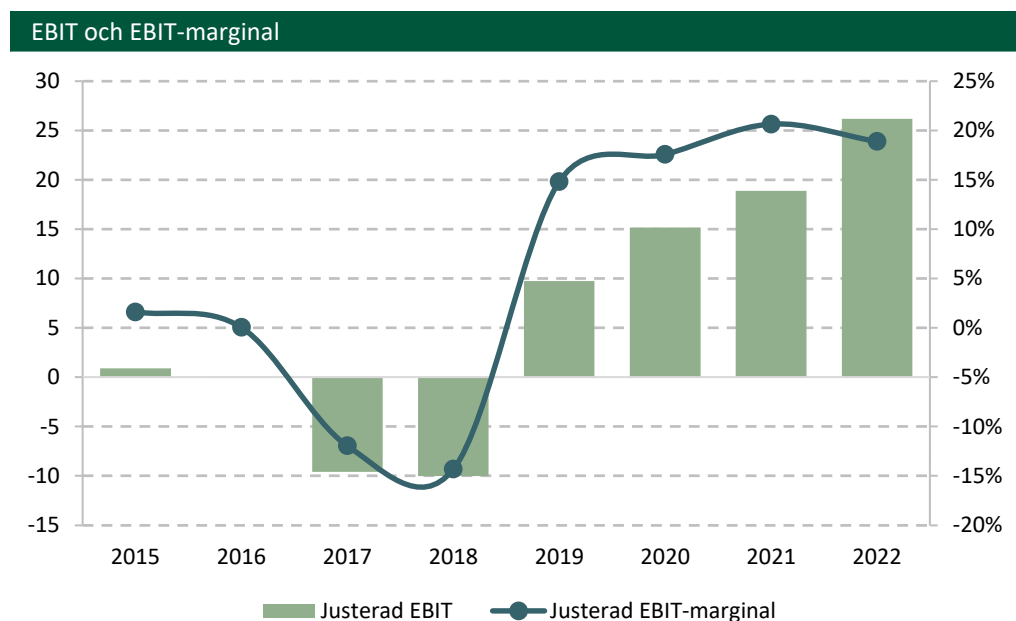
Stark försäljningstillväxt 2018-2022

Bolaget har vuxit kraftigt, med 14% CAGR 2015-2022 och med 52% i 2022:



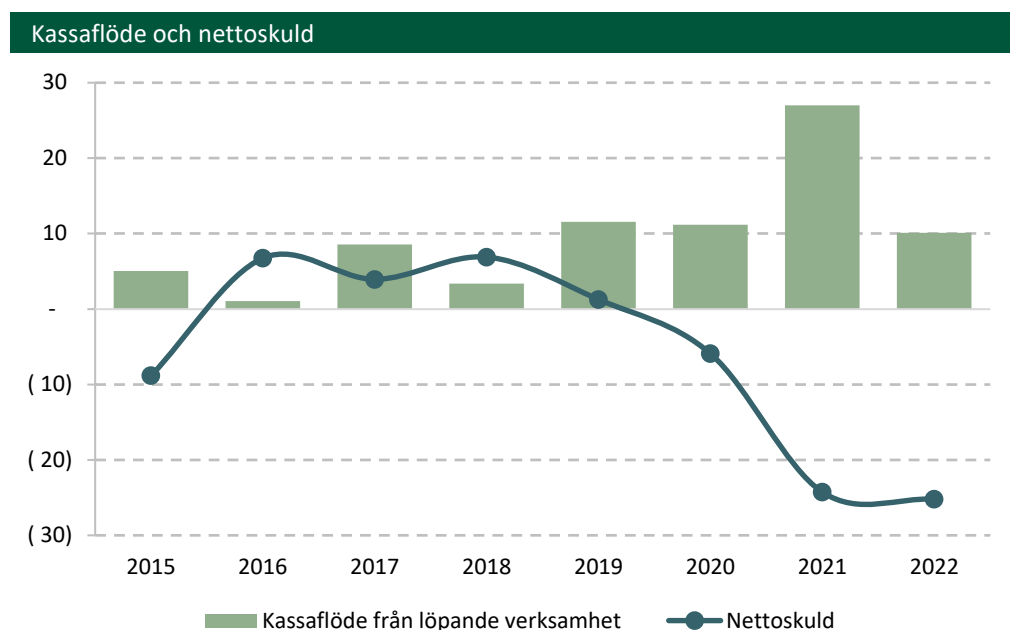
Källa: Bolaget, EPB

Bakgrunden är, enligt vår bedömning, ett antal strategiska beslut. Dessa innefattar att flytta hem huvuddelen av produktionen från Kina till Sverige, att satsa på en hållbarhetsprofil på sina produkter samt att fokusera enbart på kärnverksamheten och samarbeta med strategiska partners inom resursintensiva områden som kundbearbetning, support och produktion. Detta har medfört att Waystream har lyckats kombinera kraftig tillväxt med låg bemanning, begränsad kostnadsutveckling och låga kapitalbehov. Den kraftigt skalbara modellen innebär en kontinuerligt ökande marginal sedan 2018 till, givet den kraftiga tillväxten, rekordhöga 19% i 2022.



Källa: Bolaget, EPB

Kassaflödet har följt resultatutvecklingen, vilket har skapat en nettokassa på 25 mkr per den 31/12 2022. Risken för kapitalbehov, vilket är vanligt i många mindre tillväxtbolag, får därmed anses vara mycket låg.







Källa: Bolaget, EPB

Utsikter för tillväxt är fortsatt goda. På hemmamarknaden Sverige är det främst ett utbytesbehov av äldre utrustning, som är betydande, då infrastrukturen i Sverige har uppnått en mogen fas, i kombination med viss utbyggnad av bredbandsnätet. Situationen är liknande i de övriga nordiska länderna. I övriga Europa ligger man långt efter med utbyggnaden av bredband. Tyskland, med sina 80m invånare, har samma bredbandstäckning som Sverige i absoluta tal som ett exempel. EU driver på och har satt upp som mål att alla hem skall ha minst 1 Gbit/s 2030, vilket innebär en årlig tillväxt i anslutna hem om 11% för EU39 och 12% för EU27.

Waystream har en solid marknadsposition i de nordiska länderna, vilket dels skapar finansiellt utrymme för satsningar, men framför allt skapar det ett starkt varumärke vad gäller tillförlitlighet, och därmed produktivitet för operatörerna. Sammantaget innebär det en enastående möjlighet att ta del av den kraftiga utbyggnad som förväntas ske på den europeiska marknaden. Utsikterna för fortsatt tillväxt i kombination med fortsatt starka marginaler är därmed goda, vilket bör skapa goda förutsättningar för god resultatutveckling framöver.

Finansiella målsättningar

Waystream har med sin nuvarande starka finansiella ställning satt upp följande målsättningar:

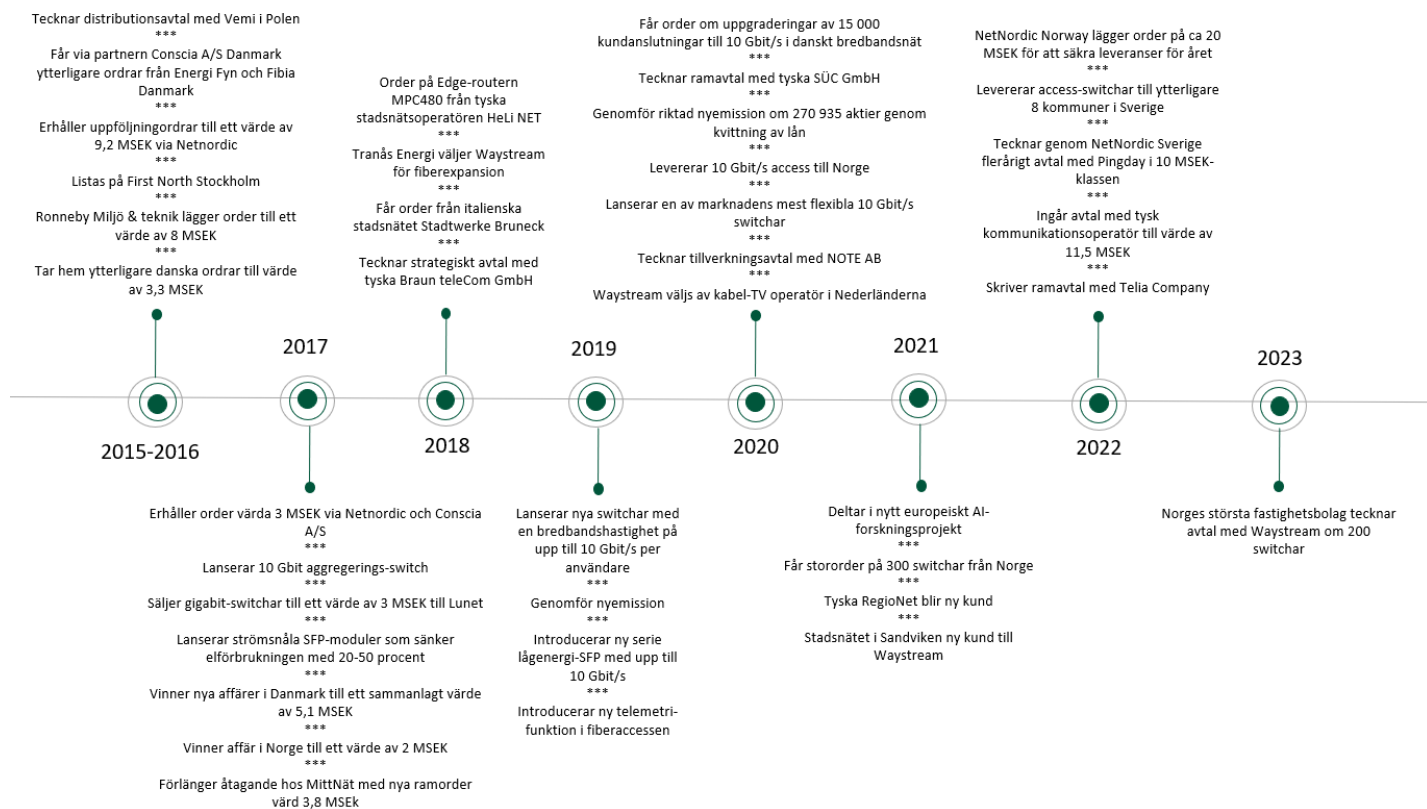
Finansiella målsättningar				
Långsiktiga finansiella mål	Basår (2021)	Utfall Q4-22	Utfall helår 2022	
 Försäljningstillväxt Waystreams organiska försäljningstillväxt ska uppgå till 10-15 procent per år.	Försäljningstillväxten för 2021 uppgick till 6 procent.	Försäljningstillväxten för Q4-2022 uppgick till 94 procent.	Försäljningstillväxten för helåret 2022 uppgick till 52 procent.	
 Rörelsemarginal Ha en rörelsemarginal på 15-20 procent per år.	Rörelsemarginalen för 2021 uppgick till 21 procent.	Rörelsemarginalen för Q4-22 uppgick till 17 procent	Rörelsemarginalen för helåret 2022 uppgick till 19 procent.	
 Fördubblad omsättning Långsiktig ambition att fördubbla Waystreams omsättning på 3-5 år.	Omsättningen för 2021 uppgick till 91 MSEK.		Omsättningen för 2022 uppgick till 139 MSEK 52 procent tillväxt.	
 Utdelning Styrelsen föreslår en utdelning om 0,75 kr per aktie till kommande bolagsstämma. Övriga medel för 2022 skall återinvesteras i rörelsen för finansiering av bolagets långsiktiga strategi. Styrelsen har antagit följande utdelningspolicy: Bolaget avser långsiktigt att lämna utdelning om ca 25-30 procent av vinsten efter skatt till aktieägarna. Styrelsen ska ta hänsyn till bolagets kapitalbehov för att driva och utveckla verksamheten i enlighet med bolagets finansiella mål och kan ändra utdelningspolicyn vid behov.				

Källa: Bolaget

Vår bedömning är att målen är fullt realistiska, givet de senaste årens starka utveckling och de ambitiösa utbyggnadsplanerna av bredbandsnätet i EU. Tillväxtmålet kan ses som något försiktigt, givet framför allt utvecklingen i 2022. Samtidigt blir det allt svårare att växa med höga två-siffriga tillväxttal i takt med att försäljningen ökar i absoluta termer.

Totalt sett rimmar våra prognoser väl med bolagets finansiella målsättning. Vår bedömning är att bolaget kommer att fördubblas på ca 4 års sikt med en rörelsemarginal i linje med dagens nivå på strax under 20%.

Tidslinje



Marknad & Produkter

Marknaden för Waystream kan grovt indelas i hårdvara och mjukvara. Hårdvaran, kan i sin tur delas in access-switchar & SFP's; en kontakt som förbinder ett modem i t.ex. en bostad med access-switchen via en optisk kabel. Vår bedömning är att marknaden för access-switchar är ca 200-300 mkr och ca 100 mkr för SFP'er och tillbehör i Sverige för närvarande.

Produkter – access-switchen förbinder stomnätet med slutkunden

Waystream erbjuder en bred produktportfölj inom fiberaccessområdet. Bolaget tillhandahåller lösningar för stadsnät och kommunikationsoperatörer och erbjuder nätverks-switchar och annan utrustning så att bredbandskunder kan ansluta till stomnätet.

Access-switch



Källa: Bolaget

Produkterna kan indelas i följande kategorier:

MS7000-serien

En access-switch med 24 eller 48 portar (dvs anslutna slutkunder), utvecklad för fiber till hemmet. Den har ett utökat temperaturintervall och klarar mellan -20 och 70 grader, vilket gör att den sparar el för kyla eller uppvärmning i kalla eller varma miljöer. Alla modeller och varianter delar samma mjukvara, vilket ger operatören en enhetlig plattform för tjänsteleveranser oavsett förutsättningar. MS7000-serien är anpassad för hastigheter upp till 1 Gbit/s

MS7100 och MS7300

Dessa är utvecklade för anslutning till flerfamiljshus där man sedan tidigare byggt anslutningar till lägenheter med koppar-Ethernet. I dagens läge byggs ofta den sista anslutningen med fiber direkt till slutanvändaren. MS7100 serien är anpassad för hastigheter upp till 1 Gbit/s och MS 7300 stödjer en ny hastighet – upp till 2,5 Gbit/s.

MS8000

MS8000-serien klarar upp till 10 Gbit/s, men delar i övrigt samma egenskaper som andra produkter.

ASR800

Liknar MS8000 men med utökat temperaturintervall, vilket möjliggör installationer i tuffa miljöer med bristfällig ventilation eller där uppvärmning eller aktiv kylning saknas.

Produktutveckling med fokus på hållbarhet, produktivitet och användarvänlighet utgör kärnan i premiumerbjudandet

Waystream är idag en premiumleverantör inom access-switchar för bredbandsinfrastruktur. Vägen till den positionen har gått via produktutveckling med fokus på hållbarhet, produktivitet och användarvänlighet.

Hållbarhet

Elektronikbranschen är inte känd för sitt fokus på hållbarhet. Massproducerade produkter, ofta långt från kärnmarknaden har skapat ett standardiserat sortiment med förvisso låga priser, men i övrigt mycket att önska vad gäller hållbarhet. Waystream har med ett gediget hållbarhetsfokus skapat en produktportfölj med stark hållbarhetsprofil, vilket skapar en unik marknadsposition.

Lokal produktion ersätter produktion i Kina

Waystream, liksom dess konkurrenter, baserade tidigare sina produkter på legotillverkning i Kina, med tveksam miljöprofil, arbetsförhållanden mm. För ett antal år sedan bestämde sig bolaget för att flytta hem produktionen till Sverige. Med sin bas i Lund, via en fabrik som drivs av Note, kan bolaget stoltsera med en "Made in Sweden"-etikett på sina produkter. Givet hur automatiserad elektronikstillverkning är idag, bedömer vi att kostnadsnackdelen är marginell med lokal produktion. De stora fördelarna är lägre koldioxidavtryck, större flexibilitet i produktionen, allmänt kortare leveranstider och lägre lagerbindning. Dessutom är risken för negativ publicitet i form av arbetsförhållanden mm eliminerad. Bolaget behåller viss legoproduktion i Kina då detta emellanåt efterfrågas på marknaden, men det ger också en viss back-up om den lokala produktionen skulle falla. Vår bedömning är dock att denna del kommer att minska till förmån för lokal produktion då marknaden alltmer inser nackdelarna med produktion på andra kontinenter.

Energibesparande åtgärder ger lägre kostnader för kunden

I takt med ökande energikostnader blir kylning, och/eller uppvärmning av elektronikutrustning en allt större kostnadspost för operatörerna. Waystream har med sina moderna produkter, som klarar mellan -20 och +70 grader och en allmän robusthet vad gäller exempelvis ventilation, skapat sig en stor konkurrensfördel även inom detta område.

Fokus på kundens produktivitet

Waystream har satt sig in i operatörens situation. Med små resurser för drift och förvaltning; en fungerande och lätthanterad uppkoppling är en förutsättning för tjänsten, och inget slutkunden betalar operatören extra för, blir produktivitet en viktig parameter i inköpsprocessen för operatörerna. Waystream har därmed anpassat mjukvaran, och samspelet mellan mjuk- och hårdvara, för att passa kunden. Som exempel kan nämnas att operativsystemet liknar det som Cisco använder, vilket ger stordriftsfördelar för tekniksidan som ofta kan detta operativsystem. Switchen är anpassad för att passa in i befintliga teknikskåp och för att kunna justeras från framsidan och inte på baksidan. Alla dessa detaljer kan verka vara av mindre betydelse, men blir viktiga konkurrensfördelar när bolaget marknadsför sitt erbjudande.

Hållbarhet och kunden i centrum har skapat ett starkt varumärke på marknaden

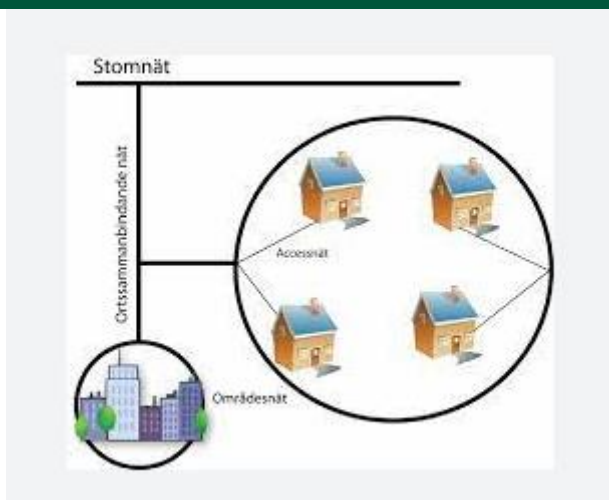
Vår bedömning är att bolagets hållbarhetsfokus och förmåga att sätta kunden i centrum har skapat den starka marknadsposition som bolaget besitter idag. Barriärerna består därför av ett starkt varumärke som borgar för hållbarhet, användarvänlighet och snabba leveranstider. På nedersta raden ger det en enkel, robust, billig lösning med starkt hållbarhetsfokus för operatören.

Bredbandsinfrastrukturmarkanden – en överblick

Infrastruktur för bredband består av 3 nivåer:

- Stomnät, bredbandens motorvägar, ägs och driftas av klassiska telekomoperatörer och försörjs av stora teknikgiganter som exempelvis Cisco
- Accessnätet och områdesnätet, länken mellan stomnätet och slutkunden, består av fiber eller koppar via Ethernet mellan access-switchen och slutkunden, switchar som ofta innehåller 24 eller 48 portar, vilket enkelt kan översättas till samma antal hushåll, som försörjs av Waystream tillsammans med andra större och mindre elektronikleverantörer som Huawei, ZTE, Alcatel, Nokia och ett antal asiatiska leverantörer som CTS
- Modem och routrar, fasta och mobila, som är en typisk massmarknadsprodukt som försörjs främst av leverantörer inom konsumentelektronik som Zyxel och Asus

Stomnät, områdesnät och accessnät



Källa: SGC

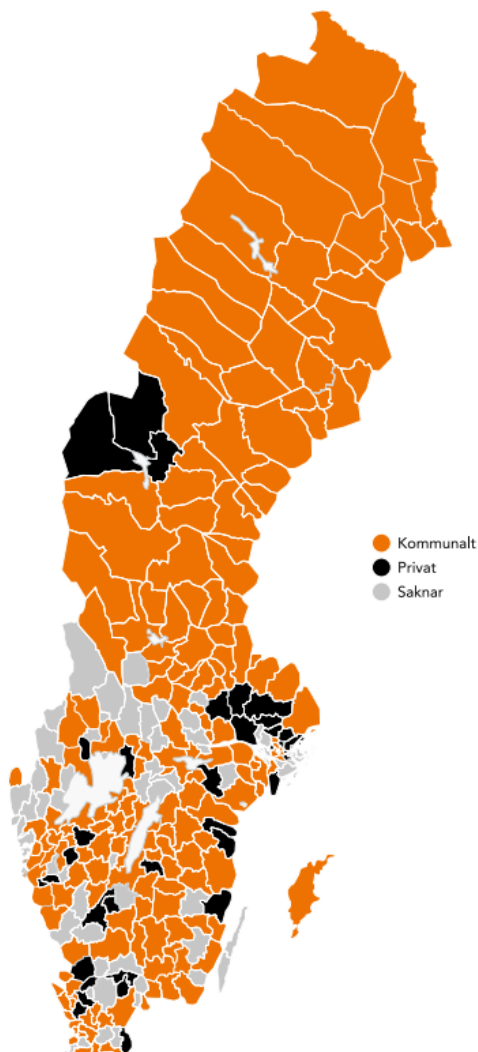
Utbyggnad av bredband – access-switchen skapar intäkter vilket nedlagd fiber inte gör

När bredband byggs ut till nya användare sker detta i 2 faser. I fas 1 läggs fiber i marken och dras in till slutkundens lokal. Det är en stor investering då det innebär grävning med stort förarbete i form av tillstånd, men framför allt förhandlingar med markägare, där varje markägare oftast innehar endast en mindre del av den sträcka som skall beläggas med fiber. I fas 2 kopplas slutkunderna upp mot accessnätet via en access-switch. Först därefter kan operatören börja fakturera slutkunden för bredbandstjänsten och få avkastning på sin investering. Även om access-switchen endast utgör en bråkdel av totalinvesteringen i bredbandsutbyggnad, är den helt central i att starta det finansiella flödet för påkopplade kunder. Operatörerna har därför ett stort intresse av att snabbt starta upp accessnätet när fibern väl är lagd, vilket ger starka leverantörer med god leveranskapacitet och hög tillförlitlighet en stark position i värdekedjan.

Stadsnätskunden – eftersträvar låg risk och hög servicenivå

Det finns ca 170 kommunala stadsnät i Sverige.

Stadsnätsfördelning, Sverige



Källa: Svenska stadsnätsföreningen

Dessutom tillkommer många fastighetsägare som driver lokala nät i sina fastigheter. Denna kundstruktur är även vanlig i de nordiska länderna och i vissa länder utanför Norden, som Tyskland.

I takt med att den svenska marknaden har mognat och tillväxten därmed har stannat av, blir driftskostnader ett allt större fokus för dessa kunder. Med relativt små resurser för teknik- och kundhantering, efterfrågar detta kundsegment därför enkla och robusta komponenter, med hög drifts- och leveranssäkerhet samt en hög nivå på eftermarknadstjänster.

Kostnaden för att hantera driftsstörningar är höga, både direkta i form av personal som skickas ut, men även i form av kundmissnöjdhet. I dagens uppkopplade värld är kontinuerlig tillgång till bredband en förutsättning för exempelvis hemarbete och strömmade medietjänster.

Telekomoperatörerna – en allt viktigare aktör även i accessnäten

Hittills har Waystream mest fokuserat på de mindre stadsnätskunderna. Telekomoperatörerna däremot har inte varit involverade i accessnäten på samma sätt. På senare tid har emellertid operatörssegmentet öppnats upp för Waystream då telekomoperatörerna alltmer ger sig in i accessnätmarknaden. Det tydligaste exemplet är Telia, som ha tagit över driften av många stadsnät på senare tid. Därmed delar operatörerna samma utmaningar som existerande stadsnätskunder. Låga

driftskostnader i form av hög tillförlitlighet och bra eftermarknadstjänster, som enkel uppdatering av nya tjänster, eller ändrad hastighet är en efterfrågad tjänst även av telekomoperatörer.

Ramavtal med Telia – en viktig milstolpe för Waystream

Sent 2022 tecknade Waystream ett ramavtal med Telia för att förse Telias accessnät under förvaltning med access-switchar i Norden och Baltikum. Detta avtal innebär en väsentlig milstolpe för Waystream. Det faktum att Waystream, med ca 20 anställda i Sverige och totalt ca 45 anställda om man inkluderar konsulter, kan landa denna typ av avtal visar dels på produktens starka varumärke och dels på bolagets förmåga att hantera stora och komplexa kunder.

Marknadstillväxt – utbytesbehov, eftermarknad och ökad penetration i Europa

Den globala marknaden för access-switchar drivs av ett utbytesbehov av utrustning på grund av ålder; elektronikkomponenter slits med tiden, hög energikonsumtion eller andra prestandaproblem som tålighet för värme och kyla. Men även att kunder efterfrågar kringtjänster i form av exempelvis mjukvara som underlättar implementation av nya kunder, eller bättre övervakning, för att minska risken för driftstörningar och därmed hålla låga driftskostnader.

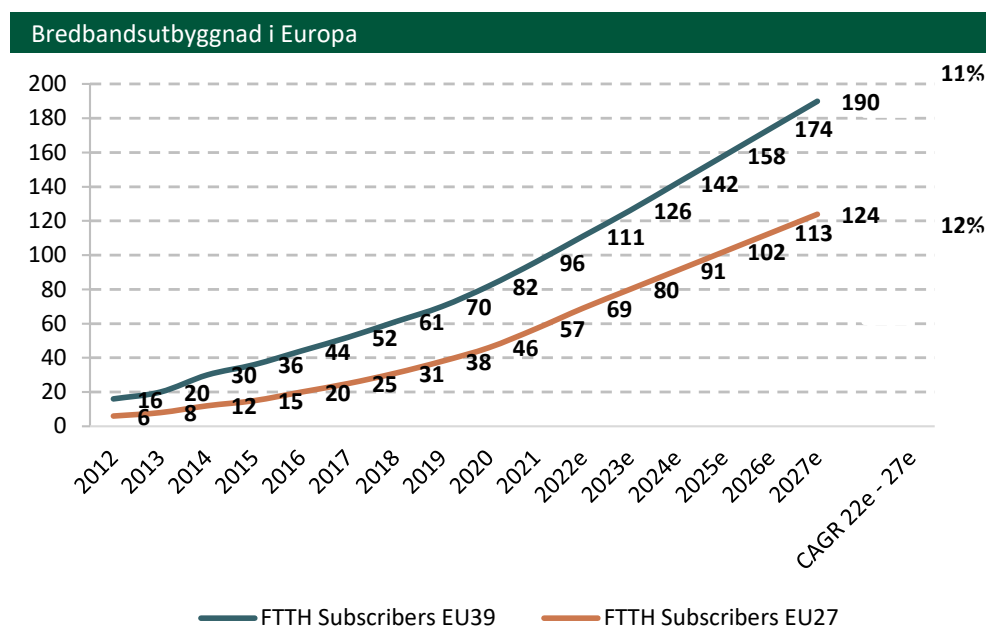
Marknadstillväxten drivs även av ökad penetration av bredband och konvertering av äldre tekniker som koppar och optiska nätverk med lägre hastigheter, till dagens standard med minst 1 Gbit/s.

Marknaden för SFP's drivs främst av att nya användare kopplas upp mot befintliga switchar, eller att befintliga användare ändrar sitt utbud från t.ex. enbart bredband till bredband och TV, alternativt ändrar hastighet på sitt bredband. Nya tjänster kräver ofta nya anslutningar på grund av högre komplexitet i överföringen.

Geografiska skillnader

Marknaden skiljer sig mellan olika geografier. På hemmamarknaden, Sverige, är i stort sett infrastrukturen för bredband utbyggd med 3,5m hushåll av 4,1m uppkopplade enligt FTTH Council Europe, och de allra flesta användare kan få 1 Gbit/s, som anses vara den nya lägsta normalnivån för bredbandskapacitet. De flesta kunder har dock fortfarande lägre hastigheter, då detta normalt sett fås till ett lägre pris. I många länder i övriga Europa däremot, liksom i övriga delar av världen, är utbyggnaden av bredbandsstruktur endast i sin linda. Många hushåll återstår att kopplas upp och de som har bredband sitter ofta på gammal teknik. Tillväxten är därför signifikant utanför Sverige och övriga Norden, som i stora drag liknar den svenska situationen.

Sammantaget ger industrikällor följande scenario för marknadstillväxt för EU 27 & EU39:



Källa: FTTH Council Europe

I t.ex. Tyskland förväntas tillväxten av nya hushåll upp gå till CAGR 27% per år, och i Nederländerna, en annan av Waystreams starka fästen, till 9% per år.

Marknadsandelar och priskonkurrens

En förklaring till Waystreams förbättrade marknadsposition i Sverige, utöver deras starka produktportfölj och satsningar på ökad försäljning, beror på bortfallet från marknadsledaren Huawei. Huawei har, tillsammans med Waystream, positionerat sig i premiumsegmentet. Genom aggressiv prissättning, i kombination med konkurrenskraftiga produkter, lyckades Huawei i mitten av förra decenniet att skapa sig en helt dominerande position inom access-switchar på den svenska marknaden. Den geopolitiska förskjutning som har skett under de senaste 3-5 åren, där den säkerhetspolitiska aspekten av infrastruktur har hamnat i fokus, har dock gjort att kunderna inom access-switchar totalt har omvärderat Huawei som leverantör. Detta har öppnat upp för Waystream, som det enda kvarvarande premiumalternativet på marknaden. Kammarrättens beslut att förbjuda Huawei från utbyggnaden av 5G-nätet innebär i sig en kraftig signal till marknaden. Vår bedömning är att kunderna inom bredbandsteknik upplever att Huawei inte är en tillförlitlig leverantör, vilket kraftigt har gynnat Waystream.

Förutom den politiska dimensionen, har de senaste årens leveranssvårigheter på grund av långa ledtider och viss oförmåga att arbeta kundanpassat, med all produktion förlagd i Asien, även bidragit till ett sämre varumärke för Huawei.

Genom kombinationen lokal produktion i Lund och en kundcentrerad organisation har Waystream lyckats skapa den nödvändiga storleken för att nå positiva resultat och kassaflöden. Det går att tydligt se ett samband mellan Huawei's fallande omsättning i Sverige, som toppade 2018, när Waystream fortfarande gjorde förlust, och hur Waystream har lyckats växa med god lönsamhet sedan dess. Bolagets egna åtgärder i form av produktutveckling, inte minst på mjukvaruområdet, och hållbarhetsaspekten, samt uppbyggnad av en eftermarknadsorganisation skall heller inte underskattas i sammanhanget.

Totalt sett anser vi att Waystream har nått marknadsdominans i sitt segment, mindre kunder som stadsnät, där europeiska aktörer som Nokia och Alcatel inte har ett konkurrenskraftigt erbjudande. Det finns andra asiatiska konkurrenter som CTS, som förvisso inte har drabbats av samma stigma som Huawei, men icke desto mindre lider av långa leveranstider och en allmän konkurrensnackdel från den "reshoring-process" som sker i Europa för närvarande.

Avsaknad av stark priskonkurrens är sannolikt en förklaring till de goda marginaler som Waystream uppvisar

Waystream har naturligtvis haft en möjlighet att öka sina volymer när asiatiska konkurrenter tappar marknadsandel på den svenska marknaden. En ytterligare faktor är att den tidigare prispressen, som sannolikt har varit betydande givet det traditionella mönstret från asiatiska aktörer, nu är betydligt mer beskedlig. Detta faktum talar för att den goda lönsamheten som Waystream uppvisar är uthållig.

Prognoser – fortsatt tillväxt med fokus på 2024 och stabila marginaler

Tillväxtprognoser

Sverige - Begränsad tillväxt på grund av hög penetration

Enligt FTTH Council Europe förväntas en beskedlig tillväxt i antalet uppkopplade hushåll på 3% i Sverige fram till 2027. Som tidigare sagts är utbyggnaden i stort sett genomförd i Sverige, även om det finns vita fläckar i framför allt glesbygd där utbyggnaden fortfarande är skral.

Utbytesbehov av 15% av stocken varje år

Eftersom Sverige är en mogen marknad finns ett stort utbytesbehov. Vi uppskattar detta till ca 16 - 18 000 enheter på en bedömd stock av 115 000 enheter, vilket ger ett tillväxtbidrag på ca 15%. Möjligheten att öka marknadsandel väsentligt är stor. Inte minst avtalet med Telia ger goda förutsättningar, då en stor del av Telias utrustning är baserad på Huawei. Sammantaget ser vi en tillväxt på CAGR 22% under prognosperioden, vilket är högre än CAGR på 10% 2018-2022. För 2023e ser vi en något lugnare utveckling på 18% tillväxt relativt hela prognosperioden, då Waystream hade en stark avslutning med tillväxt på 162% och 47% i Q3 och Q4 2022 i Sverige.

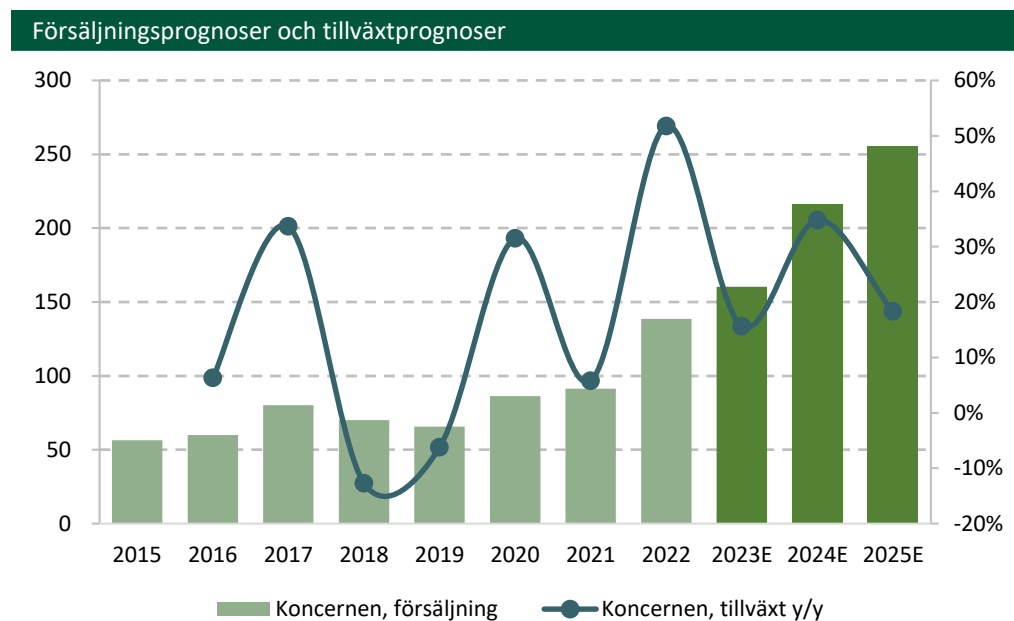
Norden utanför Sverige

Situationen ser liknande ut i Norden utanför Sverige. I Danmark kommer tillväxtpotentialen främst från att byta ut äldre utrustning till nyare utrustning med 1 Gbit/s eller 10 Gbit/s som högsta kapacitet, enligt bolaget. I Norge ser potentialen för antalet nya hushåll större ut, 6-7% CAGR. Här har Waystream även skrivit avtal med ett av Norges största fastighetsbolag, OBOS, att förse bolagets kunder med kapacitet inom bredband. Dessutom är Telia en aktör i Norge, och även här ger Telia-avtalet en stor fördel mot konkurrenterna för utbytes- och nyinstallationsbehov. 2022 var ett utmärkande starkt år för Waystream med 92% tillväxt y/y i Norden utanför Sverige, och vi förväntar oss en avmattning i 2023 och viss acceleration i 2024.

Utanför Norden, stor potential i framför allt Europa

Utanför Norden förväntar vi oss en stark tillväxt. Europas digitala agenda från EU-kommissionen, med målsättningen att samtliga hushåll inom EU ska ha tillgång till 1 Gbit/s 2030, kommer naturligtvis att vara drivande. Samtidigt är det en oerhörd utmaning, inte minst med dagens makroekonomiska situation, med hög inflation och svaga reallöneutveckling. Det är gigantiska belopp som skall investeras, om visionen skall materialiseras, där själva fiberutbyggnaden naturligtvis är den stora investeringskostnaden. Icke desto mindre är potentialen i ett land som t.ex. Tyskland oerhört spännande. Med endast 3,5m hushåll, lika många som i Sverige i absoluta termer, med tillgång till 1 Gbit/s, i kombination med ett utvecklat näringsliv och hög levnadsstandard, har landet en väsentlig tillväxtpotential. Enbart en stad av Hamburgs storlek är en lika stor marknadspotential som hela den norska marknaden, som ett exempel. Den satsning som Waystream gör är därför en attraktiv väg till tillväxt. Att utnyttja den starka nordiska marknadspositionen, med en stark finansiell ställning och ett starkt varumärke i ryggen, ger expansionen goda förutsättningar att lyckas. Den geografiska närheten, med produktion i Lund och existerande verksamhet i Danmark ger ytterligare komparativa fördelar.

Sammantaget ger detta följande försäljningsprofil:

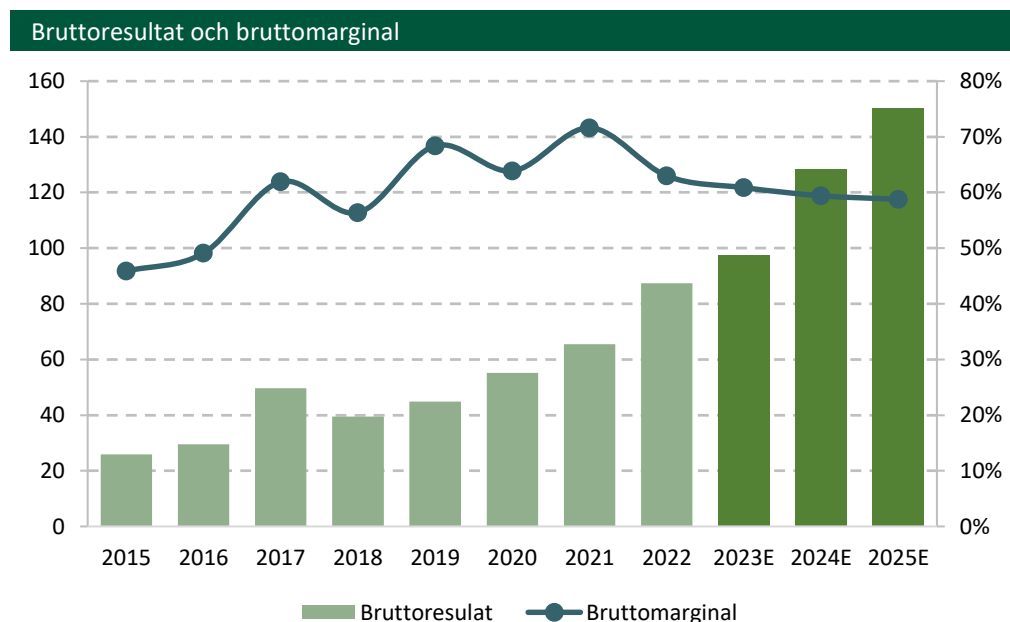


Källa: Bolaget, EPB

Vi ser det som rimligt att det urstarka 2022 följs av en betydligt lugnare utveckling i 2023e, med en acceleration i 2024e och en viss normalisering därefter. Även om ramavtalet med Telia är en stödjande faktor, har detta nyligen tecknats och branschen präglas av långa säljcykler. Vi tror därför att effekten blir mer framträdande i 2024e snarare än 2023e.

Avtagande bruttomarginal från internationell expansion

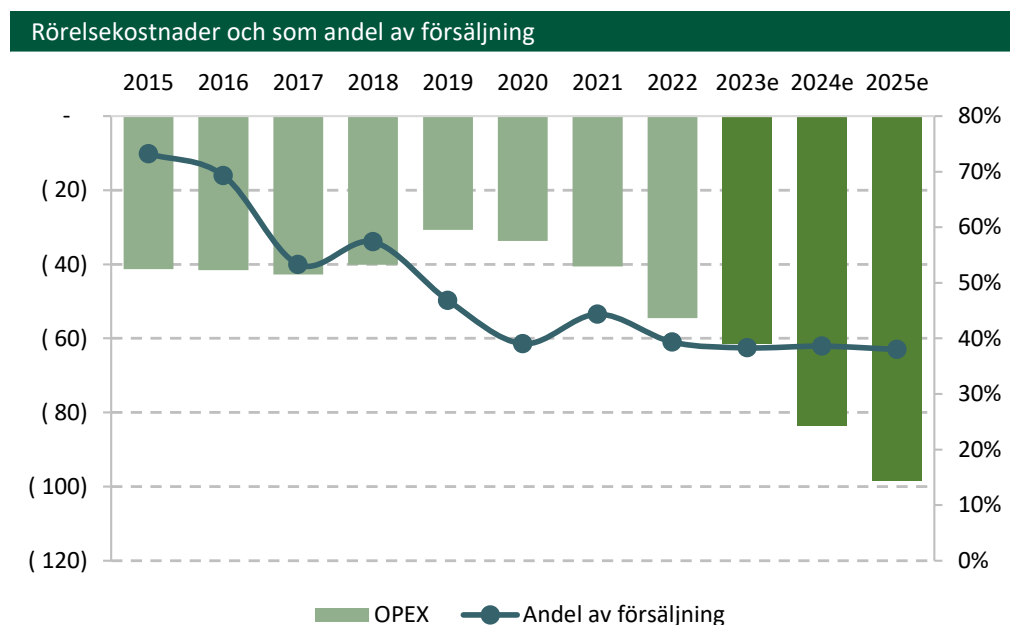
Waystream har lyckats generera en enastående hög bruttomarginal under de senaste åren. Vår bedömning är ett starkt varumärke i kombination med avtagande prispress förklarar detta. I takt med att expansionen utanför Sverige tar fart är det vår bedömning att bruttomarginalen kommer att utvecklas svagare än historiken, även om nivån på ca 60% fortfarande är en imponerande hög siffra. Omvänt innebär detta en potentiell uppsida till våra estimat. Skulle bolaget lyckas höja bruttomarginalen till tidigare toppar på ~70% är våra prognoser för försiktiga.



Källa: Bolaget, EPB

Ökning av rörelsekostnader i linje med försäljningen

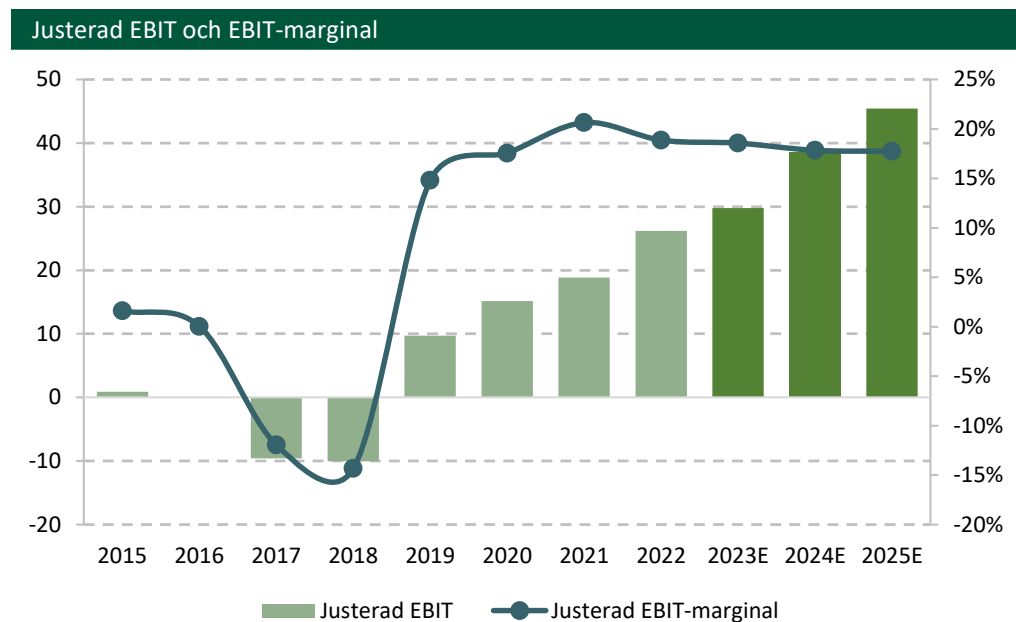
Våra prognoser innebär en ökning av rörelsekostnaderna i linje med försäljningen. En satsning på övriga Europa bör driva kostnadsnivån i absoluta termer, men bör kunna hållas intakt som andel av försäljningen. Waystream har en resurssnål organisation med många delar av verksamheten outsourcade som distribution, support mm, vilket gör att dessa kostnader bör följa försäljningen relativt väl. Personalkostnader bör öka som en funktion av expansionen i Europa.



Källa: Bolaget, EPB

EBIT-marginal i linje med finansiell målsättning

Totalt sett ser vi en EBIT-marginal på en något lägre nivå än tidigare. Detta är i linje med bolagets långsiktiga finansiella målsättning om en rörelsemarginal på 15-20%.



Källa: Bolaget, EPB

Värdering och motiverat värde

Waystream utgör något som är ovanligt på Stockholmsbörsen; ett etablerat tillväxtbolag som genererar en rörelsemarginal på 19% i 2022 och i princip ett obefintligt kapitalbehov. Det enda som kan ändra det senare är förvärv eller en dramatiskt ökad tillväxt, som driver rörelsekapital. Därigenom är utbudet av jämförbara bolag begränsat.

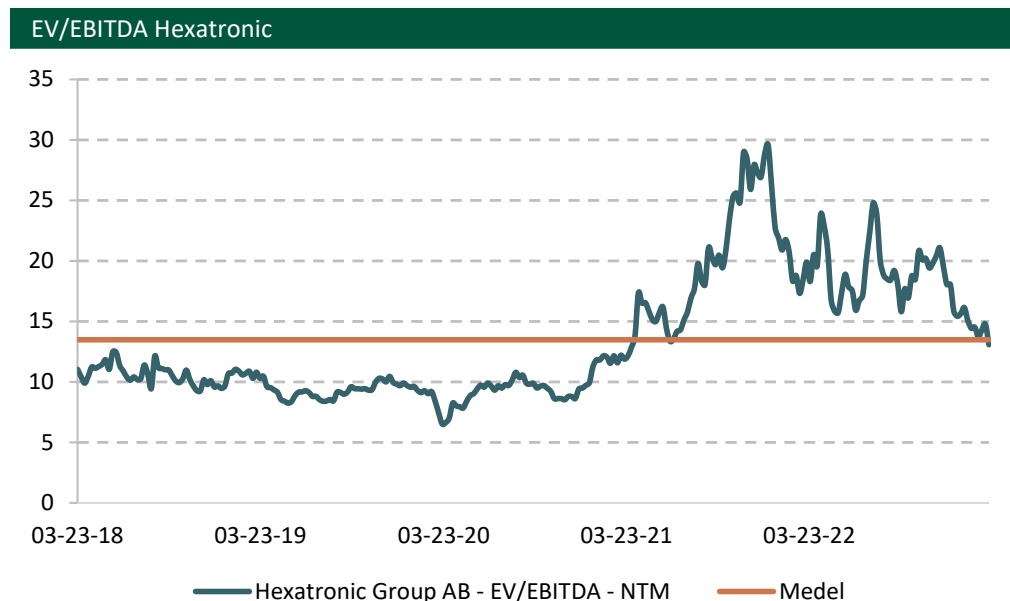
Vi har valt att värdera aktien med en relativvärdering mot Hexatronic. Bolagen liknar varandra på många sätt:

- Båda bolagen är verksamma inom infrastruktur för bredband
- De uppvisar stark organisk tillväxt på drygt 50% för 2022 med goda marginaler; 17% för Hexatronic (EBITA-marginal) och 19% för Waystream (EBIT-marginal)
- Liksom Waystream uppvisar Hexatronic en stor nettokassa

Samtidigt finns det särskiljande faktorer. Hexatronic är större då bolaget har vuxit via en kombination av organisk tillväxt och förvärv. Hexatronic har ett större geografiskt fotavtryck med stor verksamhet i USA. Samtidigt som dessa faktorer talar för en premiumvärdering, innebär de också en, i normalfallet, ökad risknivå i bolaget. Sammantaget anser vi att Hexatronic är det bästa relativobjektet i dagsläget.

Vi använder EV/EBITDA-multipel på 13 i värderingsansats

Hexatronic handlades under många år runt EV/EBITDA 10x på 12 månaders basis (NTM) enligt FactSet. Under 2021 uppvärderades bolaget, i likhet med många andra tillväxtbolag till en toppnivå på 30x. Nu har värderingen fallit tillbaka till 13, vilket även är i linje med det historiska snittet under de senaste 5 åren. Vi anser att denna multipel även är relevant för Waystream.



Källa: FactSet, EPB

Med en målmultipel på måttet EV/EBITDA, i linje med Hexatronic, på 13x, ser vi ett värde 78 per aktie, vilket ger ett motiverat värde på 76-80 kr/aktie.

Uträkning motiverat värde

EBITDA 2024, mkr	45
Målmultiplikator, x	13
Motiverat företagsvärde, mkr	585
Nettokassa 2024, mkr	-44
Motiverat värde	629
Aktier, m	8,1

Värde per aktie	78
-----------------	----

Motiverat värde per aktie	76-80
---------------------------	-------

Källa: Bolaget, EPB

Känslighetsanalys motiverat värde

		EBITDA				
		35	40	45	50	55
EV/EBITDA	12,0	58	65	72	80	87
	12,5	60	67	75	83	91
	13,0	62	70	78	86	94
	13,5	64	72	81	89	97
	14,0	66	75	84	92	101

Källa: Bolaget, EPB

DCF värdering ger stöd för multipelvärderingen

Vår DCF-beräkning med antaganden enligt nedan ger ett värde på 80 kr, vilket ger stöd för multipelvärderingen. Givet bolagets starka bruttomarginal, stora nettokassa och i övrigt starka nyckeltal har vi justerat ner vår riskpremie med 1%-enhet relativt den normala småbolagspremien för bolag av den här storleken (4%).

DCF, antaganden

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	242	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	4,0%
Nuvärdet av terminalvärde	401	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	18,0%
Företagsvärde (EV)	643	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-25	Extra risk-premie	-1,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	11,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
Eget kapital	668			Skattesats	20,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	8				
Eget kapital per aktie	80				

Källa: Bolaget, EPB

DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
10,0%		86	90	95	101	107
10,5%		79	83	87	91	97
WACC	11,0%	74	76	80	83	88
	11,5%	69	71	74	77	80
	12,0%	64	66	68	71	74

		Långsiktig EBIT-marginal				
		13,0%	15,5%	18,0%	20,5%	23,0%
10,0%		95	95	95	95	95
10,5%		87	87	87	87	87
WACC	11,0%	80	80	80	80	80
	11,5%	74	74	74	74	74
	12,0%	68	68	68	68	68

Källa: Bolaget, EPB

ESG-profil

Waystream bygger nätverksutrustning för fibernät och har sedan 2001 levererat mer än 2 miljoner portar världen över för anslutning av företag och privatpersoner. Waystream ämnar tillhandahålla produkter som är tillförlitliga och enkla att driva samt leverera stabila och framtidsinriktade tjänster. Som en konsekvens av Waystreams produkter kan den globala miljöpåverkan minska.

Environment

I sin hållbarhetsplan, som uppdateras årligen, bekräftar Waystream vikten av FN:s Sustainable Development Goals (SDG) som en gemensam ambition att skydda planeten, och skapa välbefinnande för alla. Den långsiktiga visionen för bolaget är att minska miljöpåverkan och på sikt uppnå klimatneutralitet. I det dagliga arbetet jobbar Waystream med hållbarhet genom att välja mer hållbara resealternativ, hålla digitala möten och minimera pappersförbrukningen. Det finns ett noggrant arbete påbörjat med beräkningar av klimatavtryck gällande hårdvaran, prioritering av kvalitativa arbetsprocesser, minskad energiåtgång och medveten hantering av material. I och med att verksamheten bygger på förbrukning av elektricitet, beaktar Waystream miljöaspekterna av elförbrukning i sina produkter, och ämnar att som lägst följa tillämpliga lagkrav med avseende på miljöaspekter och, i de delar där det är möjligt, förebygga förorening. Waystreams sortiment av lågenergioptik bidrar med upp till 70% lägre strömförbrukning vilket sänker både elpriser, som ger en större mängd människor tillgång till el, och miljöpåverkan av bredbandsnät. I nyckelprodukterna har även användningen av de farliga kemikalierna brom, klor och fosfor minskat. För att förlänga livslängden på sina produkter, och i sin tur minska resursförbrukningen, är de utformade på ett sätt som möjliggör uppgradering över tid. Till största del produceras Waystreams produkter i Sverige, vilket kraftigt minskar transportbehovet. Vidare är Waystream medvetna om att det råder stark förväntan på marknaden om en "just-in-time" leverans och lägre kostnader, men valet av kontraktstillverkare och andra leverantörer görs med miljön i åtanke. Vid inköp väger den miljömässigt bästa leverantören tungt och är förstahandsval så länge konkurrenskraft kan bibehållas. Varje år genomförs kontroller för att säkerställa att miljömålen är uppfyllda. Är så inte fallet upprättas en aktionsplan.

Social

Samtliga leverantörer genomgår en godkännandeprocess där såväl produktsäkerhet som företagsansvar utvärderas och huruvida de följer FN:s Sustainable Development Goals. Återkommande uppföljningar genomförs också i syfte att säkerställa att internationella principer kring mänskliga rättigheter, arbetssätt, miljö och korruption efterlevs.

Waystream tror på en dynamisk arbetsplats med en blandning av kön, etniskt ursprung och religiös bakgrund. Bolaget strävar efter en förbättrad mångfald bland personalen och att långsiktigt nå en 50/50-fördelning mellan könen på arbetsplatsen. För att uppnå detta används bland annat rekryteringsbyråer specialiserade på rekryteringen av kvinnor, och arbetsannonser som ämnar locka både män och kvinnor.

Governance

Waystream är ett svenskt publikt bolag med huvudkontor i Kista utanför Stockholm och utvecklingskontor i Sverige och Kina. Bolagets styrning förhåller sig till svensk lag och Nasdaq Stockholms regelverk för emittenter samt tillämpar svensk kod för bolagsstyrning. I dagsläget består styrelsen av 5 ledamöter, varav 2 är kvinnor. Ansvarig för laguppfyllnad och ytterst ansvarig för Waystreams miljöarbete är verkställande direktören i koncernen.

Riskavsnitt

Enligt vår bedömning utgör en investering i Waystream en tydligt lägre risk än för bolag i den här storleken. Produkterna är relativt okomplexa och säljs till låga styckpriser i stora volymer. Prestandaproblem drabbar sällan kritisk infrastruktur då slutkunden ofta utgörs av hushåll. Bolaget har inte några nyligen gjorda förvärv, och de immateriella tillgångarna utgörs av kapitaliserade utvecklingskostnader, som skrivs av kontinuerligt. Bolaget har i princip inga materiella tillgångar. Risken för plötsliga förändringar i efterfrågan är låg då en stor del av marknaden utgörs av mer eller mindre tvingade återinvesteringsbehov.

Ägarbild

Största ägare i Waystream sett till både kapital och röster är Robert Idegren Holding AB med 14,31%, Därefter följer Severin Invest AB med 10,02% och Nordnet Pensionsförsäkring med 9,89%.

Styrelse

I dagsläget består Waystreams styrelse av 5+1 styrelseledamöter, vilka följer nedan.

Matthias Trygg – Styrelseordförande

Styrelseordförande sedan 2019. Tidigare VD för flertalet bolag, bland annat Adcore och NetAdmin. Vidare har Matthias haft befattningar som Marknadsdirektör inom Motorola koncernen samt Marknadschef för VM Data. Nuvarande uppdrag inkluderar poster som styrelseordförande i Laidback Solutions AB, Östgöta Kök Holding AB, Onslip Holding AB och Optiplan AB. Oberoende i förhållande till bolaget och större aktieägare.

Heléne Köhler – Styrelseledamot

Ledamot sedan 2015. Har 25 års erfarenhet från IT-branschen i ledande befattningar och som egenföretagare. Nuvarande uppdrag inkluderar poster som styrelseordförande i Flisdjupet AB, styrelseledamot i MH Köhler Invest AB, ledamot i Länsförsäkringar Östgöta Valberedning och Fullmäktigledamot i Länsförsäkringar Östgöta. Oberoende i förhållande till bolaget och större aktieägare.

Johanna Berlinde – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2022. Har mer än 20 års erfarenhet från ledande befattningar inom telekom och media som bland annat affärsområdeschef, affärs- och produktutvecklingschef samt försäljningschef. Har tidigare haft styrelseuppdrag inom bank, försäkring, media och konsultverksamhet, däribland Resurs Bank och SolidSport. Oberoende i förhållande till bolaget och större aktieägare.

Staffan Dahlgren – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2022 (tidigare även åren 2012-2017). Har mångårig erfarenhet från IT- och finansbranschen som bland annat VD och grundare för Bradata AB. Nuvarande uppdrag inkluderar poster som Styrelseordförande i Dahltec AB, Na Bygg, Fictilis AB, A Fastigheter Örebro och Trexium Group AB. Oberoende i förhållande till bolaget och större aktieägare.

Johan Hellström – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2022. Har många års erfarenhet från IT- och telekombranschen som bland annat VD för IMS Internet Consulting, Atea Danmark, Tele2 Frankrike och Datamatrix. Nuvarande uppdrag inkluderar poster som styrelseordförande i Elastics AB och 84 Grams AB samt ledamot i Fiber8 AB och RankOne Global AB.

Ledning

Fredrik Lundberg – VD

Arbetat på Waystream sedan 2021 och ingick dessförinnan i styrelsen (2019-2021). Har bakgrund i IT- och telekombranschen med bland annat ledande positioner på Telia Company.

Susanne Torrbacka – CFO & Vice VD

Arbetat på Waystream sedan 2015. Har erfarenhet från IT-branschen genom ledande positioner i entreprenörsverksamhet och stora internationella företag.

Anna Idbrant – Marknadschef

Arbetat på Waystream sedan 2022. Har mångårig erfarenhet från IT-branschen som marknadschef och dessförinnan från marknadsföring i både Europa och Nordamerika.

Johan Sandell – Teknisk chef

Arbetat på Waystream sedan 2018. Har bred erfarenhet från IT- och telekombranschen i internationell miljö med fokus på chefs- och ledaruppgifter.

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	70	66	86	91	139	160	216	256
Övriga rörelseintäkter	5	9	4	8	11	9	9	9
Totala intäkter	75	74	90	100	149	169	225	265
Kostnad sålda varor	-35	-29	-35	-34	-62	-72	-97	-114
Bruttoresultat	39	45	55	65	87	98	128	150
Övriga rörelsekostnader	-40	-31	-34	-41	-55	-61	-83	-98
EBITDA	-1	14	21	25	33	36	45	52
EBITDA, justerad	-1	14	21	25	33	36	45	52
Avskrivningar	-30	-4	-6	-6	-7	-7	-7	-7
EBITA, justerad	-31	10	16	19	26	29	38	45
EBIT	-31	10	16	19	26	29	38	45
EBIT, justerad	-10	10	16	19	26	29	38	45
Finansnetto	0	-1	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-31	9	16	19	26	29	38	45
Resultat före skatt, justerad	-10	9	16	19	26	29	38	45
Total skatt	6	-2	-3	-4	-6	-6	-8	0
Nettoresultat	-25	7	12	15	21	23	30	45
Nettoresultat, justerad	-4	7	12	15	21	23	30	45
Intäkstillväxt	-	0%	21%	11%	50%	13%	33%	18%
Bruttomarginal	56,4%	68,4%	63,9%	71,6%	63,0%	60,9%	59,4%	58,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	18,2%	17,6%	17,5%
EPS, justerad	-0,56	0,93	1,50	1,83	2,45	2,73	3,55	5,35
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	62%	22%	34%	12%	30%	51%

Källa: Waystream, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-31	10	16	19	26	29	38	45
Övriga kassaflödesposter	30	4	6	6	7	5	4	3
Förändringar i rörelsekapital	5	-2	-10	2	-23	-11	-15	-4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	3	12	12	27	10	23	27	44
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-1	0	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-9	-4	-8	-9	-9	-9	-9
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-9	-4	-9	-9	-9	-9	-9
Fritt kassaflöde	-1	3	8	18	1	14	18	35
Nyemission / återköp	0	3	0	1	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	-6	-7	-8
Övriga poster	0	-2	-5	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	1	-5	1	0	-6	-7	-8
Kassaflöde	-1	4	2	18	1	8	11	27
Nettoskuld	7	1	-6	-24	-25	-33	-44	-71

Källa: Waystream, EPB

Balansräkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	4	3	2	1	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	12	17	16	20	23	25	27	29
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	1	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	8	5	3	2	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	23	26	21	24	25	27	29	31
Varulager	6	4	9	7	21	21	28	38
Kundfordringar	7	16	15	17	36	40	54	64
Övriga omsättningstillgångar	2	1	2	4	18	18	18	18
Likvida medel och kortfristiga placeringar	2	6	8	26	27	35	46	73
Summa omsättningstillgångar	17	28	34	55	102	114	146	193
SUMMA TILLGÅNGAR	41	54	55	78	127	141	175	224
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	16	26	39	54	75	92	115	142
Summa eget kapital	16	26	39	54	75	92	115	142
Långfristiga räntebärande skulder	1	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	1	2	7	12	17
Summa långfristiga skulder	1	0	0	1	2	7	12	17
Kortfristiga räntebärande skulder	8	7	2	2	2	2	2	2
Leverantörsskulder	6	11	7	8	28	21	24	32
Övriga kortfristiga skulder	10	10	7	14	20	19	22	30
Summa kortfristiga skulder	23	27	16	23	50	42	49	65
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	41	54	55	78	127	141	175	224

Källa: Waystream, EPB

Tillväxt och marginaler								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	0%	21%	11%	50%	13%	33%	18%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	51%	16%	32%	10%	24%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	58%	21%	39%	11%	30%	18%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	62%	22%	34%	12%	30%	51%
Bruttomarginal	56,4%	68,4%	63,9%	71,6%	63,0%	60,9%	59,4%	58,8%
EBITDA-marginal	Neg.	21,6%	24,8%	27,3%	23,6%	22,6%	20,8%	20,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	21,6%	24,8%	27,3%	23,6%	22,6%	20,8%	20,3%
EBIT-marginal	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	18,2%	17,6%	17,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	18,2%	17,6%	17,5%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	11,0%	14,1%	16,2%	14,8%	14,3%	13,8%	17,5%

Källa: Waystream, EPB

Avkastning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	34%	37%	32%	32%	27%	29%	35%
ROCE, justerad	Neg.	34%	42%	39%	39%	34%	36%	34%
ROIC, justerad	Neg.	39%	52%	60%	65%	53%	58%	63%

Källa: Waystream, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	8%	6%	10%	7%	14%	12%	12%	14%
Kundfordringar / totala intäkter	10%	22%	16%	17%	24%	24%	24%	24%
Leverantörsskulder / KSV	16%	36%	20%	22%	45%	29%	25%	28%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	31%	46%	23%	31%	43%	32%	27%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	0%	2%	13%	8%	18%	23%	24%	22%
Kapitalomsättningshastighet	3,0x	2,2x	2,2x	1,8x	1,9x	1,8x	1,9x	1,8x

Källa: Waystream, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	7	1	-6	-24	-25	-33	-44	-71
Soliditet	40%	49%	71%	69%	59%	65%	66%	63%
Nettoskuld / EBITDA	-10,0x	0,1x	-0,3x	-1,0x	-0,8x	-0,9x	-1,0x	-1,4x

Källa: Waystream, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-3,64	0,93	1,50	1,83	2,45	2,73	3,55	5,35
EPS, justerad	-0,56	0,93	1,50	1,83	2,45	2,73	3,55	5,35
FCF per aktie	-0,22	0,38	0,96	2,18	0,12	1,63	2,15	4,16
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,75	0,85	1,00	1,10
Eget kapital per aktie	2,40	3,36	4,80	6,74	8,99	11,0	13,7	17,0
Antal aktier vid årets slut, m	6,81	7,80	8,07	8,07	8,39	8,39	8,39	8,39
Antal aktier efter utspädning, snitt	6,81	7,80	8,07	8,07	8,39	8,39	8,39	8,39

Källa: Waystream, EPB

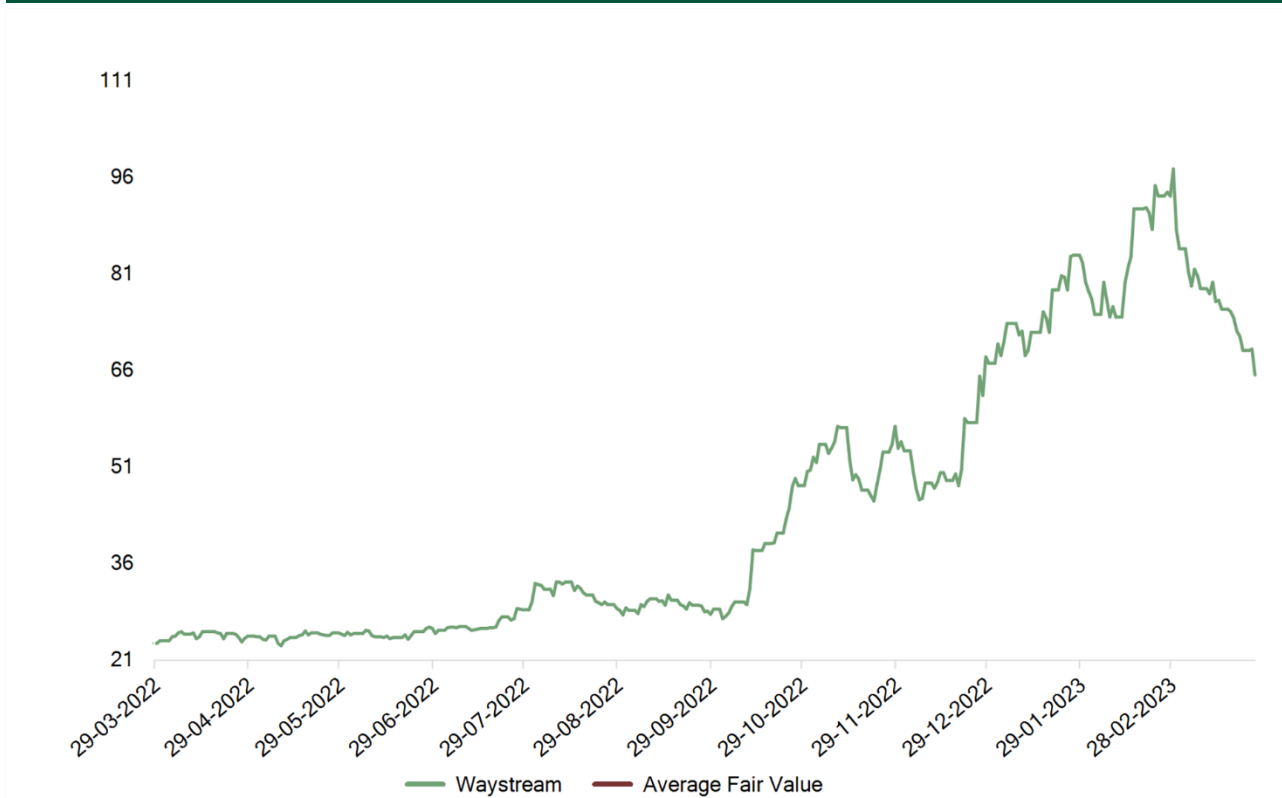
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	4,6x	12,0x	13,2x	27,3x	23,9x	18,4x	12,2x
P/EK	1,3x	1,3x	3,8x	3,6x	7,5x	5,9x	4,7x	3,8x
P/FCF	Neg.	11,0x	18,9x	11,0x	574,8x	39,9x	30,3x	15,7x
FCF-yield	Neg.	9%	5%	9%	0%	3%	3%	6%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,6%	31,1%	28,2%	20,6%
EV/Sales	0,4x	0,4x	1,6x	1,7x	3,5x	3,0x	2,2x	1,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	2,2x	6,5x	6,8x	15,7x	13,9x	11,1x	9,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	3,1x	9,0x	9,0x	19,7x	17,2x	13,2x	11,2x
EV	28	31	140	170	515	501	501	501
Aktiekurs	3,1	4,2	18,1	24,1	67,0	65,2	65,2	65,2

Källa: Waystream, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Waystream (WAYS 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 likviditetssgarant 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