



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 16 August 2021

XMReality

Svagt kvartal

ARR minskar

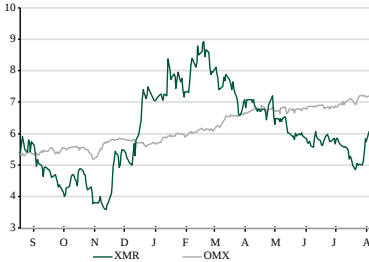
XMRealitys omsättning Q2'21 var 5,65 Mkr (5,54) och rörelseresultatet var -7,75 Mkr (-7,159), vilket var något svagare än våra estimat. Men det mest iögonfallande är att ARR minskade till 17,55 Mkr, från 19,4 mkr Q1'21. Vi estimerade att ARR skulle öka till 22 Mkr. Att ARR istället sjunker, i den expansiva fas bolaget är i, ser vi som ett bakslag.

Estimatförändringar

Anledningen till minskningen av ARR är primärt att XMRealitys största kund avslutade två tredjedelar av sina prenumerationer i slutet av kvartalet. XMReality arbetar aktivt med att återfå de tappade prenumerationerna och har hittills lyckats återta ca 10 %. Sammantaget var Q1'21 något sämre än förväntan och nu var Q2'21 klart sämre. Vi sänker därför våra estimat betydligt. Vi räknar årligen med 8-18 % mindre intäkter 2021-2025.

Sänker motiverat värde

Vi sänker vårt motiverade värde till 6,25-6,75 kr (9-9,5). Den positiva pandemi-effekten tycks ha varit något mer tillfällig än vi räknade med. Dessutom har pandemin även medfört negativa aspekter då säljarbetet hindrats av reserestriktioner och inställda mässor. Vi räknar dock med att den stora minskningen i ARR under kvartalet var av engångskaraktär och att XMReality återvänder till en stadig, men lägre, tillväxt framöver.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	6.25 - 6.75
EPS, just 21e	-0.63	-0.42	-49.4%	Sales,m	21	26	40	56	Current price	SEK4.60
EPS, just 22e	-0.3	-0.05	-461.2%	Sales Growth	73.7%	23.9%	56.3%	39.2%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	-0.06	-0.06	0.0%	EBITDA, m	(19.1)	(20.4)	(8.3)	2.7	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser Kvartalsrapport 21/10-21 Bolagsfakta (mkr)				EBIT, m	(24.2)	(25.6)	(13.5)	(2.6)		
				EPS, adj	(0.60)	(0.63)	(0.30)	(0.06)		
				EV/Sales	6.07x	4.90x	3.13x	2.25x		
				EV/EBITDA	(6.6)x	(6.2)x	(15.1)x	46.6x		
				EV/EBIT	(5.2)x	(4.9)x	(9.3)x	(49.1)x		
				P/E, adj	(7.7)x	(7.3)x	(15.2)x	(77.6)x		
				Net Debt/EBITDA	3.1g	1.8g	3.3g	(11.9)g		
Antal aktier		40.9m								
Market cap		188								
Nettoskuld		(63)								
EV		125								
Free Float		76.00%								
Avg. No. of Daily Traded Sh.		90.0(k)								

Analytiker

magnus.skog@penser.se



Sammanfattning

Svagt kvartal

Investment Case

SaaS-bolag med bruttomarginaler över 90 % motiverar hög värdering

SaaS-modellen premieras kraftigt 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 mycket 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

Bolaget har fått en riktig covid-19-boost men vi bedömer att en stor del av förklaringen till bolagets starka utveckling under år 2020 är den nye VD:n Jörgen Remmelg 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 i somras med en EV/sales-multipel om 15 och i december 2019 gjordes ett uppköp av Streem med en av oss uppskattad EV/S-multipel om 22–28. XMReality handlas för närvarande till EV/S 9, vilket innebär en kraftig rabatt mot utköpen. Vid en EV/S-multipel om 20 skulle kursen vara 12,5 kr per aktie (räknat på nettoomsättningen).

Värdering

Genom en DCF-modell har vi kommit fram till vårt motiverade värde för XMReality om 6,25-6,75 kr per aktie. Vi har även genomfört peer-värderingar som indikerar att XMReality kan värderas ännu högre än 6,25-6,75 kr, vilket ger oss ökad konfidens i att aktien bör uppvärderas från dagens nivåer.

Vi räknar med CAGR 34 % i tillväxt från 2020-2025. Under 2023 räknar vi med att XMReality vänder till vinst på EBITDA-nivå och 2024 till vinst efter skatt. Bruttomarginalen räknar vi med håller sig över 90 % under hela prognosperioden.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 16 August 2021

Sammanfattning

Svagt kvartal

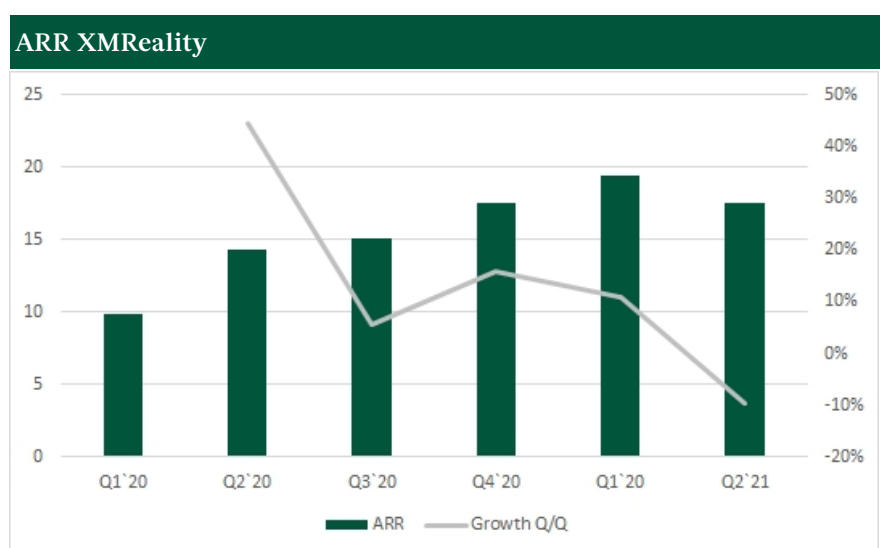
Bolaget har idag en nettokassa i förhållande till bolagsvärdet på nästan 40 %. Den förhållandevis stora nettokassan bedömer vi innebär att bolaget bör nå positivt kassaflöde före kassan är slut. Vi anser således risken för nyemission och aktieutspädning som låg.

Q2'21

ARR

Den viktigaste parametern att följa gällande XMReality är ARR (annual recurring revenue). Som ses i grafen nedan har tillväxten varit stabil från Q1'20 till Q1'21. Vi ser det som något oroväckande att tillväxten nu avviker när världen återgår till det normala efter pandemin. Dock är den huvudsakliga anledningen till avvikelsen att XMRealitys största kund avslutade 67 % av sin prenumeration under Q2'21, vilket kan tolkas som en engångseffekt.

Uppsägningen kommer från en kund som tillkom i spåren av pandemin förra våren. Att det är en ny kund ser vi inte som särdeles positivt då det skulle kunna indikera att fler kunder som tecknade avtal under pandemin väljer att avsluta en del av sina prenumerationer när pandemin slutar. Men även om så är fallet bör en eventuell negativ effekt från detta vara avklarad under 2021. Vi räknar med att XMReality återgår till sin stadiga tillväxt igen redan nästa kvartal, men i en långsammare takt än vi tidigare estimerat. Trots minskningen i ARR under Q2 tecknade bolaget nya avtal, exempelvis med Danone till ett värde av 800 tkr.



Vidare räknar vi med en marginellt högre kostnadsbas eftersom kostnaderna var ca 0,5 Mkr högre än våra estimat det senaste kvartalet, främst drivet av ökade "övriga externa kostnader". Effekten av våra sammantagna estimatändringar ses nedan.

Estimatförändringar XMReality					
Gamla estimat	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Omsättning	31	49	67	80	96
EBITDA	-17	-2	8	19	26
Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Omsättning	26	40	56	72	88
EBITDA	-20	-8	3	11	18
Skillnad	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Omsättning	-16%	-18%	-16%	-10%	-8%
EBITDA	19%	▲-433%	-66%	-42%	-31%

XMReality spekulerar i att det svaga kvartalet härstammar från att kundernas allmänna affärsaktivitet har ökat drastiskt i år och att bolagen därför har ont om tid till icke affärskritisk verksamhet, exempelvis att köpa in XMRealitys erbjudande. När ekonomin återgår till det normala hoppas XMReality att bolagen kommer hantera inköp av tjänster likt XMRealitys i större utsträckning. XMReality växte före pandemin och vi räknar med att bolaget kommer växa efter pandemin.

Resultaträkning & kassaflöde

Resultaträkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	5	7	10	12	21	26	40	56
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	25	39	55
Övriga externa kostnader	6	18	17	20	20	22	23	25
Personalkostnader	8	14	21	20	20	23	24	27
Övriga rörelsekostnader	0	0	2	0	1	0	1	1
Rörelseresultat (EBITDA)	-9	-21	-26	-23	-20	-20	-8	3
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	-26	-14	-3
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	1
Justerat Resultat (EBIT)	-10	-23	-30	-27	-25	-26	-14	-2
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	-26	-14	-1
Skatter	0	0	0	0	0	0	-1	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-10	-23	-30	-27	-25	-26	-14	-1
Nettoresultat (just)	-10	-23	-30	-27	-25	-26	-14	-1

Kassaflödesanalys

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	-10	-23	-30	-27	-25	-26	-14	-1
Icke kassaflödespåverkande poster	0	-2	5	4	3	3	4	4
Förändringar i rörelsekapital	1	4	2	1	0	0	0	1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-9	-20	-23	-23	-22	-22	-10	4
Fritt Kassaflöde	-9	-20	-23	-23	-22	-22	-10	4
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	34	53	20	0	0	0	0	0
Förvärv	-3	-7	-5	-5	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	22	24	-8	-28	-22	-22	-10	4
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	1
Nettoskuld (just)	-22	-46	-38	-9	-60	-38	-27	-31

Balansräkning

Balansräkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR								
Balanserade utgifter, utvecklingsarbeten	7	13	15	16	13	11	10	10
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	1	2	1	0	1	1	1	1
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	12	11	11
Varulager	1	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	5	2	4	5	6	9	12	14
Övriga omsättningstillgångar	0	1	0	0	0	0	0	0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0	1	2	1	1	1	2	2
Likvida medel	22	46	38	9	27	57	47	52
Summa omsättningstillgångar	28	49	44	16	34	67	61	68
SUMMA TILLGÅNGAR	35	63	59	33	48	79	71	78
Eget Kapital och skulder								
Bundet kapital	3	10	13	15	13	11	10	10
Fritt eget kapital	26,5	57	34	5	19	51	42	47
Summa Eget Kapital	30	67	48	20	32	62	52	57
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	1	1	1	1
Leverantörsskulder	1	3	3	2	3	3	3	3
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1,9	3,5	6	9	12	14	16	18
Övriga Kortfristiga skulder	0	1	1	0,532	1	1	1	1
Summa kortfristiga skulder	2	5	4	12	15	17	19	21
Summa Eget Kapital och skulder	33	73	53	32	48	79	71	78

Nyckeltal

Värdering

	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	-6,4	-13,2	-67,5
P/EK	2,6	3,1	2,9
P/FCF	-7,4	-15,6	32,5
Direktavkastning	0,0	0,0	0,0
Utdelningsandel, justerad	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	3,9	2,5	1,8
EV/EBITDA	-5,0	-12,2	37,5
EV/EBIT	0,2	1,5	13,9
Aktiekurs, årets slut			
EV, årets slut			

Tillväxt och marginaler

	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	74%	24%	56%
EBIT, tillväxt	-9%	4%	-47%
EPS just, tillväxt	5%	-25%	-57%
EBITDA marginal	-80%	-21%	5%
EBIT marginal	-100%	-34%	-5%
Skattesats	21%	21%	21%

Lönsamhet

	2021E	2022E	2023E
ROE	neg	neg	0%
ROCE	neg	neg	0%

Investeringar

	2021E	2022E	2023E
Investeringar	0	0	0
Investeringar/omsättning	0,0%	0,0%	0,0%
Försäljning- och administrationskostnader/omsättning	89,3%	59,2%	48,1%
Varulager/omsättning	1,0%	0,8%	0,5%
Kundfordringar/omsättning	35,1%	30,0%	25,1%
Leverantörsskulder/omsättning	9,8%	6,2%	4,5%
Röreskapital/omsättning	194,8%	103,4%	83,3%
Kapitalomsättningshastighet	0,3	0,4	0,5

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 målfaldigas 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 be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment 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