



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 04 April 2022

XMReality

Tar en försiktigare långsiktig vy

Fortsatt utrullning av ramavtal borde ge stöd till försäljningen

Trots att tillväxttakten i slutet av året var för låg (ARR var 6% i 2021) är det värt att poängtera att få avtal har förlorats. Dock drar diskussionerna med kunderna ut på tiden - de är mer noggranna och mer fokuserade på företagsövergripande beslut. Fortsatt utrullning av de tre stora ramavtal XMReality slöt under 2021 samt de nya avtalen med Verisure och PfH borde ge stöd i H1.

God försäljningspipeline

De mässor som genomfördes under slutet av förra året har lett till många goda diskussioner och ledde också till avtalen med Verisure och PfH som nämndes ovan. Historiskt har mässor varit en betydande försäljningskanal för XMReality och bolaget uppger att försäljningspipeline ligger kvar på den högre nivån som uppnåddes under pandemin.

Sänker motiverat värde

Vi håller estimaten för 2022-2023 oförändrade då vi tror på en acceleration av försäljningen under H1. I linje med andra SaaS-bolag tar vi dock en försiktigare långsiktig syn och med hela vårt värde i terminalvärdet får detta en stor effekt och vi sänker vårt motiverade värde från 6,3-6,8 kr till 3,9-4,1 kr. Uppsidan till vårt motiverade värde är alltså stor och risken är fortsatt hög.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		20	21	22e	23e	Motiverat värde	3.9 - 4.1	
EPS, justerad 21	-0.8	-0.6	-26.4%	Omsättning, mkr	21	22	35	52	Aktiekurs	SEK2.7
EPS, justerad 22e	-0.4	-0.4	0.0%	Tillväxt	74%	6%	61%	45%	Riskenivå	High
EPS, justerad 23e	-0.1	-0.1	0.0%	EBITDA, mkr	(24.2)	(33.3)	(17.6)	(1.3)		
				EBIT, mkr	(24)	(33)	(18)	(3)		
				EPS, justerad	(0.6)	(0.8)	(0.4)	(0.1)		
				EV/Sales	3.1x	2.9x	1.8x	1.3x		
				EV/EBITDA	(2.7)x	(1.9)x	(3.7)x	(51.1)x		
				EV/EBIT	(2.6)x	(1.9)x	(3.7)x	(25.2)x		
				P/E, justerad	(4.5)x	(3.3)x	(6.7)x	(44.8)x		
				Nettosk./EBITDA	0.8g	1.3g	1.8g	25.4g		
Kommande händelser										
Kvartalsrapport 17/2 -22										
Bolagsfakta (mkr)										
Antal aktier	41m									
Börsvärde	110									
Nettoskuld	(45)									
EV	65									
Free float	76%									
Daglig handelsvolym, snitt	90(k)									
Reuters/Bloomberg	XMR.ST/XMR:SS									
				Kursutveckling 12 mån						
				Analytiker						
				markus.almerud@penser.se						



Sammanfattning

Tar en försiktigare långsiktig vy

Investment Case

SaaS-bolag med bruttomarginaler över 90 % motiverar hög värdering

SaaS-modellen premieras på aktiemarknaden vilket ses i SaaS-bolagens värderingar. Vi anser att en hög värdering är befogad av framförallt fyra anledningar. Skalbarheten är väldigt stor då XMReality säljer mjukvara med bruttomarginaler nära 100 % vilket gör att bolaget kan växa snabbt och lönsamt. För det andra minskar tröskeln för bolag att använda XMRealitys tjänster då den initiala kostnaden är låg, vilket möjliggör snabbare tillväxt. För det tredje ger SaaS-modellen väldigt stabila intäkter. Då abonnemangen löper vidare automatiskt måste kunden aktivt agera för att affären *inte* ska fortsätta löpa på. Det är den exakta motsatsen till det normala där parterna måste agera för att affären ska bli av. Slutligen innebär modellen att intäkter avstås idag för att erhållas i framtiden, vilket innebär att dagens värdering blir artificiellt hög för XMReality jämfört med andra bolag som inte använder SaaS-modellen.

Stark strukturell tillväxt i marknaden

XMReality befinner sig på två marknader med stark strukturell tillväxt. Den ena är Field Service som av Allied Market Research beräknas växa årligen med drygt 15 % fram till år 2025. Den andra marknaden är mjukvara inom Augmented Reality för industriella företag som av Mordor Intelligence beräknas växa årligen med hela 48 % fram till år 2025.

Ny VD har förbättrat bolaget

Vi bedömer att en stor del av förklaringen till bolagets starka utveckling under pandemin är den nye VD:n Jörgen Rimmelg och det avtryck han satt i företaget. Vi bedömer att han genom att satsa på utveckling av skalbarhet och enkel användning, samt sälja till stora företagskunder, har förbättrat XMRealitys utsikter.

Konkurrenter har köpts ut till högre värdering

XMReality har få noterade direkta konkurrenter. Däremot har utköp gjorts av företag som är väldigt lika XMReality. Ett uppköp av företaget Ubimax gjordes förra somras med en EV/Sales-multipel om 15x och i december 2019 gjordes ett uppköp av Streem med en av oss uppskattad EV/S-multipel om 22–28x. XMReality handlas för närvarande till en kraftig rabatt mot utköpen.

Värdering

Genom en DCF-modell har vi kommit fram till vårt motiverade värde för XMReality om 3,9-4,1 kr per aktie. Vår peer-modellindikerar uppsida från dagens värdering.

Vi räknar med en omsättnings-CAGR om 34 % från 2020–2025. Under 2024 räknar vi med att XMReality vänder till vinst på såväl EBITDA- och 2024 till vinst efter skatt-nivå. Bruttomarginalen räknar vi med håller sig över 90 % under hela prognosperioden.

Bolaget har idag en nettokassa i förhållande till bolagsvärdet på runt 40%. Den förhållandevis stora nettokassan bedömer vi innebär att bolaget bör nå positivt kassaflöde före kassan är slut. Vi anser således risken för nyemission och aktieutspädning som relativt låg.

Resultaträkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Nettoomsättning	5	7	10	12	21	22	35	52
Övriga intäkter	3	7	7	6	2	2	1	1
Kostnad sålda varor	4	3	3	1	2	2	2	2
Bruttovinst	4	11	14	16	21	23	35	51
Övriga externa kostnader	6	18	17	20	20	27	23	25
Personalkostnader	8	14	21	20	20	23	24	27
Övriga rörelsekostnader	0	0	2	0	1	1	1	1
Rörelseresultat (EBITDA)	-9	-21	-26	-23	-20	-28	-13	-2
Avskrivningar	1	2	4	4	5	5	5	5
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	1
Resultat (EBIT)	-10	-23	-30	-27	-25	-33	-18	-7
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	1
Justerat Resultat (EBIT)	-10	-23	-30	-27	-25	-33	-18	-6
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	1
Finansiella kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-10	-23	-30	-27	-25	-33	-18	-5
Skatter	0	0	0	0	0	0	-1	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	1
Nettoresultat Rapporterat	-10	-23	-30	-27	-25	-33	-19	-4
Nettoresultat (just)	-10	-23	-30	-27	-25	-33	-19	-4

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
TILLGÅNGAR								
Balanserade utgifter, utvecklingsarbeten	7	13	15	16	13	10	10	10
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	1	2	1	0	1	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	8	14	15	16	14	11	11	11
Varulager	1	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	5	5	4	5	6	7	11	16
Övriga omsättningstillgångar	0	1	0	0	0	0	0	0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0	2	2	1	1	1	2	2
Likvida medel	22	46	38	9	27	45	33	36
Summa omsättningstillgångar	28	53	44	16	34	53	46	55
SUMMA TILLGÅNGAR	35	67	59	33	48	64	56	65
Eget Kapital och skulder								
Bundet kapital	3	10	13	15	13	13	13	13
Fritt eget kapital	27	46	34	5	19	32	14	10
Summa Eget Kapital	30	57	48	20	32	45	27	23
Långfristiga finansiella skulder	2	2	0	0	0	0	0	0
Övriga skulder till kreditinstitut	0	0	1	0	0	0	0	0
Skulder till koncernföretag	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Långfristiga skulder	2	2	1	0	0	0	0	0
Skulder till kreditinstitut	0	1	1	1	0	0	0	0
Leverantörsskulder	1	3	3	2	3	3	4	6
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	4	6	9	12	15	25	36
Övriga Kortfristiga skulder	0	1	1	1	1	1	1	1
Summa kortfristiga skulder	3	8	11	12	16	19	29	42
Summa Eget Kapital och skulder	35	67	59	33	48	64	56	65

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	-10	-23	-30	-27	-25	-33	-19	-4
Icke kassaflödespåverkande poster	0	-2	5	4	4	5	5	5
Förändringar i rörelsekapital	1	4	2	1	3	3	6	7
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-9	-20	-23	-23	-17	-25	-7	8
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	34	53	20	0	29	54	0	0
Förvärv	-3	-7	-5	-5	-2	-2	-5	-5
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	22	24	-8	-28	9	26	-13	3
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	-22	-46	-38	-9	-18	-45	-32	-35

Bolaget, EPB

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 fransäger 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.

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 fondhandlarförningens 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 be-rörda 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