



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 29 April 2021

# XMReality

## XMReality Q1

### ARR växer

XMRealitys nettoomsättning i Q1'20 var 5,8 mkr (3,5) jämfört med vårt estimat om 7,1 mkr. Vi underskattade säsongeffekten som innebär att bolaget normalt omsätter mindre i Q1 än Q4. Q4 omsatte bolaget 7,1 mkr. Det viktiga nyckeltalet ARR (annual recurring revenue) växte med 1,9 mkr, 11 % Q/Q. Bolaget har endast kommunicerat 0,8 mkr i ny ARR. Net retention rate (merförsäljning till befintliga kunder; churn) bör således ha utvecklats väl.

### Estimatförändring 2021

Givet pandemin hade vi estimerat ett något högre inflöde av nya avtal under Q1. Vi trodde utvecklingen skulle efterlikna de starka Q2 och Q4'20. Vi sänker därför omsättningsprognoserna för innevarande år till 31 mkr (37). Även om utvecklingen har varit något långsammare än vi estimerat anser vi att bolaget utvecklas väl. Vidare estimerar vi att ökat antal säljare samt partneravtalen kommer leda till god tillväxt framöver.

### Motiverat värde 9–9,5 kr per aktie

Vi lämnar vår värdering intakt trots mindre justeringar i vår prognos för 2021. XMReality är ett mjukvarubolag i en attraktiv nisch med ljusa framtidsutsikter. Men det krävs att bolaget fortsätter uppvisa tillväxt även efter pandemins slut för att vi ska behålla vår värdering framöver. Värt att notera är bolagets väldigt stora kassaposition om knappt 30 % av Market Cap.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	9.00 - 9.50	
EPS, just 20e	-0.6	-0.72	-16.7%	Sales,m	12	21	31	49	Current price	SEK6.60
EPS, just 21e	-0.42	-0.3	-39.0%	Sales Growth	6.1%	73.7%	47.8%	60.5%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	-0.05	-0.03	-68.0%	EBITDA, m	(23.0)	(24.2)	(17.1)	(2.5)	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
				EBIT, m	(27.0)	(24.5)	(17.1)	(2.5)		
				EPS, adj	(1.60)	(0.60)	(0.42)	(0.05)		
				EV/Sales	16.90x	9.73x	6.58x	4.10x		
				EV/EBITDA	(8.7)x	(8.3)x	(11.7)x	(80.9)x		
				EV/EBIT	(7.4)x	(8.2)x	(11.7)x	(79.5)x		
				P/E, adj	(4.1)x	(11.0)x	(15.7)x	(122.2)x		
				Net Debt/EBITDA	0.4g	2.7g	3.1g	21.5g		

### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	40.9m
Market cap	270
Nettoskuld	(69)
EV	201
Free Float	76.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	90.0(k)

### Analytiker

magnus.skog@penser.se

## Investment case

### SaaS-bolag med bruttomarginaler över 90 % motiverar hög värdering

SaaS-modellen premieras kraftigt på aktiemarknaden vilket ses i SaaS-bolagens värderingar. Vi tycker 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.

### 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 Rimmelg och det avtryck han satt i företaget. Vi bedömer att han genom att satsa på att utveckla 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 Stroom 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). Vid vårt motiverade värde om 9 kr skulle EV/S vara 14.

Vidare har SaaS-bolag generellt betydligt högre värderingar än XMReality, trots att bolaget är ett av börsens SaaS-bolag som växte ARR snabbast under år 2020 med 117 %.

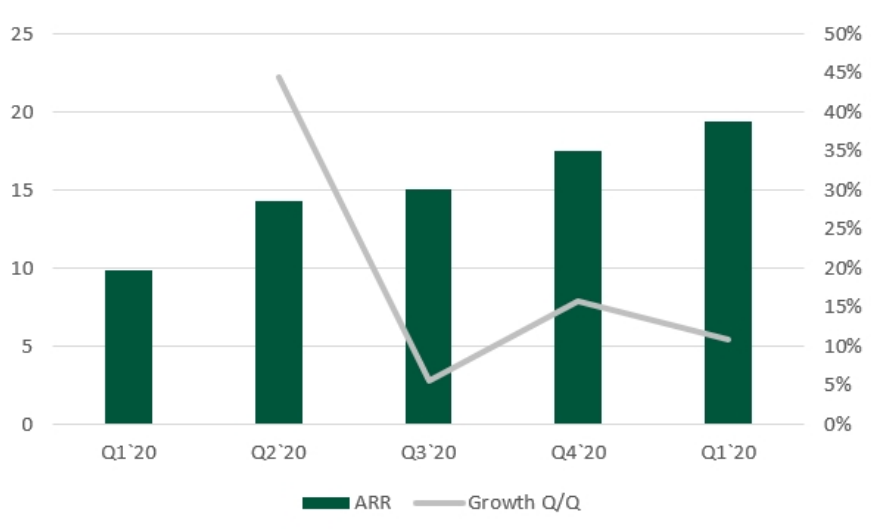
### Motiverat värde

Genom en DCF-modell har vi kommit fram till vårt motiverade värde för XMReality om 9–9,5 kr per aktie. Vi har även gjort peer-värderingar som indikerar att XMReality kan värderas ännu högre än 9 kr, vilket ger oss ökad konfidens i att aktien bör uppvärderas från dagens nivåer.

## Q1

### ARR

Den viktigaste parametern att följa gällande XMReality är ARR (annual recurring revenue). Som ses i tabellen nedan har tillväxten varit stabil de senaste tre kvartalen och ARR:s utveckling är viktigare än vad omsättningen blir enskilda kvartal.



Under Q1 annonserade XMReality nya kontrakt värda 0,8 mkr i återkommande intäkter. ARR ökade dock 1,9 mkr vilket innebär att 1,1 mkr kom från merförsäljning av befintliga avtal eller nya mindre kunder. Att XMReality växer mer än vad som framgått i pressmeddelandena och att ARR fortsätter växa ser vi som positivt. Vi estimerar att en del av ökningen för ARR kommer från en positiv net retention rate. Det innebär att merförsäljningen till befintliga kunder har varit högre än uppsägningar av befintliga avtal. Det är ett väldigt viktigt mått för SaaS-bolag och vi ser positivt på utvecklingen. Vi hade dock räknat med att ARR skulle vara ännu högre givet covidens stora negativa påverkan på resande under vintern.

### Fortsatt god skalbarhet

Rörelsekostnaderna under kvartalet uppgick till ca 11 mkr, vilket var omkring våra estimat. Personalkostnaderna var högre i Q4'20, vilket vi tror beror på säljbonusar och liknande som betalades ut till personalen i slutet av året. Kostnadsökningen i Q1 Y/Y var endast ca 18 %, jämfört med nettoomsättningen som ökade ca 70 %. Det vittnar om bolagets fortsatta goda skalbarhet.

### Verksamhetens utveckling

En viktig parameter för XMReality är att ständigt leverera en bättre produkt. I nya mjukvarubranscher krävs ständig utveckling och innovation för att konkurrenter inte ska öka sin marknadsandel. Under kvartalet har XMReality lanserat en helt webbaserad klient. Det innebär att inga program, appar eller någon mjukvara behöver laddas ner för att använda XMRealtys produkter. Att öka användarvänligheten är en nyckel för att lyckas med ny teknologi.

Vidare har XMReality utökat sina satsningar på kundvård för att öka sin net retention rate (merförsäljning till befintliga kunder minus churn). Vi ser positivt på XMRealtys utveckling av sin affärsverksamhet under 2021 hittills.

## Nya avtal i enlighet med målsättningen

XMReality har kommunicerat ett tydligt fokus mot att attrahera kunder inom Food & Beverage. Denna typ av bolag har ofta globala distributionsled vilket innebär större kundnytta av XMRealtys tjänster. Vidare har bolagen många underleverantörer, vilket ökar chansen för merförsäljning till dessa.

I enlighet med den kommunicerade strategin har XMReality tecknat avtal med Heineken, samt efter kvartalets utgång ett annat globalt dryckesbolag. Totalt ordervärde uppgår till 1,6 mkr årligen med möjlighet till merförsäljning. Vi ser positivt på att XMReality fortsätter expandera i en sektor de har identifierat som attraktiv.

## Konsolidering i sektorn fortsätter

Under kvartalet har Teamviewer förvärvat Upskill. Upskill är inte en renodlad konkurrent till XMReality, men vi noterar att konsolideringen i sektorn fortsätter. Köpeskillingen är okänd men tidigare utköp har gjorts till multiplar om ca 14–25 för EV/Sales. Givet att XMReality värderas till ca EV/Sales 7 för R12m är det inte omöjligt att bolaget blir ett framtida uppköpsobjekt. I så fall räknar vi med att ägarna inte säljer bolaget utan en betydande premie.

## Förväntningar framåt

Vårt att observera framåt är hur pandemins nedgång kommer påverka XMRealtys orderingång. I Q3'20 var tillväxten av ARR lägre än övriga kvartal under året. Det kan bero på lägre allmän affärsaktivitet under sommarmånaderna samt tillfälligheter, men det kan även delvis ha berott på att pandemirestriktionerna lättade som konsekvens av det varmare vädret. Oavsett tror vi att XMReality kommer fortsätta sin omvandlingsresa framöver till ett bättre bolag och att deras teknologi är här för att stanna.

## Estimatförändringar

Vi hade estimerat att pandemin skulle innebära ett något högre inflöde under Q1 och snarare återspegla den väldigt starka utvecklingen i Q4'20. Vi sänker därför prognoserna för omsättningen innevarande år till 31 mkr (37). Även om omsättningsutvecklingen har varit något lägre än vi estimerat anser vi att bolaget utvecklas väl.

Vidare estimerar vi att den ökade personalstyrkan inom sälj samt partneravtalen kommer leda till god tillväxt framöver. Vi lämnar vår värdering intakt trots våra mindre intäktjusteringar. XMReality är ett mjukvarubolag i en attraktiv nisch med ljusa framtidsutsikter. Men det krävs att bolaget fortsätter uppvisa tillväxt även efter pandemins slut för att vi ska behålla vår värdering framöver.

Vi noterar även bolagets starka kassaposition om ca 69 mkr, vilket motsvarar nästan 30 % av bolagsvärdet efter den senaste tidens kursnedgång för aktien. Eftersom emissionen tidigare i år gjordes till en högre värdering har kursnedgången skapat ett bättre kortsiktigt köpläge i aktien idag efter kursnedgången, än om emissionen inte hade genomförts. Bolaget sålde aktier i emissionen till ett högre pris än vad aktierna kan köpas för idag. Vi ser drygt 30 % uppsida till vårt motiverade värde om 9–9,5 kr per aktie.

## Balansräkning

### Balansräkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Balanserade utgifter, utvecklingsarbeten	7	13	15	16	13	11	10
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	1	2	1	0	1	1	1
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>11</b>
Varulager	1	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	5	2	4	5	6	9	12
Övriga omsättningstillgångar	0	1	0	0	0	0	0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0	1	2	1	1	1	2
Likvida medel	22	46	38	9	27	57	58
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>28</b>	<b>49</b>	<b>44</b>	<b>16</b>	<b>34</b>	<b>67</b>	<b>72</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>35</b>	<b>63</b>	<b>59</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>79</b>	<b>83</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>							
Bundet kapital	3	10	13	15	13	11	10
Fritt eget kapital	26,5	57	34	5	19	51	54
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>30</b>	<b>67</b>	<b>48</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>62</b>	<b>64</b>
Långfristiga finansiella skulder	2	2	0	0	0	0	0
Övriga skulder till kreditinstitut	0	0	1	0	0	0	0
Skulder till koncernföretag	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Skulder till kreditinstitut	0	1	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	1	3	3	2	3	3	3
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1,9	3,5	6	9	12	14	16
Övriga Kortfristiga skulder	0	1	1	0,532	1	1	1
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>19</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>33</b>	<b>73</b>	<b>53</b>	<b>32</b>	<b>48</b>	<b>79</b>	<b>83</b>

## Resultaträkning & kassaflödesanalys

### Resultaträkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	5	7	10	12	21	31	49
Övriga intäkter	3	7	7	6	2	2	1
Kostnad sålda varor	4	3	3	1	2	2	2
Bruttovinst	4	11	14	16	21	30	48
Övriga externa kostnader	6	18	17	20	20	20	21
Personalkostnader	8	14	21	20	20	22	23
Övriga rörelsekostnader	0	0	2	0	1	1	1
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>-9</b>	<b>-21</b>	<b>-26</b>	<b>-23</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>3</b>
Avskrivningar	1	2	4	4	5	5	5
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-17</b>	<b>-3</b>
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-17</b>	<b>-3</b>
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	0	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-17</b>	<b>-3</b>
Skatter	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-17</b>	<b>-3</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-17</b>	<b>-3</b>

### Kassaflödesanalys

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	-10	-23	-30	-27	-25	-17	-3
Icke kassaflödespåverkande poster	0	-2	5	4	3	4	4
Förändringar i rörelsekapital	1	4	2	1	0	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-9</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>1</b>
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-9</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>1</b>
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	34	53	20	0	0	0	0
Förvärv	-3	-7	-5	-5	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>-8</b>	<b>-28</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>1</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>-22</b>	<b>-46</b>	<b>-38</b>	<b>-9</b>	<b>-66</b>	<b>-52</b>	<b>-53</b>

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 grundas 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](http://www.penser.se)