This report was completed and disseminated 29 augusti 2023: 08:30 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsutrustning | Sverige | 29 augusti 2023

Devyser

Tillfälligt hack i tillväxtkurvan

Blandad kompott

Utvecklingen under det andra kvartalet var försäljningsmässigt inte så starkt som vi hade hoppats på, medan vi överraskades positivt av återhållsamheten på kostnadssidan. Att tillväxttakten y/y var modest i Devyser-termer, 22%, har att göra med en svag utveckling i april som dock verkar ha varit tillfällig, där maj och juni ska ha varit klart bättre. Vi uppfattar även att innevarande kvartal börjat bra. Därutöver ser det ut som att kostnadstoppen för den här gången är passerad, vilket skapar utrymme för fortsatta resultatförbättringar.

Mycket på gång

Under året har annars det mesta gått bolagets väg, där vi tidigare lyft fram samarbetsavtalet med Thermo Fisher som troligtvis det viktigaste som hänt Devyser. Transplantationstesterna som ingår i samarbetet uppnådde IVDR-godkännande i mitten av juli och mer eller mindre omgående efter beskedet påbörjade Thermo Fisher sin lansering, vilket indikerar starkt engagemang och intresse av produkterna. Utöver samarbetet med Thermo så väntar vi oss att gradvis få se ökade intäkter från det nyligen öppnade CLIA-certifierade labbet i USA. Därtill har bolaget lyckats att knyta till sig ett av de största läkemedelsbolagen som utvärderar en produkt, vilket kan bli betydelsefullt på sikt.

Förväntar oss en acceleration härifrån

Vi har tagit ned förväntningarna något efter rapporten, vilket är anledning till att vi justerat ned vårt motiverade värde till 103–105 kr (106–108 kr). Vi känner dock en fortsatt optimism kring potentialen för Devyser och ser fram emot en accelererande tillväxttakt under H2'23, som bör bidra till att stärka intresset för aktien. Riskerna begränsas av den starka finansiella positionen om 303 mkr i likvida medel.

Estimataändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-4,9%	-9,2%	-4,5%
EBITDA, just.	24,6%	-5,0%	-17,4%
EPS, just.	18,4%	11,1%	-19,2%

Kommande händelser

Q3 - rapport	09 november 2023
Q4 - rapport	20 februari 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	16m
Börsvärde	1 202
Nettoskuld	-230
EV	973
Free float	53%
Daglig handelsvolym, snitt	4k
Bloomberg Ticker	DVYSR SS EQUITY

Analytiker

Klas Palin
klas.palin@penser.se

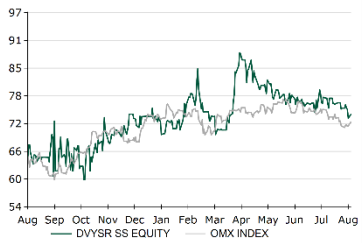
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	127	170	236	335
Tillväxt	36%	34%	39%	42%
EBITDA, just.	-43	-42	-6	44
EBIT, just.	-52	-52	-19	28
EPS, just.	-2,7	-3,2	-1,1	1,5
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	25,5	22,2	20,8	21,9
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	8,2%
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	7,2%
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	6,4%
EV/Sales	6,4x	5,7x	4,1x	2,9x
EV/EBITDA	-	-	-	21,9x
EV/EBIT	-	-	-	35,2x
P/E, just.	-	-	-	48,7x
P/EK	2,8x	3,4x	3,6x	3,4x
Nettoskuld/EBITDA	7,9x	5,1x	26,6x	-3,3x

Värde och risk

Motiverat värde	103 - 105 SEK
Aktiekurs	74,4 SEK
Risknivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Devyser är inne i en stark tillväxtfas och vi ser i nuläget inga tecken på en varaktig inbromsning, snarare det omvända. Den underliggande efterfrågan av avancerade DNA-tester är robust. Detta kombinerat med bolagets tillväxtsatsningar, bedömer vi, kommer att leda till att den höga tillväxttakten kan bibehållas under många år framöver. De offensiva satsningarna 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 minst 20 % kan nås från 2026. Bolagets finansiella position är robust. Utifrån den fina historiken och goda tillväxtutsikter så anser vi att aktien förtjänar att handlas till höga multiplar i nivå med peers.

Bolagsbeskrivning

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.

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 mitten 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 under lång tid framöver.

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 uppnåtts på den italienska marknaden. Bolaget har egen direktförsäljning i ett ökat antal marknader i Europa och på den amerikanska marknaden. Vi ser även en stor potential i samarbetet med Thermo Fisher som har stor potential. Det andra benet i strategin bygger på ökade satsningar inom produktutveckling och under Q2 2023 lanserades tre nya tester.

Värdering

Utifrån våra antaganden får vi ett DCF-värde på 104 kr (107 kr) och sätter det motiverade värdet till 103-105 kr (106-108 kr).

Svag försäljning kompenserades av återhållsamma kostnader

Trots stark medvind av valutan sjönk tillväxttakten väsentligt under det andra kvartalet till en y/y-takt om 22%. Den lägre tillväxttakten kan tillskrivas en särskilt svag utveckling under april på den viktiga italienska marknaden. Bolaget indikerar dock att nedgången i april var tillfällig, där maj och juni innebar en återgång till tillväxtspåret, i linje med det finansiella målet. Medan försäljningen var svagare än vad vi hade räknat med så överraskades vi positivt på kostnadssidan, där rörelse-kostnaderna ökade långsammare än vår prognos och nivån var ned från de senaste två kvartalen. Sammantaget gav det senare ett större genomslag, varför lönsamheten blev bättre än våra estimat, se nedan.

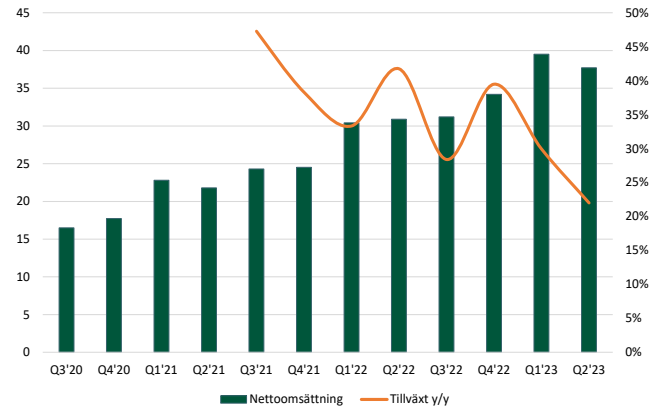
Avvikelsetabell Q2'23 (mkr)

	Utfall	EPB	Diff (Abs.)	Diff (%)	Q2 2022
Nettoomsättning	37,7	42,0	-4,3	-10,2%	30,9
Bruttoresultat	**31,5**	**33,7**	-2,3	-6,7%	**24,7**
OPEX	-44,9	-53,4	8,5	15,9%	-37,3
EBITDA	**-11,1**	**-16,1**	5,1	31,4%	**-10,5**
EBIT	**-13,5**	**-18,7**	5,3	28,1%	**-12,6**
Resultat före skatt	**-13,8**	**-18,4**	4,7	25,3%	**-13,3**
Periodens resultat	**-14,6**	**-18,4**	3,9	20,9%	**-14,3**
EPS (SEK)	-0,90	-1,15	0,2	21,7%	-0,89
Tillväxt y/y	22,0%	36,0%	-14,0%		41,7%
Bruttomarginal	83,4%	82,5%	0,9%		79,9%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.			Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.			Neg.

Källa: EPB, Bolaget

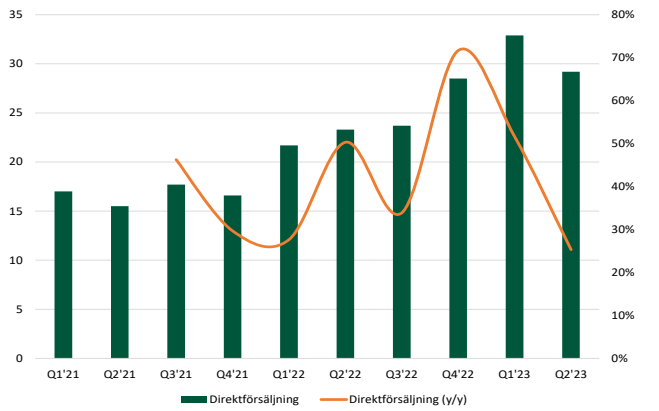
Även om nettoomsättningen var klart under vår förväntan är det på sin plats att påminna om att Q2 2023 var det näst bästa kvartalet någonsin för bolaget. Att det kan svänga mellan kvartalen har vi sett förr, varför förklaringen om ett hack i kurvan är trovärdig men belyser behovet av att fortsätta växa och minska beroendet av enskilda marknader.

Nettoomsättning per kvartal (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

Direktförsäljning per kvartal (mkr)



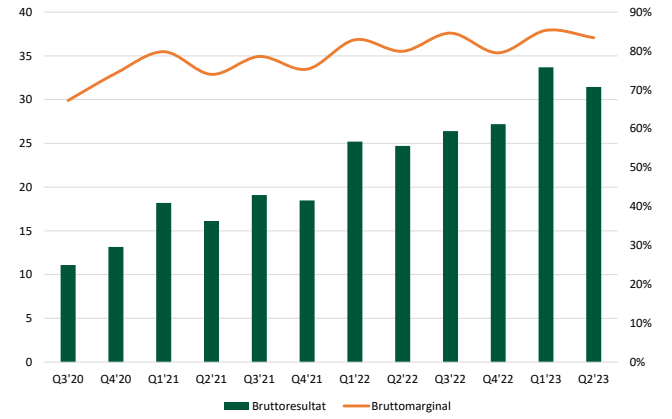
Källa: EPB, Bolaget

Under den sista dagen av Q2 2023 slogs porten upp för det egna CLIA-certifierade labbet i USA och ett första test processades. Det handlade om att undersöka ett fosters RhD-status. Bolaget har snabbt förflyttat sig från plan till att vara i gång. I närtid förväntar vi oss dock att försäljningen förblir relativt begränsad, trots den större marknadspotentialen i USA. För att verkligen få upp försäljningen krävs att ersättningssystemen inkluderar bolagets tester och det kan dröja in i Q1 2024. Den ökning vi såg på de amerikanska marknaderna under Q2'23 uppfattar vi i stället huvudsakligen var kopplad till kund i Sydamerika.

De bättre volymerna håller i sig och det slår igenom på bruttomarginalen som ökade till 83,4% (79,9%) och den har etablerats över det finansiella målet om 80%. På kort sikt kan den dock komma att pressas tillbaka något om försäljningen till Thermo Fishers dotterbolag OneLambda tar fart, där vi uppfattar att marginalerna är något lägre, åtminstone inledningsvis. Det ska dock sättas i kontext till ett i så fall rejält försäljningslyft.

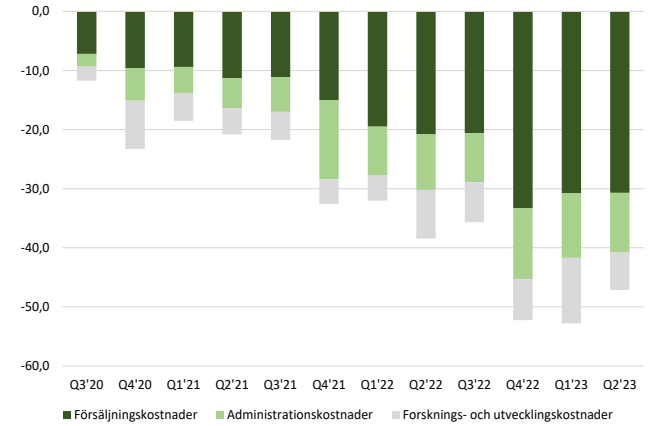
På kostnadssidan är det framför allt forskning och utveckling som gick ned (har tidigare belastats av etableringen i USA), och i viss mån även de administrativa kostnaderna. Trots sjunkande kostnader för forskning och utveckling lanserades tre nya tester under perioden och fyra nya mjukvaruapplikationer. När vi lyssnar till ledningen verkar det som att affären härifrån på kort- till medellång sikt är relativt skalbar och ska kunna ge bra hävstång på lönsamheten vid fortsatt tillväxt.

Bruttoresultat och bruttomarginal (mkr, %)



Källa: EPB, Bolaget

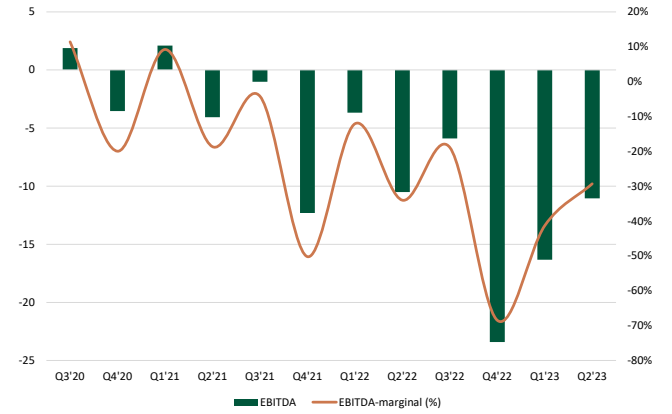
Rörelsekostnadernas fördelning per kvartal (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

De sjunkande kostnaderna vi nu ser leder lönsamheten i rätt riktning mot positiva siffror. Vi uppfattar att bolaget framöver kommer att öka sitt fokus på just lönsamhet för att stärka resultatet, efter att tidigare under året framgångsrikt genomfört offensiva tillväxtsatsningar. Vår bedömning är att det finansiella målet att leverera på ett EBIT på över 20% är inom räckhåll och kommer kunna nås senast under 2026.

EBITDA och EBITDA-marginal (mkr, %)



Källa: EPB, Bolaget

Prognosuppdatering

Vi justerar ned våra förväntningar på försäljningen, men det är värt att påpeka att vi känner en betydande osäkerhet kring hur betydelsefullt avtalet med Thermo Fisher kan bli. Förhoppningsvis kan vi få de första signalerna om detta redan under Q3 2023, nu när försäljningen är i gång. Vi vet att transplantationsdiagnostik är en stor marknad och att Thermo Fisher är den i särklass ledande aktören i Europa och USA. Vår bedömning är att vi är konservativa i våra prognoser, men det är som sagt svårt att sätt bra siffror utifrån den begränsade informationen vi har tillgång till i nuläget. Det är även svårt att bedöma hur pass offensivt Thermo Fisher kommer att satsa, men det vi hör så här långt är att allt drivs på med kraft. Att säljstarten kom dagar efter det regulatoriska godkännande bekräftar ett engagemang och stärker vår tro på ambitionsnivån.

De lägre kostnaderna under Q2 2023 har vi tagit till oss och är anledning att vi justerat ned dessa i år och nästa.

Övergripande prognosändringar (mkr)				
		2023E	**2024E**	**2025E**
Nettoomsättning	Ny	170,2	235,8	334,8
	Tidigare	179,1	259,6	350,5
	Diff	-4,9%	-9,2%	-4,5%
Bruttomarginal	Ny	83,8%	83,5%	84,5%
	Tidigare	84,4%	85,0%	87,0%
	Diff	-0,6%	-1,5%	-2,5%
EBIT	Ny	-52,0	-19,0	27,6
	Tidigare	-65,9	-21,4	32,6
	Diff	21,0%	11,0%	-15,3%

Källa: EPB

Nedan följer våra uppdaterade prognoser för resten av året på kvartalsbasis. Vi förväntar oss att redan under innevarande kvartal kommer bolaget tillbaka på tillväxtspåret och kommer kunna leverera hög försäljningstillväxt, pådriven av intäkter från Thermo Fisher. Därtill finns potential för intäkter från pågående pilotstudie med ett större läkemedelsbolag och från den amerikanska labbverksamheten.

I linje med vad bolaget kommunicerar så förväntar vi oss även att resan tillbaka till lönsamhet börjat och att vi får se gradvisa förbättringar av den under H2 2023, där EBITDA närmar sig noll under nästa år.

Uppdaterade kvartalsprognoser 2022-2023 (mkr)								
	Q1'22	**Q2'22**	**Q3'22**	**Q4'22**	**Q1'23**	**Q2'23**	**Q3'23E**	**Q4'23E**
Nettoomsättning	30,4	30,9	31,2	34,2	39,5	37,7	42,4	50,6
Kostnad för sålda varor	-5,2	-6,2	-4,8	-7,0	-5,8	-6,3	-6,4	-9,1
Bruttoresultat	**25,2**	**24,7**	**26,4**	**27,2**	**33,7**	**31,5**	**36,1**	**41,5**
Övriga rörelseintäkter	2,7	1,6	2,3	1,4	1,2	4,7	2,0	1,5
Försäljningskostnader	-19,5	-20,8	-20,6	-33,3	-30,8	-30,7	-31,8	-32,9
Administrationskostnader	-8,2	-9,4	-8,3	-12,0	-10,9	-10,1	-9,3	-10,6
Forsknings- och utvecklingskostnader	-4,3	-8,3	-6,7	-7,0	-11,1	-6,4	-6,1	-7,3
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	-1,2	-2,5	-1,1	-1,4
EBITDA	**-3,7**	**-10,5**	**-5,9**	**-23,4**	**-16,3**	**-11,1**	**-7,6**	**-6,6**
EBIT	**-5,2**	**-12,6**	**-8,2**	**-25,9**	**-19,1**	**-13,5**	**-10,3**	**-9,3**
Finansnetto	-0,1	-0,6	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0
Resultat före skatt	**-5,4**	**-13,3**	**-8,5**	**-25,7**	**-19,3**	**-13,8**	**-10,3**	**-9,3**
Skatt	-0,8	-1,0	-0,4	9,0	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3
Periodens resultat	**-6,1**	**-14,3**	**-8,8**	**-16,7**	**-19,9**	**-14,6**	**-10,6**	**-9,5**
Tillväxt y/y	33,3%	41,7%	28,4%	39,5%	29,9%	22,0%	36,0%	48,0%
Bruttomarginal	82,9%	79,9%	84,6%	79,5%	85,3%	83,4%	85,0%	82,0%
EBITDA	-12,1%	-34,0%	-18,9%	-68,5%	-41,3%	-29,3%	-17,8%	-13,0%
EBIT	-17,2%	-40,8%	-26,3%	-75,8%	-48,3%	-35,7%	-24,2%	-18,3%
Antal aktier	15,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,2	16,2	16,2
Antal aktier, full utspädning	16,5	17,0	16,9	16,9	16,9	17,2	17,2	17,2
EPS (SEK)	-0,39	-0,89	-0,55	-1,04	-1,24	-0,90	-0,65	-0,59
EPS, full utspädning (SEK)	-0,37	-0,84	-0,52	-0,99	-1,18	-0,85	-0,62	-0,56

Källa: EPB, Bolaget

Värdering och aktie

Vår värdering av Devyser tar avstamp i en DCF-modell. DCF-modellen bygger på explicita prognoser som sträcker sig tio år framåt och därefter använder vi antagande om terminaltillväxt på 3 % per år och som uthållig rörelsemarginal ser vi nivåer på 30 % (i linje med liknande bolag i sektorn). Våra nya prognoser ger en viss negativ effekt på vår värdering och DCF-värdet minskar till 103,7 kr (106,7). Rent värderingstekniskt påverkas nettoskulden negativt av att bolaget ingått ett längre hyresavtal, där leasingskulder ökar skulderna till 72,7 mkr att jämföra med 19,4 mkr vid utgången av första kvartalet. Bolagets nettokassa exkluderat leasingskulder uppgick den sista juni till 303,0 mkr.

DCF-antaganden

Värdering (mkr)	
Nuvärdet av fria kassaflöden	508
Nuvärdet av terminalvärde	1 017
Företagsvärde (EV)	**1 525**
Nettoskuld, senast rapporterad	-230
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**1 754**
Antal utstående aktier, full utspädning	17,2
Eget kapital per aktie (kr)	**103,7**

Källa: EPB, Bolaget

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	3,0%
Riskpremie	5,0%
Småbolagspremie	5,0%
Extra risk-premie	0,0%
WACC	**13,0%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	3,0%
Långsiktig EBIT-marginal	30,0%
Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Capex, % av omsättning	3,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	1,0%
Skattesats	20,6%

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt

WACC \ Uthållig tillväxt	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
11,0%	127,3	132,7	138,8	145,8	153,8
12,0%	110,5	114,6	119,1	124,2	129,9
13,0%	97,1	100,2	**103,7**	107,4	111,6
14,0%	86,2	88,6	91,3	94,1	97,3
15,0%	77,2	79,1	81,1	83,4	85,8

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal

WACC \ Uthållig EBIT-marginal	25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
11,0%	123,1	131,0	138,8	146,7	154,6
12,0%	106,4	112,8	119,1	125,5	131,9
13,0%	93,2	98,4	**103,7**	108,9	114,1
14,0%	82,6	86,9	91,3	95,6	99,9
15,0%	73,9	77,5	81,1	84,8	88,4

Källa: EPB

Värdering av jämförbara bolag

För Devyser saknas ännu tillförlitliga konsensusprognoser, varför vi enbart använder våra egna prognoser vid jämförelse med andra likvärdiga bolag. Eftersom bolaget är i en stark tillväxtfas, men ännu är inte lönsamt, så anser vi att framåtblickande EV/S-multipel är mest relevant att använda vid jämförelse med peers.

Värderingsmultiplar jämförbara bolag EV/S

	2023	2024	2025
Bactiguard	10,8x	6,8x	
Biovica	3,9x	1,6x	0,8x
Bonesupport	13,8x	10,4x	7,9x
Vitrolife	6,0x	5,4x	4,9x
Xvivo Perfusion	12,6x	9,4x	7,0x
Medel	**9,4x**	**6,7x**	**5,1x**
Median	**10,8x**	**6,8x**	**6,0x**
Devyser (EPB)	5,7x	4,1x	2,9x

Källa: EPB, FactSet

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**48**	**64**	**66**	**93**	**127**	**170**	**236**	**335**
Totala intäkter	**48**	**64**	**66**	**93**	**127**	**170**	**236**	**335**
Kostnad sålda varor	-15	-15	-19	-22	-23	-28	-39	-52
Bruttoresultat	**33**	**49**	**47**	**72**	**104**	**143**	**197**	**283**
Försäljningskostnader	-23	-24	-30	-47	-94	-126	-137	-157
Administrationskostnader	-7	-9	-12	-29	-38	-41	-45	-52
R&D-kostnader	-7	-7	-17	-18	-26	-31	-34	-48
Övriga rörelsekostnader	7	7	13	7	11	14	14	18
EBITDA	**4**	**16**	**2**	**-15**	**-43**	**-42**	**-6**	**44**
EBITDA, justerad	**4**	**16**	**2**	**-15**	**-43**	**-42**	**-6**	**44**
Avskrivningar	-3	-6	-13	-6	-9	-11	-13	-17
EBITA, justerad	**0**	**10**	**-11**	**-21**	**-52**	**-52**	**-19**	**28**
EBIT	**0**	**10**	**-11**	**-21**	**-52**	**-52**	**-19**	**28**
EBIT, justerad	**0**	**10**	**-11**	**-21**	**-52**	**-52**	**-19**	**28**
Finansnetto	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	0
Resultat före skatt	**0**	**10**	**-12**	**-22**	**-53**	**-53**	**-19**	**28**
Resultat före skatt, justerad	**0**	**10**	**-12**	**-22**	**-53**	**-53**	**-19**	**28**
Total skatt	1	-3	1	1	7	-2	0	-1
Nettoresultat	**1**	**7**	**-11**	**-21**	**-46**	**-55**	**-19**	**26**
Nettoresultat, justerad	**1**	**7**	**-11**	**-21**	**-46**	**-55**	**-19**	**26**
Intäktstillväxt	*-*	*34%*	*2%*	*42%*	*36%*	*34%*	*39%*	*42%*
Bruttomarginal	*68,0%*	*76,4%*	*71,6%*	*76,9%*	*81,7%*	*83,8%*	*83,5%*	*84,5%*
EBIT-marginal, justerad	*0,8%*	*16,2%*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*8,2%*
EPS, justerad	*0,06*	*0,77*	*-1,16*	*-1,61*	*-2,71*	*-3,18*	*-1,11*	*1,53*
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	-52	-19	28
Övriga kassaflödesposter	3	1	12	3	7	12	14	18
Förändringar i rörelsekapital	3	3	0	1	4	-7	-5	-6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**6**	**15**	**1**	**-16**	**-41**	**-46**	**-10**	**39**
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-1	0	-2	-8	-13	-7	-8
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-9	-3	-7	-18	-24	-28	-36
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-1	-1	-2	2	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-5**	**-10**	**-5**	**-10**	**-24**	**-37**	**-35**	**-44**
Fritt kassaflöde	**1**	**5**	**-4**	**-27**	**-65**	**-83**	**-45**	**-5**
Nyemission / återköp	0	0	5	407	52	1	0	0
Förändring av skulder	1	1	2	-2	1	0	0	0
Övriga poster	-2	-3	-5	-9	-4	-4	-6	-8
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**-1**	**-2**	**2**	**396**	**49**	**-3**	**-6**	**-8**
Kassaflöde	**0**	**3**	**-2**	**369**	**-15**	**-86**	**-51**	**-13**
Nettoskuld	**2**	**13**	**13**	**-365**	**-342**	**-213**	**-162**	**-147**

Källa: Devyser, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	0	0	7	7	9	11
Övriga immateriella tillgångar	15	21	14	18	30	50	64	83
Materiella anläggningstillgångar	2	2	2	3	9	18	21	25
Finansiella anläggningstillgångar	2	3	5	7	18	18	19	22
Andelar i intresseföretag	0	0	0	2	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	2	16	14	14	24	73	71	76
Summa anläggningstillgångar	**20**	**41**	**35**	**44**	**89**	**166**	**185**	**217**
Varulager	4	4	6	7	10	16	18	25
Kundfordringar	14	16	16	19	28	31	47	65
Övriga omsättningstillgångar	2	2	9	10	11	13	13	14
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	10	8	378	364	282	227	213
Summa omsättningstillgångar	**28**	**32**	**40**	**413**	**412**	**341**	**305**	**318**
SUMMA TILLGÅNGAR	**48**	**74**	**74**	**457**	**501**	**507**	**489**	**535**
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	30	37	31	417	431	381	357	377
Summa eget kapital	**30**	**37**	**31**	**417**	**431**	**381**	**357**	**377**
Långfristiga räntebärande skulder	8	8	4	0	1	1	1	1
Långfristiga leasingskulder	1	13	11	10	15	62	59	60
Övriga långfristiga skulder	0	0	1	1	2	3	3	4
Summa långfristiga skulder	**9**	**21**	**16**	**11**	**18**	**65**	**63**	**66**
Kortfristiga räntebärande skulder	1	1	4	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	3	3	6	10	10	14	17	23
Kortfristiga leasingskulder	1	3	3	3	5	6	5	5
Övriga kortfristiga skulder	5	9	15	17	36	41	48	64
Summa kortfristiga skulder	**10**	**16**	**28**	**29**	**51**	**61**	**70**	**93**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**48**	**74**	**74**	**457**	**501**	**507**	**489**	**535**

Källa: Devyser, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	34%	2%	42%	36%	34%	39%	42%
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%	83,8%	83,5%	84,5%
EBITDA-marginal	7,6%	24,8%	2,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,2%
EBITDA-marginal, justerad	7,6%	24,8%	2,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,2%
EBIT-marginal	0,8%	16,2%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,2%
EBIT-marginal, justerad	0,8%	16,2%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,2%
Vinst-marginal, justerad	1,1%	10,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,8%

Källa: Devyser, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	21%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7%
ROCE, justerad	Neg.	21%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6%
ROIC, justerad	Neg.	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%

Källa: Devyser, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	9%	6%	8%	7%	8%	9%	8%	8%
Kundfordringar / totala intäkter	29%	24%	25%	20%	22%	18%	20%	20%
Leverantörsskulder / KSV	21%	22%	34%	45%	41%	51%	42%	45%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	22%	33%	44%	27%	30%	29%	29%	32%
Rörelsekapital / totala intäkter	25%	15%	15%	9%	2%	3%	6%	5%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,1x	1,3x	0,2x	0,3x	0,4x	0,6x	0,8x

Källa: Devyser, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	2	13	13	-365	-342	-213	-162	-147
Soliditet	62%	50%	41%	91%	86%	75%	73%	70%
Nettoskuldsättningsgrad	0,1x	0,4x	0,4x	-0,9x	-0,8x	-0,6x	-0,5x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	0,6x	0,8x	7,9x	24,0x	7,9x	5,1x	26,6x	-3,3x

Källa: Devyser, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,06	0,77	-1,16	-1,61	-2,71	-3,18	-1,11	1,53
EPS, justerad	0,06	0,77	-1,16	-1,61	-2,71	-3,18	-1,11	1,53
FCF per aktie	0,10	0,52	-0,43	-2,08	-3,81	-4,86	-2,60	-0,29
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,33	4,06	3,27	32,3	25,5	22,2	20,8	21,9
Antal aktier vid årets slut, m	9,01	9,10	9,41	12,9	16,9	17,2	17,2	17,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	9,01	9,10	9,41	12,9	16,9	17,2	17,2	17,2

Källa: Devyser, EPB

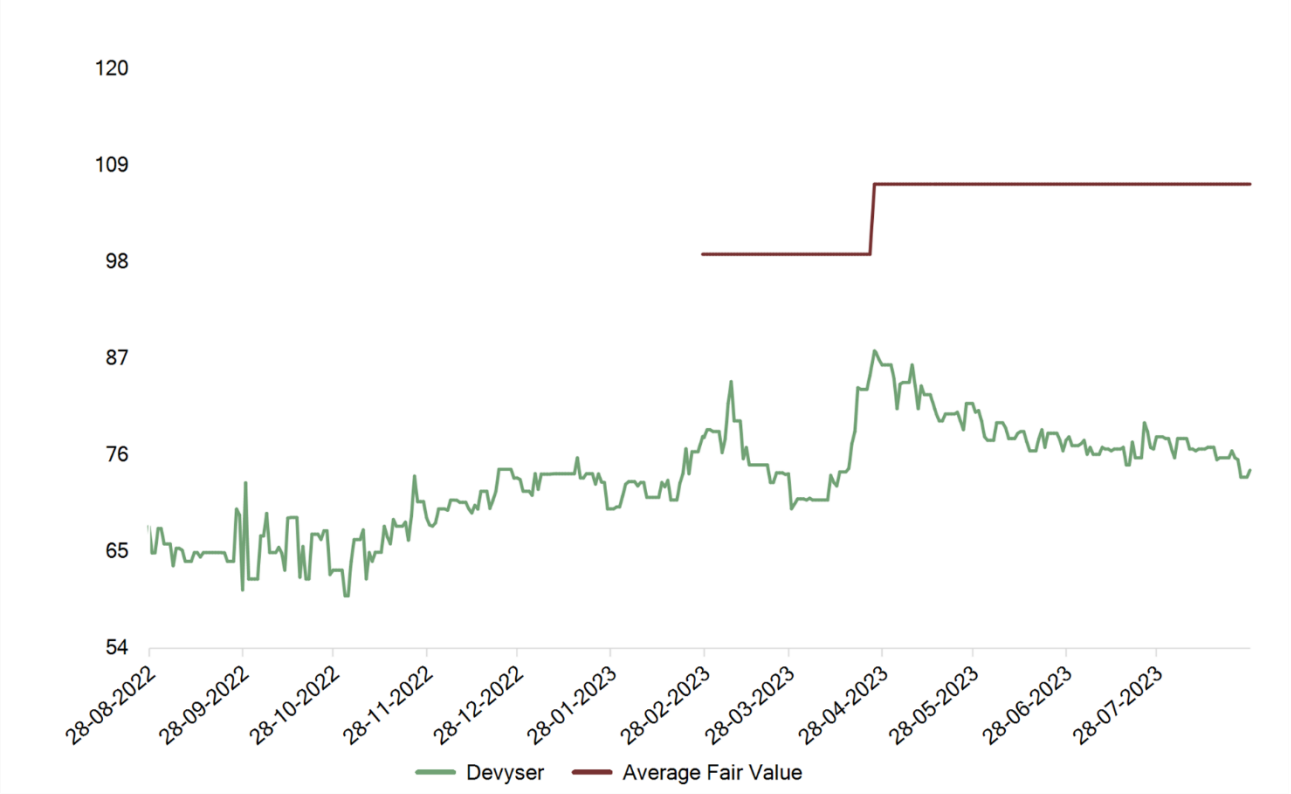
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	48,7x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	2,7x	2,8x	3,4x	3,6x	3,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
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%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	7,6x	6,4x	5,7x	4,1x	2,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	35,2x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	714	810	973	973	973
Aktiekurs	-	-	-	88,6	72,0	74,4	74,4	74,4

Källa: Devyser, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Devyser (DVYSR SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan ”Publikationen” har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan ”Banken”) exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan ”bolaget”) läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.
Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/ för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

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 materialets innehåll.
Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.
Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.
Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.
För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten ”Penser Access”. Klicka här https://epaccess.penser.se/ för mer information om tjänsten.
Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

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