ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsutrustning | Sverige | 10 november 2023

Devyser

Vägen mot lönsamhet allt tydligare

Q3-rapporten visar var skåpet ska stå

Efter en aningen blek utveckling under Q2'23, så blev det leverans av högsta klass i det tredje kvartalet. Nettoomsättningen ökade med imponerande 49,7% till 46,7 mkr (31,2), vilket var klart över våra förväntningar och konsensus. Under den efterföljande telefonkonferensen till rapporten gavs även en positiv bild från ledningen över marknadsläget och de verkar i nuläget inte se några mörka moln på himlen. Rapporten bekräftar återhållsamhet på kostnadssidan, vilket stärker vår uppfattning att kostnaderna framöver kommer öka långsammare än försäljningen.

Intäkter från Thermo Fisher

Samarbetet med Thermo Fisher har börjat generera intäkter. Dessa särredovisas inte så vi vet inte den exakta storleken. Dock uppvisade distributörsförsäljningen stark tillväxt om 59,5%, där detta ingår. Vi förväntar oss att intäkterna från samarbetet tar ordentlig fart under nästa år, då andelen kunder som genererar återkommande intäkter väntas lyfta. Det egna CLIA-certifierade labbet i USA bedömer vi i nuläget endast genererar blygsamma intäkter, men även här är får vi en bild av att det kommer ta fart under 2024.

Justerar upp förväntningarna

Utifrån den starka utvecklingen i Q3'23 justerar vi upp våra prognoser. Den mest betydelsefulla förändringen är att vi nu ser potential att Devyser vänder till positivt EBIT redan under H2 2024, mot tidigare förväntan om att det skulle dröja in i 2025. Våra prognoshöjningar ger oss ett högre värde på Devyser och därför höjs det motiverade värdet till 110-112 kr (103-105) per aktie. Devyser är ett kvalitetsbolag med potential att växa snabbt under många år framåt, där vi tror att samarbetet med Thermo Fisher har potential att överraska oss på uppsidan.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	2,5%	2,6%	2,6%
EBITDA, just.	11,2%	>100%	31,2%
EPS, just.	9,5%	55,0%	40,0%

Kommande händelser

Q4 - rapport	20 februari 2024
Q1 - rapport	09 maj 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	16m
Börsvärde	974
Nettoskuld	-214
EV	760
Free float	53%
Daglig handelsvolym, snitt	13k
Bloomberg Ticker	DVYSR SS EQUITY

Analytiker

Klas Palin
klas.palin@penser.se

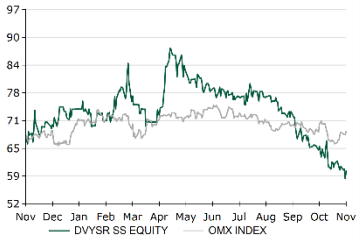
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	127	175	242	344
Tillväxt	36%	38%	39%	42%
EBITDA, just.	-43	-37	3	58
EBIT, just.	-52	-49	-10	39
EPS, just.	-2,7	-2,9	-0,5	2,1
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	25,5	23,1	22,7	25,0
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	11,4%
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	9,0%
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%
EV/Sales	6,4x	4,4x	3,1x	2,2x
EV/EBITDA	Neg.	-20,6x	264,3x	13,1x
EV/EBIT	Neg.	-15,6x	-76,6x	19,3x
P/E, just.	-26,5x	-20,8x	-119,7x	27,9x
P/EK	2,8x	2,6x	2,6x	2,4x
FCF yield	-5%	-9%	-2%	2%
Nettoskuld/EBITDA	7,9x	5,7x	-63,0x	-3,4x

Värde och risk

Motiverat värde	110 - 112 SEK
Aktiekurs	59,8 SEK
Risknivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Devyser är inne i en stark tillväxtfas med en strukturell och robust ökande underliggande efterfrågan av avancerade DNA-tester. Detta kombinerat med bolagets tillväxtsatsningar, bedömer vi kommer att leda till att den höga tillväxttakten kan bibehållas under många år framöver. Bolagets offensiva satsningar på tillväxt har tillfälligt hållit tillbaka lönsamheten, men vi ser nu att även den kommer. Vår bedömning är att lönsamhet kan nås under H2 2024 och vi räknar med att lönsamhetsmålet om en EBIT-marginal på minst 20 % kan nås under 2026. Bolaget har en bra finansiell position, som ger utrymme för mindre förvärv. Utifrån den fina historiken och goda tillväxtutsikter så anser vi att aktien förtjänar att handlas till höga multiplar i nivå med peers, vilket implicerar en betydande potential för aktien.

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.

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.

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 tidigare 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. Det andra benet i strategin bygger på ökade satsningar inom produktutveckling och under året har flera nya tester introducerats.

Värdering

Utifrån våra antaganden får vi ett DCF-värde på 111 kr (104 kr) och vi sätter det motiverade värdet till 110-112 kr (103-105 kr).

Överraskande bra kvartal

Rapporten för det tredje kvartalet var rakt igenom bra och vi imponeras av vad bolaget lyckades leverera under kvartalet. Den höga tillväxttakten om 49,7% fick visserligen stöd av fördelaktiga valutakurser, men även rensat för det var tillväxttakten starka 37,7%, klart över bolagets finansiella mål om en årlig tillväxt på 30%. Även målet om en bruttomarginal på över 80% uppnås, medan det är en bit kvar tills lönsamhetsmålet om en EBIT-marginal på minst 20% nås.

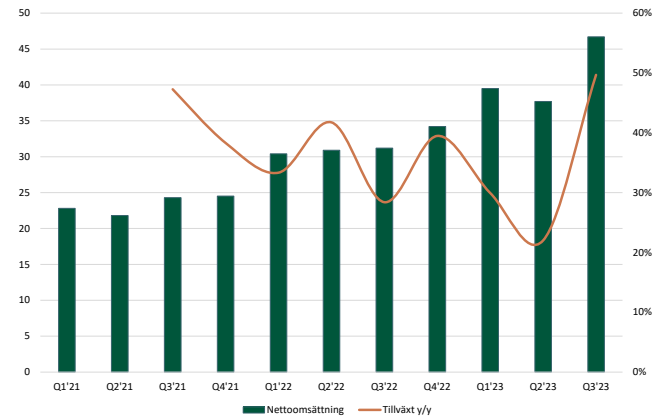
Avvikelsetabell (mkr)

	Utfall	EPB	Diff (Abs.)	Diff (%)	Q2 2022
Nettoomsättning	46,7	42,4	4,3	10,1%	31,2
Bruttoresultat	**39,6**	**36,1**	3,5	9,8%	**26,4**
OPEX	-46,3	-47,2	0,9	1,9%	-35,7
EBITDA	**-4,1**	**-7,6**	3,5	46,1%	**-5,9**
EBIT	**-7,8**	**-10,3**	2,5	24,3%	**-8,2**
Resultat före skatt	**-5,2**	**-10,3**	5,1	49,5%	**-8,5**
Periodens resultat	**-6,0**	**-10,6**	4,6	43,4%	**-8,5**
EPS (SEK)	-0,37	-0,65	0,3	43,1%	-0,55
Tillväxt y/y	49,7%	36,0%	13,7%		28,4%
Bruttomarginal	84,8%	85,0%	-0,2%		84,6%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.			Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.			Neg.

Källa: EPB, Bolaget

Rapporten för Q3'23 slog även våra förväntningar på kostnadssidan med OPEX om 46,3 mkr, mot förväntade 47,2 mkr. Att bolaget lyckas hålla emot på kostnaderna stärker vår uppfattning att Devyser går mot lönsamhet som vi bedömer kan nås under H2 2024.

Nettoomsättning 2021-Q3 2023 (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

EBITDA 2021-Q3 2023 (mkr)

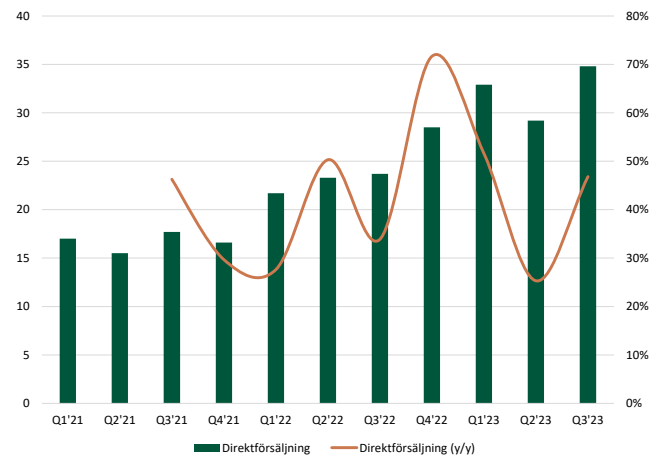
Källa: EPB, Bolaget

Den finansiella positionen är robust med likvida medel om 287,9 mkr. Bolagets räntebärande skulder om 74,2 mkr är huvudsakligen relaterade till leasing.

En viktig drivare av tillväxten under kvartalet kom från distributörer, under vilket Thermo Fisher ingår. Jämfört med Q2 2023 var försäljningen upp med 3,3 mkr i absoluta tal, som vi bedömer huvudsakligen kommer från Thermo. Bolaget ger en positiv bild över hur samarbetet utvecklats så här långt och det gäller både engagemang så väl som kundgenerering. Vi tror även att den positiva utvecklingen var anledning till att Devyser utökade samarbetet till att även gälla Brasilien. De kunder som Thermo tagit in uppfattar vi än så länge är i utvärderingsfas av produkterna och att det dröjer en bit in i 2024 innan vi får se de första kunderna som tar in testerna i sin vardagliga hantering.

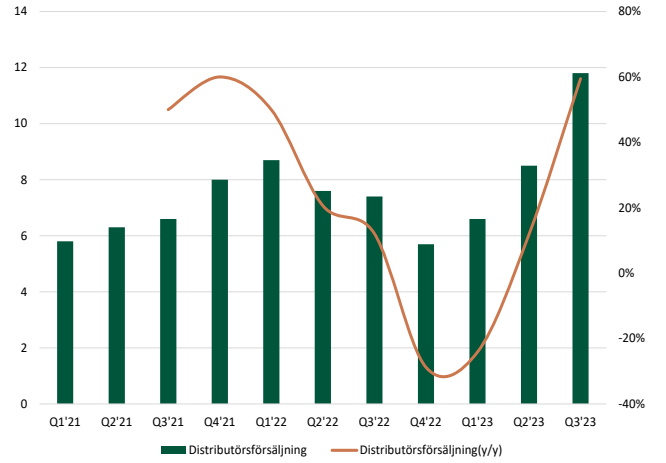
Mycket fokus hamnar på Thermo, men även den egna direktförsäljningen gick bra och växte med 46,8% till 34,8 mkr (23,7). Bolaget verkar nöjda med även denna del av sin verksamhet och ger positiva signaler om bra underliggande efterfrågan och de ser positivt på att kunna fortsätta leverera hög tillväxt framåt. Från årsskiftet räknar bolaget med att kunna genomföra nya prisjusteringar, vilket kommer att ge extra stöd.

Direktförsäljning 2021-Q3 2023 (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

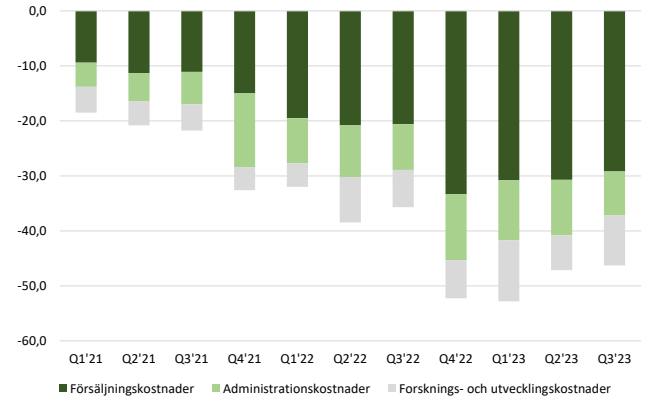
Distributörsförsäljning 2021-Q3 2023 (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

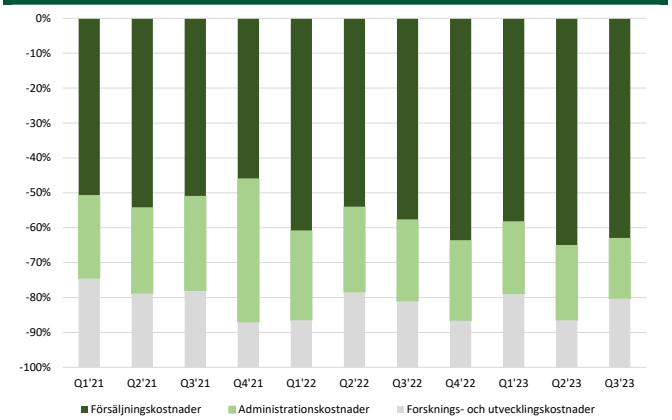
Vi har redan berört kostnadssidan, där ökningstakten bromsat in under de senaste kvartalen. Därtill konstaterar vi att det är rätt kostnader, forskning och utveckling, vars andel ökar. Detta medan de administrativa kostnadernas andel minskar.

Rörelsekostnader (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

Fördelning av kostnaderna (%)



Källa: EPB, Bolaget

Uppdaterade prognoser

En stark utveckling under det tredje kvartalet och positiva signaler från ledning om efterfrågeläget är anledningen till att vi justerar upp våra förväntningar på nettoomsättningen. Bolaget fortsatt goda kostnadskontroll ger oss anledning att återigen skruva ned våra kostnadsestimat något.

Prognosförändringar

		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Ny	174,5	242,0	343,6
	Tidigare	170,2	235,8	334,8
	Diff	2,5%	2,6%	2,6%
Bruttomarginal	Ny	83,7%	83,7%	84,5%
	Tidigare	83,8%	83,5%	84,5%
	Diff	-0,1%	0,2%	0,0%
EBIT	Ny	-48,9	-9,9	39,3
	Tidigare	-52,0	-19,0	27,6
	Diff	6,1%	47,8%	42,4%
EPS	Ny	-2,9	-0,50	2,14
	Tidigare	-3,2	-1,12	1,54
	Diff	9,5%	55,4%	39,4%

Källa: EPB

Kvartalsprognoser 2022-2024 (mkr)

	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23E	Q4'23E	Q1'24E	Q2'24E	Q3'24E	Q4'24E
Nettoomsättning	30,4	30,9	31,2	34,2	39,5	37,7	46,7	50,6	54,9	56,2	62,6	68,3
Kostnad för sålda varor	-5,2	-6,2	-4,8	-7,0	-5,8	-6,3	-7,0	-9,4	-8,8	-8,4	-10,0	-12,3
Bruttoresultat	**25,2**	**24,7**	**26,4**	**27,2**	**33,7**	**31,5**	**39,7**	**41,3**	**46,1**	**47,7**	**52,6**	**56,0**
Övriga rörelseintäkter	2,7	1,6	2,3	1,4	1,2	4,7	0,8	1,5	1,8	1,8	1,0	2,0
Försäljningskostnader	-19,5	-20,8	-20,6	-33,3	-30,8	-30,7	-29,2	-30,4	-31,8	-32,6	-31,9	-33,5
Administrationskostnader	-8,2	-9,4	-8,3	-12,0	-10,9	-10,1	-8,0	-9,9	-10,8	-11,1	-10,0	-11,8
Forsknings- och utvecklingskostnader	-4,3	-8,3	-6,7	-7,0	-11,1	-6,4	-9,1	-9,7	-9,3	-9,3	-9,8	-10,6
Resultat från andelar i intresseföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-2,0	-1,4	-1,6	-1,6	-1,5	-1,8
EBITDA	**-3,7**	**-10,5**	**-5,9**	**-23,4**	**-16,3**	**-11,1**	**-4,1**	**-5,4**	**-2,5**	**-1,8**	**3,5**	**3,6**
EBIT	**-5,2**	**-12,6**	**-8,2**	**-25,9**	**-19,1**	**-13,5**	**-7,8**	**-8,6**	**-5,7**	**-5,0**	**0,3**	**0,4**
Finansnetto	-0,1	-0,6	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	2,6	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Resultat före skatt	**-5,4**	**-13,3**	**-8,5**	**-25,7**	**-19,3**	**-13,8**	**-5,2**	**-7,6**	**-5,1**	**-4,4**	**0,9**	**1,0**
Skatt	-0,8	-1,0	-0,4	9,0	-0,7	-0,8	-0,8	-0,6	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2
Periodens resultat	**-6,1**	**-14,3**	**-8,8**	**-16,7**	**-19,9**	**-14,6**	**-6,0**	**-8,2**	**-5,4**	**-4,7**	**0,8**	**0,9**
Tillväxt y/y	33,3%	41,7%	28,4%	39,5%	29,9%	22,0%	49,7%	48,0%	39,0%	49,0%	34,0%	35,0%
Bruttomarginal	82,9%	79,9%	84,6%	79,5%	85,3%	83,4%	85,0%	81,5%	84,0%	85,0%	84,0%	82,0%
EBITDA	-12,1%	-34,0%	-18,9%	-68,5%	-41,3%	-29,3%	-8,8%	-10,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	-17,2%	-40,8%	-26,3%	-75,8%	-48,3%	-35,7%	-16,7%	-16,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Antal aktier	15,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3
Antal aktier, full utspädning	16,5	17,0	16,9	16,9	16,9	17,0	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
EPS (SEK)	-0,39	-0,89	-0,55	-1,04	-1,24	-0,89	-0,37	-0,50	-0,33	-0,29	0,05	0,05
EPS, full utspädning (SEK)	-0,37	-0,84	-0,52	-0,99	-1,18	-0,86	-0,36	-0,48	-0,32	-0,28	0,05	0,05

Källa: EPB, Bolaget

Värdering

Vår värdering av Devyser tar avstamp i en DCF-modell. Vår modell 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). Efter uppjusterade prognoser får vi ett DCF-värde 111,2 kr per aktie (103,7).

DCF-antaganden

Värdering (mkr)	
Nuvärdet av fria kassaflöden	700
Nuvärdet av terminalvärde	976
Företagsvärde (EV)	**1 677**
Nettoskuld, senast rapporterad	-214
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**1 891**
Antal utstående aktier, full utspädning	17,0
Eget kapital per aktie (kr)	**111,2**

Källa:

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

	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
11,0%	125,4	134,2	145,2	159,4	178,4
12,0%	111,3	118,0	126,2	136,5	149,7
13,0%	99,8	105,0	**111,2**	118,9	128,4
14,0%	90,2	94,3	99,1	104,9	112,1
15,0%	82,2	85,4	89,2	93,7	99,1

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal

	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
11,0%	115,3	130,3	145,2	160,2	175,2
12,0%	101,9	114,1	126,2	138,4	150,5
13,0%	91,2	101,2	**111,2**	121,2	131,2
14,0%	82,5	90,8	99,1	107,5	115,8
15,0%	75,3	82,3	89,2	96,2	103,2

Källa: EPB

Värdering av jämförbara bolag

För Devyser saknas ännu tillförlitliga konsensusprognoser, varför vi enbart använder våra egna 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. Vi tar även med EV/EBITDA för att visa att även med denna multipel framstår aktien lågt värderad.

Värderingsmultiplar jämförbara bolag

	EV/S			EV/EBITDA		
	2023	**2024**	**2025**	**2023**	**2024**	**2025**
Bactiguard	10,5x	9,1x				
Bonesupport	17,4x	12,9x	10,1x	66,6x	34,9x	
Genovis	13,4x	9,3x	8,1x	24,7x	15,8x	13,7x
Vitrolife	6,5x	5,9x	5,4x	19,9x	16,9x	15,2x
Xvivo Perfusion	11,8x	8,5x	6,4x	77,4x	32,6x	20,1x
Medel	**11,9x**	**9,1x**	**7,5x**	**47,2x**	**25,1x**	**16,3x**
Median	**11,8x**	**9,1x**	**7,3x**	**45,7x**	**24,8x**	**15,2x**
Devyser (EPB)	4,4x	3,1x	2,2x	Neg	>100x	13,1x

Källa: EPB, FactSet

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**48**	**64**	**66**	**93**	**127**	**175**	**242**	**344**
Totala intäkter	**48**	**64**	**66**	**93**	**127**	**175**	**242**	**344**
Kostnad sålda varor	-15	-15	-19	-22	-23	-28	-40	-53
Bruttoresultat	**33**	**49**	**47**	**72**	**104**	**146**	**202**	**290**
Försäljningskostnader	-23	-24	-30	-47	-94	-121	-130	-158
Administrationskostnader	-7	-9	-12	-29	-38	-39	-44	-48
R&D-kostnader	-7	-7	-17	-18	-26	-36	-39	-46
Övriga rörelsekostnader	7	7	13	7	11	13	13	20
EBITDA	**4**	**16**	**2**	**-15**	**-43**	**-37**	**3**	**58**
EBITDA, justerad	**4**	**16**	**2**	**-15**	**-43**	**-37**	**3**	**58**
Avskrivningar	-3	-6	-13	-6	-9	-12	-13	-19
EBITA, justerad	**0**	**10**	**-11**	**-21**	**-52**	**-49**	**-10**	**39**
EBIT	**0**	**10**	**-11**	**-21**	**-52**	**-49**	**-10**	**39**
EBIT, justerad	**0**	**10**	**-11**	**-21**	**-52**	**-49**	**-10**	**39**
Finansnetto	-1	-1	-1	-1	-1	3	2	0
Resultat före skatt	**0**	**10**	**-12**	**-22**	**-53**	**-46**	**-8**	**39**
Resultat före skatt, justerad	**0**	**10**	**-12**	**-22**	**-53**	**-46**	**-8**	**39**
Total skatt	1	-3	1	1	7	-3	-1	-3
Nettoresultat	**1**	**7**	**-11**	**-21**	**-46**	**-49**	**-8**	**36**
Nettoresultat, justerad	**1**	**7**	**-11**	**-21**	**-46**	**-49**	**-8**	**36**
Intäktstillväxt	*-*	*34%*	*2%*	*42%*	*36%*	*38%*	*39%*	*42%*
Bruttomarginal	*68,0%*	*76,4%*	*71,6%*	*76,9%*	*81,7%*	*83,7%*	*83,7%*	*84,5%*
EBIT-marginal, justerad	*0,8%*	*16,2%*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*11,4%*
EPS, justerad	*0,06*	*0,77*	*-1,16*	*-1,61*	*-2,71*	*-2,88*	*-0,50*	*2,14*
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	-49	-10	39
Övriga kassaflödesposter	3	1	12	3	7	6	13	18
Förändringar i rörelsekapital	3	3	0	1	4	-19	-1	-8
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**6**	**15**	**1**	**-16**	**-41**	**-62**	**2**	**50**
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-1	0	-2	-8	-10	-7	-8
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-9	-3	-7	-18	-15	-16	-20
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-1	-1	-2	2	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-5**	**-10**	**-5**	**-10**	**-24**	**-26**	**-23**	**-27**
Fritt kassaflöde	**1**	**5**	**-4**	**-27**	**-65**	**-87**	**-21**	**23**
Nyemission / återköp	0	0	5	407	52	6	0	0
Förändring av skulder	1	1	2	-2	1	0	0	0
Övriga poster	-2	-3	-5	-9	-4	-6	-6	-7
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**-1**	**-2**	**2**	**396**	**49**	**-1**	**-6**	**-7**
Kassaflöde	**0**	**3**	**-2**	**369**	**-15**	**-88**	**-27**	**16**
Nettoskuld	**2**	**13**	**13**	**-365**	**-342**	**-209**	**-181**	**-195**

Källa: Devyser, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	0	0	7	8	9	12
Övriga immateriella tillgångar	15	21	14	18	30	42	46	46
Materiella anläggningstillgångar	2	2	2	3	9	17	22	27
Finansiella anläggningstillgångar	2	3	5	7	18	19	21	25
Andelar i intresseföretag	0	0	0	2	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	2	16	14	14	24	78	85	89
Summa anläggningstillgångar	**20**	**41**	**35**	**44**	**89**	**163**	**183**	**199**
Varulager	4	4	6	7	10	16	19	26
Kundfordringar	14	16	16	19	28	40	48	67
Övriga omsättningstillgångar	2	2	9	10	11	14	13	14
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	10	8	378	364	282	250	266
Summa omsättningstillgångar	**28**	**32**	**40**	**413**	**412**	**352**	**330**	**373**
SUMMA TILLGÅNGAR	**48**	**74**	**74**	**457**	**501**	**516**	**513**	**572**
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	30	37	31	417	431	391	383	422
Summa eget kapital	**30**	**37**	**31**	**417**	**431**	**391**	**383**	**422**
Långfristiga räntebärande skulder	8	8	4	0	1	0	0	0
Långfristiga leasingskulder	1	13	11	10	15	67	64	65
Övriga långfristiga skulder	0	0	1	1	2	4	3	4
Summa långfristiga skulder	**9**	**21**	**16**	**11**	**18**	**71**	**68**	**69**
Kortfristiga räntebärande skulder	1	1	4	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	3	3	6	10	10	13	17	24
Kortfristiga leasingskulder	1	3	3	3	5	6	5	5
Övriga kortfristiga skulder	5	9	15	17	36	36	41	52
Summa kortfristiga skulder	**10**	**16**	**28**	**29**	**51**	**54**	**63**	**81**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**48**	**74**	**74**	**457**	**501**	**516**	**513**	**572**

Källa: Devyser, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	34%	2%	42%	36%	38%	39%	42%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	-89%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
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%	83,7%	83,7%	84,5%
EBITDA-marginal	7,6%	24,8%	2,6%	Neg.	Neg.	Neg.	1,2%	16,9%
EBITDA-marginal, justerad	7,6%	24,8%	2,6%	Neg.	Neg.	Neg.	1,2%	16,9%
EBIT-marginal	0,8%	16,2%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,4%
EBIT-marginal, justerad	0,8%	16,2%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,4%
Vinst-marginal, justerad	1,1%	10,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,5%

Källa: Devyser, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	21%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%
ROCE, justerad	Neg.	21%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%
ROIC, justerad	Neg.	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18%

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%	23%	20%	20%
Leverantörsskulder / KSV	21%	22%	34%	45%	41%	44%	43%	45%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	22%	33%	44%	27%	30%	26%	26%	28%
Rörelsekapital / totala intäkter	25%	15%	15%	9%	2%	13%	9%	9%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,1x	1,3x	0,2x	0,3x	0,4x	0,5x	0,7x

Källa: Devyser, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	2	13	13	-365	-342	-209	-181	-195
Soliditet	62%	50%	41%	91%	86%	76%	75%	74%
Nettoskuldsättningsgrad	0,1x	0,4x	0,4x	-0,9x	-0,8x	-0,5x	-0,5x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	0,6x	0,8x	7,9x	24,0x	7,9x	5,7x	-63,0x	-3,4x

Källa: Devyser, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,06	0,77	-1,16	-1,61	-2,71	-2,88	-0,50	2,14
EPS, justerad	0,06	0,77	-1,16	-1,61	-2,71	-2,88	-0,50	2,14
FCF per aktie	0,10	0,52	-0,43	-2,08	-3,81	-5,16	-1,25	1,33
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	23,1	22,7	25,0
Antal aktier vid årets slut, m	9,01	9,10	9,41	12,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	9,01	9,10	9,41	12,9	16,9	16,9	16,9	16,9

Källa: Devyser, EPB

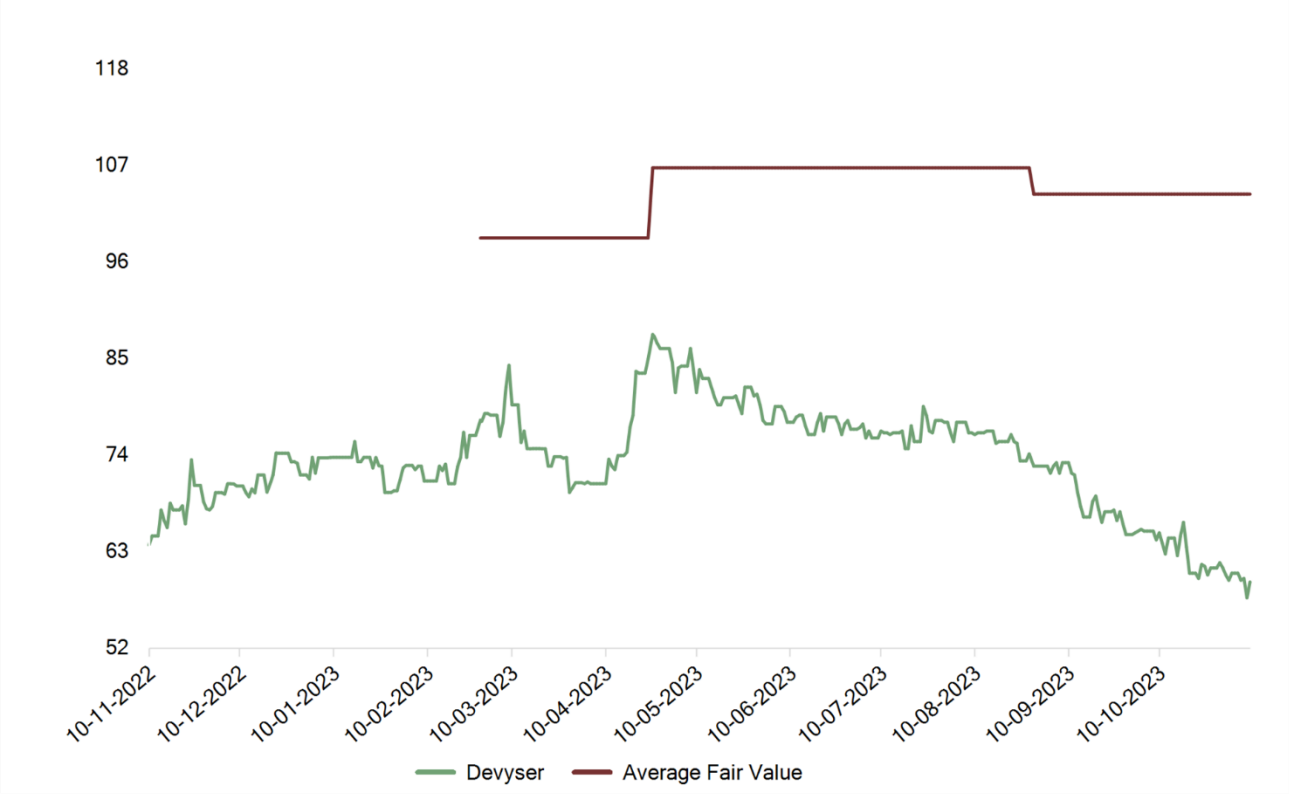
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	1 038,0x	77,7x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,9x
P/EK	18,0x	14,7x	18,3x	2,7x	2,8x	2,6x	2,6x	2,4x
P/FCF	589,4x	115,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	44,8x
FCF-yield	0%	1%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%
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	Neg.	Neg.	Neg.	7,6x	6,4x	4,4x	3,1x	2,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-20,6x	264,3x	13,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-15,6x	-76,6x	19,3x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	714	810	760	760	760
Aktiekurs	-	-	-	88,6	72,0	59,8	59,8	59,8

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 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.

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 ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka här.

Allmänt
Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade ’Chinese Walls’. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.
Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten “Penser Access” som Banken utför åt Bolaget. Klicka här för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se