



ERIK PENSER BANK

Penser Future | Mjukvara | Sverige | 17 augusti 2023

Sileon

Ett kvartal fyllt med nyheter och utveckling

Den operationella utvecklingen går fortare än förväntat

Det andra kvartalet har varit ett händelserikt kvartal för Sileon där den operativa utvecklingen har fortsatt att utvecklas snabbare än förväntat. Den finansiella utvecklingen var lägre än väntat till följd av att utvecklingen av gamla affärer har startat och intäkterna från den nya verksamheten dröjt. Den svagare finansiella utvecklingen medför press på den finansiella ställningen, varför vi sänker ratingen till 1 från tidigare 3. Fortsätter den operationella utvecklingen i tangentens riktning kommer också den finansiella utvecklingen att utvecklas i samma riktning.

Lägre bas att växa från, men förbättrad skalbarhet

I våra nya prognoser räknar vi med att nettoomsättningen växer med ca 130% de kommande två åren. I absoluta tal motsvarar det ca 60 och 139 mkr per år. För att sätta det i perspektiv motsvarar det ca 3-5 nya stora kunder under 2024 och 5-8 nya stora kunder under 2025. Enligt VD-ordet förs i dagsläget avancerade dialoger med ett 20-tal parter i den storleksklassen. Med Sileons nya affärsmodell och omstruktureringar för att effektivisera och minska kostnadsbasen ökar affärens skalbarhet ytterligare.

Adderar nya avtal och lanserar moduler tidigare än väntat

Sileon tecknar nya avtal med kunder och lanserar nya moduler tidigare än förväntat. Den snabba operativa utvecklingen är anledningen till att vi räknar med att bolaget kommer att klara den finansiella situationen. Vår bedömning är att de kommer att teckna avtal med två stora kunder innan årsskiftet, men intäkterna beräknas inte förrän kommande år. Vi följer med spänning Sileons fortsatta utveckling.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Bedömning		
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e		
Totala intäkter	-18,7%	-24,9%	-21,7%	90	91	144	280	Potential <input type="checkbox"/>	
EBITDA, just.	-2,9%	2,6%	24,6%	Tillväxt	75%	0%	59%	94%	
EPS, just.	-7,5%	n.m.	38,5%	EBITDA, just.	-11	-16	31	111	
				EBIT, just.	-29	-36	7	87	
				EPS, just.	-1,2	-1,5	0,1	3,1	
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	
				EK/aktie	1,5	0,4	0,4	2,3	
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	7,0%	35,6%	
				ROE, just.	Neg.	Neg.	12,2%	>100%	
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	8,5%	67,4%	
				EV/Sales	1,7x	1,9x	1,2x	0,6x	
				EV/EBITDA	-	-	5,4x	1,5x	
				EV/EBIT	-	-	23,0x	2,0x	
				P/E, just.	-	-	68,0x	1,3x	
				P/EK	2,4x	11,6x	10,3x	1,8x	
				FCF yield	-	-	6%	74%	
				Nettoskuld/EBITDA	-2,2x	-4,3x	2,3x	0,2x	
Kommande händelser									
Q3 - rapport	17 november 2023								
Bedömning									
									Potential <input type="checkbox"/>
									Risk <input type="checkbox"/>
									Finansiell ställning <input type="checkbox"/>
									Historik & meriter <input type="checkbox"/>
									Aktiekurs 4,2 SEK
Bolagsfakta (mSEK)									Kursutveckling 12 mån
Antal aktier	34m								
Börsvärde	141								
Nettoskuld	30								
EV	170								
Free float	59%								
Daglig handelsvolym, snitt	7k								
Bloomberg Ticker	SILEON SS EQUITY								
Analytiker									Intressekonflikter
Hugo Lisjo									Yes No
hugo.lisjo@penser.se									Likviditetsgarant <input checked="" type="checkbox"/>
									Certified adviser <input checked="" type="checkbox"/>
									Transaktioner 12m <input checked="" type="checkbox"/>

Investment case

Sileon är en techleverantör till aktörer på den snabbväxande och höglönsamma Buy Now, Pay Later (BNPL) – marknaden. Eftersom Sileon är en mjukvaruleverantör konkurrerar de inte med övriga betaltjänstleverantörer som t.ex. Klarna. Internationellt är det de digitala betalsetten, till exempel BNPL och digitala plånböcker, som växer absolut snabbast. Dessa betalsett kan för leverantörerna vara mycket lönsamma, men tillväxten drivs av slutkonsumenterna som vill ha smidiga och säkra betalsett.

De som använder BNPL uppskattar betalsettets enkelhet och transparens av avgifter som omgärdar transaktionerna. Användningen av digitala plånböcker drivs till stor del av enkelheten samt den globala digitaliseringstrenden. Vi bedömer att dessa digitala betalsett kommer att öka sin marknadsandel, i synnerhet på betalkortens bekostnad. Därför vill betalkortslieferantörerna vara med i utvecklingen för att bibehålla sin marknadsandel. Av just den anledningen har Sileon ett avtal med VISA, vilka kommer att återförsälja Sileons mjukvara samt delfinansiera utvecklingen.

Kreditgivares system är ofta byggda i äldre IT-strukturer, vilket försvårar aktörernas egen utveckling av BNPL-funktionalitet, och kan därmed inte möta slutkonsumentens efterfrågan. För kredit- och långgivare är det funktionen efter själva betaltillfället som är mest intressant. Genom att addera Sileons BNPL-funktionalitet får dessa aktörer möjlighet att tjäna pengar även efter att den initiala transaktionen är slutförd. BNPL är med andra ord uppskattat av både användare och leverantör.

Bolagsprofil

Sileon är ett techbolag som levererar BNPL-funktion via SaaS-modell till kreditgivare på en internationell marknad. Sileons mjukvara möjliggör för kreditgivare att på ett snabbt och kostnadseffektivt sätt erbjuda sina kunder BNPL-tjänster. Plattformen är specialiserad för att hantera stora volymer av BNPL-transaktioner samt många olika scenarion och kan snarast liknas vid ett "core banking system" för BNPL. Kunderna kopplar upp sig mot tjänsten via API och kan sedan enkelt skala sitt BNPL-erbjudande på och till de marknader de vill expandera inom.

Sileons funktionalitet är byggd för att hantera BNPL-transaktioner både före (pre purchase), vid (POS) och efter själva köptillfället (after purchase). Funktionaliteten är inte knuten till ett kort eller betalsett, utan kunden väljer själv när BNPL-funktionen ska erbjudas konsumenten. Plattformen är byggd för att vara flexibel vad gäller både olika erbjudanden samt för konsumenten att ändra betalsett. Konsumenten kan i efterhand enkelt ändra från exempelvis en kortbetalning till en delbetalning eller liknande.

I och med att Sileon är en mjukvaruleverantör av BNPL-funktionalitet är det Sileons kunder som tjänar pengar på kreditutlåningen. Det är alltså Sileons kunder som tar intäkterna och riskerna som följer med krediterna. Majoriteten av intäkterna kommer från fasta återkommande intäkter, vi räknar med kvartalsvis, som kompletteras av en mindre rörlig intäkt. Denna styrs av antalet transaktioner på plattformen.

Metodik

Vår analysmetodik av Sileon bygger på en bedömning av den operativa potentialen, riskerna, finansiella ställningen samt historik och meriter. Sileon verkar mot en enorm global marknad med en stark underliggande strukturell tillväxt. Vi ser att Sileon bör växa snabbare än den underliggande marknaden då de erbjuder en unik och skalbar produkt. Eftersom produkten är mjukvara ser vi god potential för höga marginaler framöver. Sammantaget ser vi en stor potential som motiverar rating 4.

Verksamheten är utsatt för olika risker. Vi ser att det runt BNPL-marknaden finns en viss regulatorisk risk som omgärdar konsumenters belåning. Eftersom Sileon är en underleverantör är risken indirekt, men kan komma att påverka Sileons intäkter. Vi ser även att det finns viss operationell risk i och med att Sileons produkt är ny i sitt slag, vilket gör det svårt att bedöma efterfrågan. Det är främst den regulatoriska risken som motiverar att vi ser risk på medelnivå, rating 3.

Vi anser att bolagets finansiella ställning för tillfället är under press. Den äldre verksamheten har medfört en relativt hög belåning samtidigt som kassaflöden från nya verksamheten har dröjt längre än väntat. Ledningen är medveten om situationen och har vidtagit ett flertal åtgärder för att minska kostnaderna och öka intäkterna. I våra estimat kommer Sileon att klara kassan, men det är inte med mycket marginal. Därav sänker vi ratingen till 1 från tidigare 3.

Bolaget genomgår en transformation, vilket innebär att historiken i detta fall inte är central i vår analys. Det som lyfter detta kriterium är att det vuxit fram en stabil och aktiv ägarbas, vilka driver utvecklingen åt rätt håll. Den historiska utvecklingen motiverar en rating på 2.

Kvartalet i detalj

Det har varit ett händelserikt kvartal med flera positiva händelser som visar på att den operativa verksamheten snabbt går åt rätt håll. Under slutet av april ingick Sileon partnerskap med Provenir, vilka levererar funktionen till den första funktionalitetsmodulen ”Riskbedömning”. Modulen lanserades redan i slutet av juni. Tidigare har kommunikationen varit att första modulen kommer att lanseras under senare delen av 2023. Modulerna är tillvalsfunktioner där kunden själv väljer vilka extra funktioner de önskar.

Nu när plattformen är live och modulerna börjar lanseras underlättas Sileons säljarbete. De kan nu enkelt visa potentiella kunder hur tekniken fungerar och att det används ute hos kund, tekniken är i bruk hos OKQ8. För första gången berättar bolaget att de har dialoger med ett 20-tal större nordiska och europeiska banker och utöver det ett antal mindre fintechs. Ledningen menar att denna pipeline gör att det strategiska målet om att ha tecknat avtal med 40 BNPL SaaS kunder innan utgången av 2024 är realistiskt. En större kund bör generera ungefär EUR 1,5-3,0 m i intäkter. Vidare förväntar sig ledningen att flera av dessa dialoger kommer att materialiseras redan innan utgången av 2023.

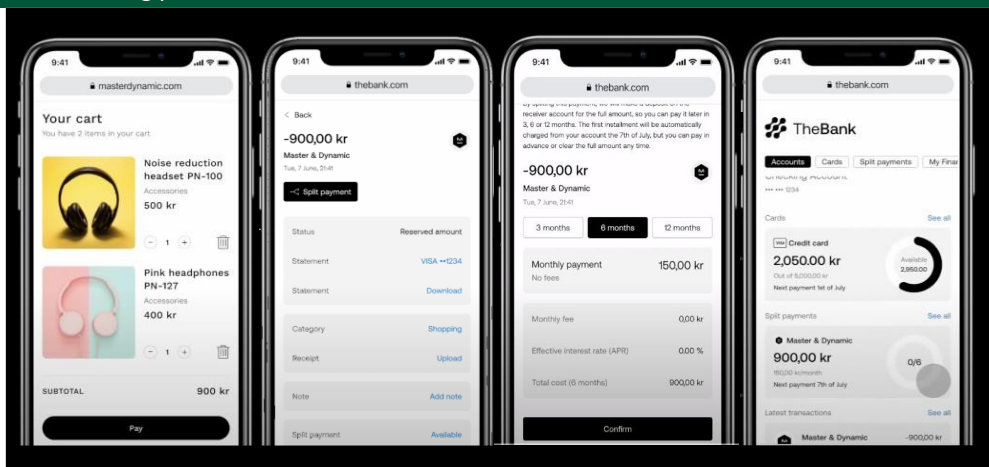
I och med att första modulen nu är lanserad upphör Visas bidrag till utvecklingsarbetet. Visa har tillfört Sileon kapital för att Sileon snabbare ska nå marknaden med både sin plattform och moduler i utbyte mot att de får återsälja Sileons teknik. Samarbetet går nu in i nästa fas, försäljningsfasen, då Visa ämnar skörda frukten av sitt tillförda kapital. Utöver kapital har samarbetet med Visa medfört validitet till Sileons teknik, vilket också underlättat säljprocessen.

Tekniken är nu live i OKQ8 stationer och tekniken har fungerat väl. Dock har OKQ8 valt att skjuta på marknadsföringsstarten till Q4 i stället för Q3, vilket förskjuter intäkterna för Sileon. Samtidigt har Sileon börjat avveckla gamla avtal för att renodla Sileon till det teknikbolag de håller på att formas till. Denna mismatch i uppsagda avtal och att intäkterna från nya avtal drar ut på tiden får negativa konsekvenser på finanserna. Vi ser god potential i avtalet med OKQ8, framför allt om tekniken även introduceras i OKQ8:as app. Då kan kunderna använda sig av BNPL som betalningsfunktion direkt vid pumpen via appen.

Försäljningen löper på bra, bolaget har signerat två nya avtal, ett med Sipay och ett med Zorrrz. Sipay är en ledande spansk betaltjänstleverantör inom handel, service och media och hanterar över 100 miljoner transaktioner årligen. Med hjälp av Sileons teknik adderar Sipay nu BNPL-betalsätt till sina kunder. Zorrrz är en brittisk fintech och kortutgivare som arbetar för att möjliggöra krediter för alla. Avtalet med Zorrrz är inte det största, men det bekräftar kortutgivares intresse för Sileons teknik.

En av de moduler som nu utvecklas är Smart BNPL. Funktionen kommer att känna av vad och var konsumenten handlar och BNPL tjänsterna kommer endast att föreslås för köp av redan godkända varor och återförsäljare. På så vis kan kreditgivaren blocka kredit till köp av exempelvis alkohol.

Kortkunden kan enkelt i efterhand ändra från en direkt kortbetalning till exempelvis en delbetalning på 6 månader



Källa: Sileon

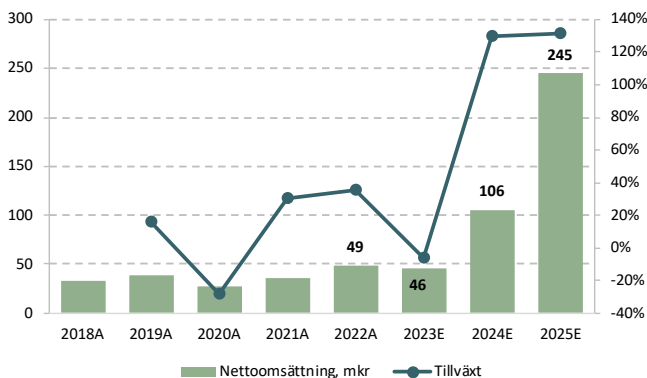
Prognostiserad utveckling

Vi genomför en del prognosförändringar till följd av kvartalet och den nya informationen kring försäljningspipeline. Mismatchen som uppstått mellan avvecklingen av den gamla verksamheten och intäkterna från den nya gör att både Q2 och Q3 blir mellankvartal rent finansiellt. Den finansiella utvecklingen är inte det viktigaste för att prognostisera framtida utveckling. För att prognostisera utvecklingen är det viktigaste att den operationella utvecklingen fortsätter att utvecklas väl eftersom den finansiella utvecklingen då kommer följa efter. Den svagare finansiella utvecklingen medför dock ökad stress på kassan och bolagets finansiella situation. Därav sänker vi bedömningen för finansiell ställning från tidigare 3 till 1.

För att klara kassan har Sileon vidtagit ett flertal kostnadseffektiviseringsåtgärder. Den största förändringen är att anställa egna utvecklare i stället för att ta in betydligt mer kostsamma konsulter. Förändringen kommer att ge full effekt i Q4 och beräknas sänka personalkostnaden med 15-20%. Med dagens personalstyrka på ca 50 personer kommer Sileon att kunna skala upp intäkterna betydligt innan de krävs ytterligare personal. Vidare kommer bolaget inte att addera nya kostnader förrän kassaflödet är positivt. Med våra prognoser om sänkta personalkostnader räknar vi i dagsläget med att kassan kommer att räcka, men ser en ökad finansiell risk.

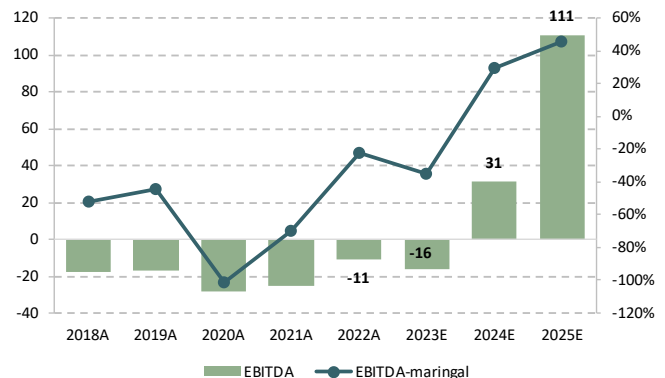
Vi räknar med att omsättningen under det tredje kvartalet kommer att ligga ungefär i nivå med det andra kvartalet och att avtalen med OKQ8, Zorrr och Sipay börjar generera intäkter under Q4. Vidare räknar vi med att nettoomsättningen kommer att öka med 60 mkr under 2024, motsvarande en tillväxt om ca 130%. Tillväxttakten kan låta extrem, men vi räknar med att OKQ8-affären som stor och därmed har potential att generera ca 20 mkr i intäkter. Utöver OKQ8-avtalet räknar vi med att Sileon kommer generera ytterligare fyra större avtal och ett par mindre som efter hand kommer generera intäkter under 2024. Vi räknar med att varje större kund kommer att generera 20 mkr per år. Det är i det lägre delen av spannet EUR 1,5-3,0 m per kund. Estimatet för 2025 är konservativt lagda och vi antar att en stor del av intäkterna kommer under andra halvan av 2025.

Tillväxten under 2024 motsvarar endast 4 större kunder



Källa: EPB, Sileon

Tack vare skalbarheten får omsättningsökningen stor inverkan på marginalen



Källa: EPB, Sileon

Med bakgrund av att Sileon nu anställer ett eget utvecklingsteam för att minska kostnaderna räknar vi med att skalbarheten ökar ytterligare. Eftersom Sileon endast säljer mjukvara i form av BNPL-funktion är både skalbarheten och bruttomarginalen hög. Med den nya affärsmodellen kan omsättningen öka flera gånger utan att de ska behöva addera ny personal. När bolaget växer och kundantalet blir tillräckligt stort kommer det att krävas ytterligare kundtjänst. Utöver det kommer tillväxten kräva ytterligare någon utvecklare och säljare, men det ska inte krävas mycket mer än så.

Prognosförändringar

Avvecklingen av den gamla affären ger större utslag på bruttomarginalen än vi tidigare räknat med. Under de senaste kvartalen har bruttomarginalen stigit från 70% till 80%. Vi räknar därmed att bruttomarginalen kommer att stiga ytterligare när den nya verksamheten växer.

Den nya kostnadsstrukturen med att anställa i stället för att använda sig av inhyrda konsulter ger stort genomslag i kostnadsmassan för innevarande år, men framförallt kommande år. Besparingen kommer inte att ge fullt utslag förrän Q4'23 och vi räknar med att den kommer att vara under H1'24 innan Sileon kommer att behöva öka personalstyrkan. Därför räknar vi med en modest personalkostnadsökning för 2024.

Då vi räknar med färre antal anställda framöver minskar även övriga kostnader. Då en stor del av Sileons personal är utvecklare och bolaget räknar med färre anställda framöver, minskar även kostnaden för exempelvis datorer och dylikt framgent. Då bolaget har underskottsavdrag om närmare 600 mkr, räknar vi med att skatten kommer att förbli låg under prognosperioden. Därav blir effekten på nettoresultatet extra stort.

Den nya kostnadsstrukturen höjer marginalerna framöver

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49	46	106	245	74	164	326	-37,8%	-35,4%	-25,0%
Kostnad sålda varor	-18	-15	-16	-30	-22	-33	-59	-31,0%	-50,9%	-48,7%
Bruttoresultat	31	31	90	215	52	131	267	-40,6%	-31,5%	-19,8%
<i>Bruttomarginal</i>	<i>62,8%</i>	<i>67,3%</i>	<i>84,8%</i>	<i>87,7%</i>	<i>70,5%</i>	<i>80,0%</i>	<i>82,0%</i>	<i>-3,2 pp</i>	<i>4,8 pp</i>	<i>5,7 pp</i>
Försäljningskostnader	0	0	0	-25	0	0	-25	-	-	0,0%
Personalkostnader	-40	-55	-58	-70	-57	-82	-138	-4,1%	-29,8%	-49,1%
Övriga externa kostnader	-43	-37	-39	-44	-48	-47	-47	-23,4%	-16,1%	-6,9%
EBITDA, justerad	-11	-16	31	111	-16	31	89	N.m.	2,6%	24,6%
<i>EBITDA-marg.</i>	<i>-22,1%</i>	<i>-35,2%</i>	<i>29,7%</i>	<i>45,2%</i>	<i>-21,3%</i>	<i>18,7%</i>	<i>27,2%</i>	<i>-13,9 pp</i>	<i>11,0 pp</i>	<i>18,0 pp</i>
Totala av-/nedskrivningar	-19	-19	-24	-24	-20	-22	-24	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT, justerad	-29	-36	7	87	-36	9	65	N.m.	-15,1%	34,2%
<i>EBIT-marg.</i>	<i>-59,9%</i>	<i>-77,2%</i>	<i>7,0%</i>	<i>35,6%</i>	<i>-48,3%</i>	<i>5,3%</i>	<i>19,9%</i>	<i>-28,9 pp</i>	<i>1,7 pp</i>	<i>15,7 pp</i>
Finansiellt netto	-3	-3	-3	-3	0	-3	-3	N.m.	-2,8%	-4,6%
Inkomstskatt	0	-1	-2	-3	-1	-2	-3	0,0%	0,0%	0,0%
Periodens nettoresultat, justerad	-32	-40	2	80	-37	3	58	7,5%	-43,5%	38,5%

Källa: EPB, Sileon

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	34	39	28	36	49	46	106	245
Övriga rörelseintäkter	9	13	16	16	41	45	39	35
Totala intäkter	42	52	43	52	90	91	144	280
Kostnad sålda varor	-11	-16	-13	-13	-18	-15	-16	-30
Bruttoresultat	31	36	30	39	72	76	128	250
Försäljningskostnader	0	0	0	0	0	0	0	-25
Administrationskostnader	-28	-27	-26	-34	-40	-55	-58	-70
Övriga rörelsekostnader	-21	-27	-32	-30	-43	-37	-39	-44
EBITDA	-17	-17	-28	-25	-11	-16	31	111
EBITDA, justerad	-17	-17	-28	-25	-11	-16	31	111
Avskrivningar	-16	-14	-16	-21	-19	-19	-24	-24
EBITA, justerad	-34	-31	-44	-47	-29	-36	7	87
EBIT	-34	-31	-44	-47	-29	-36	7	87
EBIT, justerad	-34	-31	-44	-47	-29	-36	7	87
Finansnetto	-3	-7	-6	-3	-3	-3	-3	-3
Resultat före skatt	-37	-38	-50	-49	-32	-39	4	84
Resultat före skatt, justerad	-37	-38	-50	-49	-32	-39	4	84
Total skatt	0	0	0	0	0	-1	-2	-3
Nettoresultat	-37	-38	-50	-49	-32	-40	2	80
Nettoresultat, justerad	-37	-38	-50	-49	-32	-40	2	80
Intäkstillväxt	-	22%	-16%	19%	75%	0%	59%	94%
Bruttomarginal	93,1%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,0%	35,6%
EPS, justerad	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-1,24	-1,54	0,06	3,12
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Sileon, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-34	-31	-44	-47	-29	-36	7	87
Övriga kassaflödesposter	14	9	10	19	16	15	18	17
Förändringar i rörelsekapital	2	8	3	-4	3	15	8	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-18	-15	-31	-31	-11	-5	33	103
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	0	-1	-1	-3	-3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-16	-12	-15	-12	-22	-30	-25	-21
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-16	-12	-16	-13	-23	-31	-27	-24
Fritt kassaflöde	-34	-27	-46	-44	-34	-36	6	79
Nyemission / återköp	13	38	61	59	70	0	0	0
Förändring av skulder	15	-15	-5	6	-9	2	2	2
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	-17
Övriga poster	-1	-6	-6	-5	-9	-2	-2	-2
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	27	17	50	60	52	0	0	-17
Kassaflöde	-7	-10	4	16	19	-36	6	62
Nettoskuld	41	44	43	54	24	70	72	18

Källa: Sileon, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	51	52	54	48	54	67	70	70
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	0	7	4	10	6	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	52	59	59	58	61	73	76	76
Kundfordringar	1	0	0	2	9	9	14	28
Övriga omsättningstillgångar	73	83	63	102	88	25	32	49
Likvida medel och kortfristiga placeringar	7	0	4	20	38	2	8	71
Summa omsättningstillgångar	81	84	67	124	135	36	55	148
SUMMA TILLGÅNGAR	132	142	126	182	196	108	131	225
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	13	6	14	21	52	12	14	77
Summa eget kapital	13	6	14	21	52	12	14	77
Långfristiga räntebärande skulder	0	7	26	42	33	35	37	39
Summa långfristiga skulder	0	7	26	42	33	35	37	39
Kortfristiga räntebärande skulder	48	37	21	32	30	37	44	50
Leverantörsskulder	2	5	6	4	5	5	10	21
Övriga kortfristiga skulder	70	87	59	83	76	19	26	38
Summa kortfristiga skulder	120	129	86	119	111	61	80	108
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	132	142	126	182	196	108	131	225

Källa: Sileon, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	22%	-16%	19%	75%	0%	59%	94%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	93,1%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	29,7%	45,2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	29,7%	45,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,0%	35,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,0%	35,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,5%	32,9%

Källa: Sileon, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	>100%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	67%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%	96%

Källa: Sileon, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	2%	0%	0%	4%	10%	9%	10%	10%
Leverantörsskulder / KSV	19%	30%	46%	34%	29%	34%	64%	70%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	57%	71%	64%
Rörelsekapital / totala intäkter	4%	-17%	-5%	33%	17%	10%	7%	7%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	1,0x	0,7x	0,5x	0,8x	1,1x	1,5x	1,7x

Källa: Sileon, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	41	44	43	54	24	70	72	18
Soliditet	10%	4%	11%	11%	27%	11%	10%	34%
Nettoskulsättningsgrad	3,2x	7,2x	3,1x	2,6x	0,5x	5,8x	5,3x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-2,3x	-2,5x	-1,5x	-2,2x	-2,2x	-4,3x	2,3x	0,2x

Källa: Sileon, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-1,24	-1,54	0,06	3,12
EPS, justerad	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-1,24	-1,54	0,06	3,12
FCF per aktie	-0,09	-4,82	-4,33	-2,74	-1,31	-1,41	0,23	3,06
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,03	0,81	1,06	1,22	1,54	0,36	0,40	2,28
Antal aktier vid årets slut, m	374	7,52	13,0	16,9	33,8	33,8	33,8	33,8
Antal aktier efter utspädning, snitt	374	5,50	10,7	16,1	25,8	25,8	25,8	25,8

Källa: Sileon, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	68,0x	1,3x
P/EK	965,1x	40,4x	12,8x	5,6x	2,4x	11,6x	10,3x	1,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17,8x	1,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6%	74%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	291,4x	5,6x	5,1x	3,3x	1,7x	1,9x	1,2x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,4x	1,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,0x	2,0x
EV	12 302	291	219	170	151	170	170	170
Aktiekurs	32,8	32,8	13,6	6,8	3,8	4,2	4,2	4,2

Källa: Sileon, EPB

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 frånsäger 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.

Estimat och risk

Penser Future-analysen innehåller ingen rikt Kurs eller ett motiverat värde, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för risk innebär att vi bedömer risken som hög.

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 informations spridning, 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 Future" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här för mer information om tjänsten](#) och [här för mer information om hur bedömningsprocessen går till](#).

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 Future.

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