

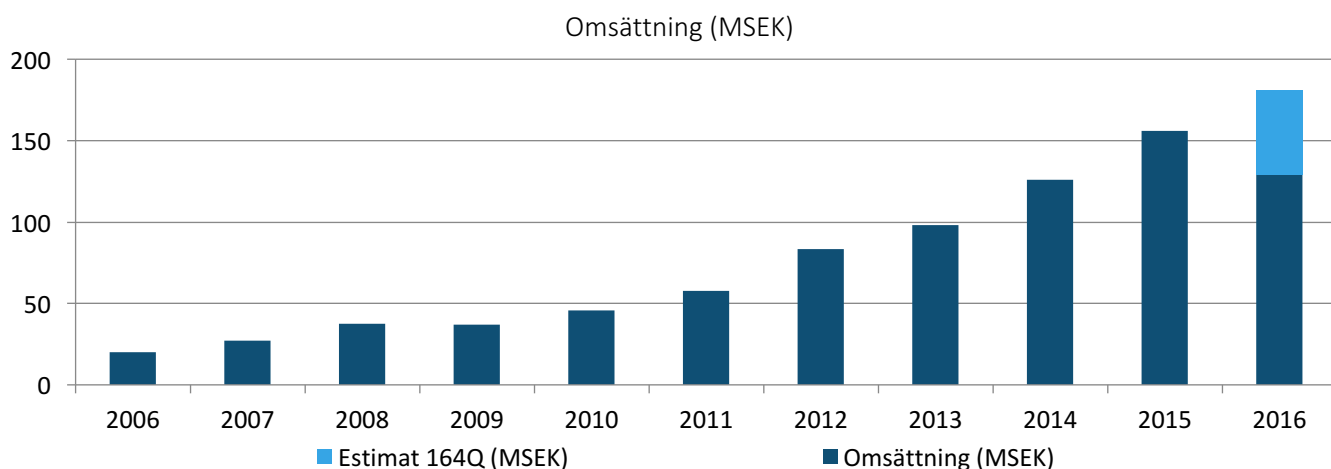
ANALYTIKER	
Nils Betsholtz	Fundamental Analytiker
Jesper Carlsson	Teknisk Analytiker
analysgruppen@linclund.se	
BOLAGETS NAMN	
Aktiekurs	128
52 v högsta / lägsta	138,75/56
Antal aktier	7 148 351
Börsvärde (MSEK)	914
Nettoskuld (MSEK)	-56
EV (MSEK)	859
Sektor	Industrivaror & tjänster
Lista / kortnamn	NEPA
Nästa rapport	31 Mars
UTVECKLING	
1 månad	21,4%
3 månader	29,1%
1 år	-
YTD	123,5%
HUVUDÄGARE %	
Ulrich Boyer	24,7%
Fredrik Östgren	13,3%
P-O Westerlund	9,5%
Niclas Öhman	6,2%
AMF Aktiefond Småbolag	3,7%
Handelsbanken Fonder AB	3,7%
LEDNING	
Verkställande direktör	Fredrik Östgren
Styrelseordförande	Ulrich Boyer

**Välpositionerad gentemot marknadsförändringar gynnar fortsatt tillväxt:** Bolaget har en produkt som är rätt positionerad för övergången från traditionella marknadsundersökningar till digitala lösningar som tillämpar Big Data teknologi. Detta har och förväntas ta marknasandelar från traditionella aktörer och bidra till fortsatt stark tillväxt framöver.

**Starkt förtroende ledningen och företaget:** Företagsledningen har omfattande erfarenhet av marknadsföringsbranschen genom erfarenheter i andra företag kombinerat med akademiska meriter. Insiderägandet är högt och intresset för börsnoteringen resulterade i en överteckning på 400%.

**Smart affärsmodell skapar stabilitet och skalbarhet:** Bolagets intäkter är till största del abonnemangs- och licensintäkter vilket ger en stabilitet och förutsägbarhet för framtida intäkter. När produkterna är modulbaserade är det enkelt att kundanpassa samt minska framtida utvecklingskostnader vilket ska bidra till skalbarhet framöver.

**DCF-värdering visar att en nedsida på 24-45% är rimlig:** Den nuvarande värderingen tyder på höga förväntningar när det kommer till tillväxt och lönsamhet. Bolaget har växt snabbt de senaste 10 åren vilket skapar förväntningar på att detta tillväxttempo fortsätter infrias. Däremot tillkommer nu fler risker än tidigare med uppstarten på konkurrensutsatta marknader som USA. DCF-värdering visar dessutom att **bolaget inte bör handlas till mer än 70-97 SEK/aktie**.



Värde drivare



Quality of earnings



Ledning &amp; styrelse



Risknivå

**Välpositionerat i en omvandlande tillväxtmarknad**

Marknadsundersökningsbranschen är under förändring. Från att historiskt använt mer traditionella metoder som kundundersökningar, går branschen mot digitala metoder som använder sig av Big Data teknologi. Här står NEPA med sin flaggprodukt Actionhub som tagits emot bra av marknaden under lång tid. Bolaget har med denna produkt och övriga tjänster vuxit med 25% per år sedan 2006.

International Data Corporation estimerar att Big Data marknaden kommer växa starkt framöver. Marknadssegmentet förväntas växa med 23,1% årligen mellan 2014 och 2019. Detta kan jämföras med branchorganisationen ESOMAR:s estimat för 2014, som visar att marknadsundersökningsbranschen globalt sett är mycket mer mogen. Exempelvis var tillväxten i USA 0,2%, Europa -0,9%. Detta kan ses som en indikation på att övergången från traditionella metoder till billigare och effektivare digitala lösningar tar marknadsandelar. Förutsatt fortsatta investeringar i produkt-utveckling och marknadsföring, kommer bolaget sannolikt att växa i takt eller snabbare än marknaden, vilket är i linje med företagets målsättningar.

**Starkt ägande av en finansiellt kompetent ledning**

Bolaget drivs av en finansiellt kompetent ledning och styrelse med omfattande erfarenhet inom marknadsföring, både inom näringslivet och från akademien. Insynsägandet på 61% tyder på att ledningen agerar i aktieägarnas intressen. Börsnoteringen övertäckades med 400% vilket visar ett på ett starkt förtroende för bolaget och ledningens kapacitet att fortsätta driva verksamheten framåt.

**Hög kvalitet på intäkter och få förlorade kunder**

Bolagets intäkter består till 65% av abonnemangs- och licensintäkter som är kontraktbundna i 12 månader. Uppsägningstiden är ett kvartal, vilket bäddar för att bolaget kan hantera större kundförluster väl. NEPA:s tre största kunder står för 15% av omsättningen. Således bidrar en potentiell förlorad storkund till en minskad omsättning på ca 5,9%(7,5mSEK). Detta ska dock betraktas som en relativt liten risk i förhållande till omsättningen på ca 130 MSEK (Q1-Q3, 2016) i kombination med den omsättningstillväxt som råder.

Bolaget själva hävdar att kundförluster har varit mycket få och att kunderna till stor del lämnat bolaget på grund av "globala beslut och upphandlingar som de, som lokal enhet, tvingats följa" (Källa: NEPA:s prospekt). Onekligen är det en indikation på att bolaget levererar en bra produkt och att kunder tenderar till att använda NEPA:s tjänster under en längre period.

**Skalbarhet i affärsmodellen**

Flaggskeppsprodukten Actionhub är en modulbaserad produkt, vilket innebär att kunden får sin applikationssvit ihopsatt av ett grupp enheter som utgör samtliga funktioner i produkten. Detta gör att produkterna till stor grad blir kundanpassade. Skulle situationen uppstå att en lämplig modul inte existerar utvecklas en ny och adderas till NEPA:s "kollektion" av moduler. När arsenalen växer kan redan existerande moduler tillämpas på nya kunder. Detta ska på sikt kunna bidra till att sänka personal- och utvecklingskostnader vilket bäddar ökar brutto- och rörelsemarginal samt lägre CAPEX.

**Större fokus i USA – möjlighet med risk**

Bolaget har under andra halvan av 2016 påbörjat etableringen av ett nytt kontor i USA där 40% av den globala marknaden finns. Företaget har sedan tidigare kunder i landet men för att kunna fortsätta växa i snabb takt etableras ett lokalt kontor för att kunna serva klienter bättre. Självklart bidrar bolagets närvaro till att bearbetningen av kunder i landet blir bättre, men även att den redan intensiva investeringstakten fortsätter. Här är dessutom konkurrensen mycket hårdare från liknande aktörer som Medallia och Foresee i jämförelse med t.ex. den svenska marknaden där bolaget är mer etablerat. Detta kan sätta press på omsättningstillväxt och lönsamhet för den globalt sett viktiga regionen. Ytterligare kan denna "lansering" kräva större investeringar, vilket inte är önskvärt med tanke på de negativa kassaflöden som bolaget tyngs av.

**DCF-värdring visar på risk för nedsida på 27-47%**

DCF-värderingen visar att det finns en nedsida i aktien i både ett Bull- och Bear scenario. Den nuvarande värderingen kräver därmed att på bolaget bör prestera >25% omsättningstillväxt i kombination med en EBIT-marginal som växer till 20% på 2-3 års sikt vilket kan ses som opportunistiskt med dagens marginaler. Därmed finns en risk för en signifikant nedvärdering.

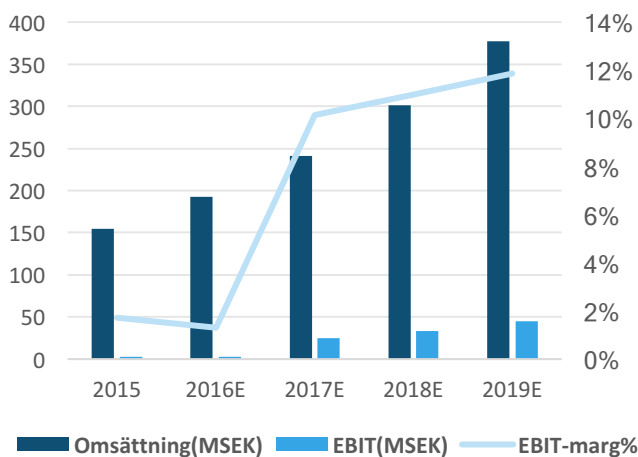
**Bolagsbeskrivning**

NEPA är ett digitalt researchbolag som hjälper sina kunder att få större insikter i de marknader de agerar på. Flaggskeppet i produktportföljen är Actionhub som genom kundfeedbacksdata och beteendedata hjälper NEPA:s kunder att förstå varför konsumenten gör något (genom digitala enkäter till paneler) samt vad kunden i realiteten gör (kvittodata, beteendemönster i e-butik etc.). Utöver detta arbetar bolaget med varumärkestracking (N-visualize) samt övriga konsulttjänster relaterat till marknad- och konsument beteende. Bolaget servar sina 350 kunder, fördelade på över 50 länder, från sina sju globalt utspridda kontor. Bolaget har blivit utnämnd till DI Gasell-företag fem år i rad.

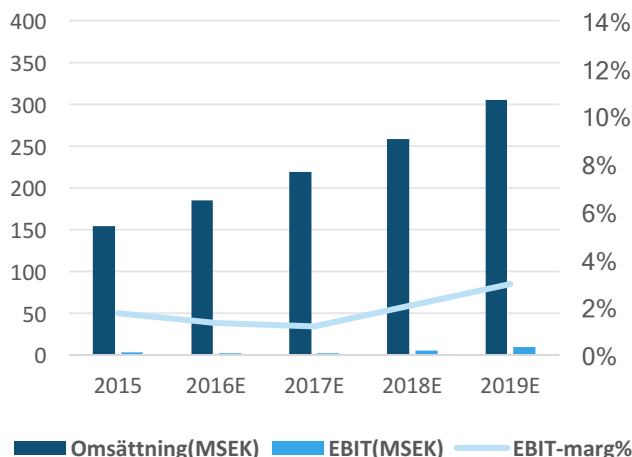


**DCF Bullcase:**

Uppstartsarbete med verksamheten i USA blir lyckosamt vilket skapar god tillväxt för NEPA på denna marknad. Fortsätter tillväxten i samma takt på bearbetade marknader är det rimligt att bolaget fortsätter leverera en omsättningstillväxt 25%. En opportunistisk marginalexpansionen 2017 och framgent förväntas på grund av skalbarhet bidra till avtagande rekryteringstempo, som resulterar i högre marginaler. Detta ger en värdering på **97 SEK, en nedsida på -24%**

**DCF Bearcase:**

Bolaget lyckas inte bearbeta nya kunder i USA jämfört med vad som åstadkommit tidigare. Tilltagande konkurrens, och högre investeringstempo håller rörelse- och vinstmarginaler låga på grund av ogynnsamma förhållanden när det kommer till skalbarhet. I detta scenario används en omsättningstillväxt på 18%. Rörelsemarginalen kommer utvecklas sakta men blir i terminal value bli 20%. Detta scenario ger en värdering på **70 SEK/aktie, vilket ger en nedsida på -45%**



**Antaganden i DCF:** Kostnaden för eget kapital är baserad på PwCs riskpremiestudie för 2016. Då bolaget är skuldfritt blir kostnaden för skuld 0%. Detta ger en WACC på 10.28%.

**Slutsats:**

Förmågan till tillväxt, samt skalbarheten i affärsmoellen, är de fundamentala faktorerna som gör bolaget intressant. Ledningens tydliga expensionsfokus och ändamål att bli ett globalt företag kommer hålla marginalerna nere framöver, som en kompensation för att växa snabbt. Därmed talar mycket för att den höga tillväxten fortsätter och att rörelsemarginalmålet på 20% kommer nedprioriteras i närtid. Följaktligen blir det även svårt att bedömda när och om bolaget når en långsiktig rörelsemarginalmål om 20% då informationsgivningen varit begränsad på detta området.

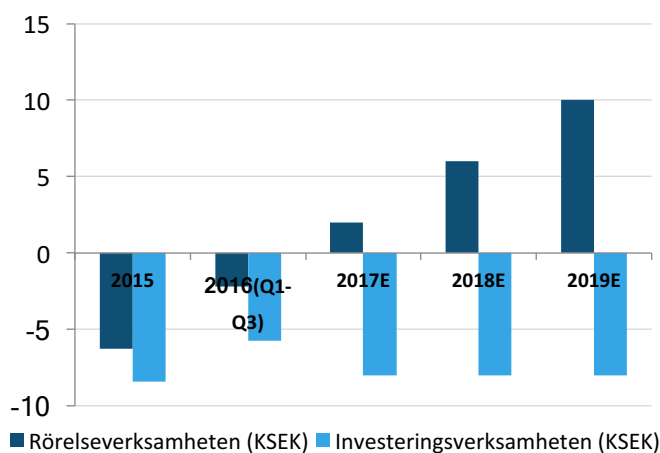
Detta resulterar i att det finns en viss osäkerhet kring företagets framtida prestation och dess värdering.

För att kompensera för detta faktum är Bull- och Bear scenarion medvetet tilltagna i sina riktningar och den "legitima" värderingen bör ses som ett mellanting mellan dessa. Därmed blir det ändå tydligt med denna värderingsmetodik är att bolaget är övervärderat och visar på risk om en nedsida förutsatt att negativa triggers skulle utlösas, alternativt att bolaget inte kraftigt ökar sin tillväxt och lönsamhet.

Däremot ska det också förtydligas att bolaget besitter många kvalitéer och har stor potential, vilket det kan anses att få bolag idag presterar. Följaktligen bör bolaget hamna på bevakningslistan tills värderingen har förändrats.

**Kapitalbehov:** Bolaget har under 2015 investerat ca 8 MSEK i immateriella tillgångar vilket kan härledas till satsningarna på produktutveckling. Bedömningen är att siffran ser ut att bli liknande men växa gradvis med omsättningen. Kassaflödet från den löpande verksamheten ser ut att förbättras kontinuerligt och bli positivt under 2017.

Givet att den nuvarande investeringstakten är samma och att rörelseverksamhetens kassaflöde fortsätter förbättras i nuvarande takt, bedöms det att bolaget kommer nå ett positivt kassaflöde (exkluderande finansieringsverksamheten) 2018 och vid detta tillfälle förbrukat ca 30 MSEK. Således borde det kapital som togs in i samband med börsintroduktionen samt framtida vinster räcka. Notera dock att investeringstakten kan öka ännu mer i samband med etableringen i USA och investeringar i Storbritannien, vilket gör att detta bör betraktas som ett "best case scenario" och att det således inte nödvändigtvis kommer infrias.



## Strengths

- Företaget har en högaktuell produktportfölj med många nöjda kunder.
- Hög stabilitet i intäkter vilket ger förutsägbarhet och skydd mot svängar i konjunkturen.

## Weaknesses

- Höga förväntningar är inprisade i aktien.

## Opportunities

- Företaget ligger i framkant i förhållande till de mer traditionella marknadsundersökningsbolagen vilket bäddar för att bolaget kan fortstätta växa och ta marknadsandelar.

## Threats

- Den kraftigt tilltagande konkurrensen i USA och Storbritannien kan göra det svårt för en liten aktör som NEPA att ta marknadsandelar.



## ”Nepa: God trend som ej visar tecken på inbromsning”

Nepa har sedan introduktionen handlats i en robust uppåtgående trend. Aktien bildar stundtals en del dramatiska omslagsformationer såsom två dubbeltoppar. Det sker dock inget volymstadgat utbrott där säljarna tar över orderboken och trycker ned aktiepriset, utan aktiepriset fortsätter att stiga.

RSI är i dagsläget 56 och MACD har korsat signallinjen från ovasidan vilket tenderar att vara bearish. Tidigare säljsignaler i MACD för Nepa har historiskt sett dock inte inneburit några större nedgångar på grund av ett starkt underliggande momentum. RSI tenderar att vara relativt högt - vilket överensstämmer med den goda trenden - men inte extremhögt, vilket indikerar en hållbarhet i trenden, ty köparna är aldrig alltför aggressiva. Historiskt sett har Nepa ofta bottnat kring ett RSI på 50 och sällan handlats under nivån, vilket gör att nuvarande RSI på 56 kan ses som relativt lågt.

Aktien har ett flertal motstånd ovanför sig, såsom historiska toppar mellan 130 och 140 SEK, samt trendkanalens tak. Skulle aktien stänga ovanför dessa nivåer med volym i ryggen skulle det vara bullish och indikera en ännu brantare trendkanal. I dagsläget utgör MA (20) – vars värde är 126 SEK - stöd för aktien. Stöd finns dessutom vid 115 SEK som tidigare utgjort ett motstånd men numera är en viktig stödnivå. En stop-loss kan förslagsvis läggas strax under denna stödnivå. En tight stop-loss läggs förslagsvis strax under MA (20) vid 126 SEK.

Så länge som aktien fortsätter handlas inom den positiva primärtrendens trendkanal bedöms den långsiktiga tekniska synen vara positiv. På kort sikt verkar aktien bilda en del tecken på omslag, men dessa tendenser till omslag har historiskt utmynnat i fortsatt stigande aktiepriser.

Vi är därmed något tekniskt positiva på kort sikt, och fortsatt tekniskt positiva på lång sikt.

### Aktuell kurs

➤ 127.3 SEK

### RSI (14)

➤ 56.09

### Trading Range

➤ 57 / 138.5 SEK

### Stöd/Motstånd

➤ 115 / 131 SEK

### Stop-loss

➤ <115 SEK

### Teknisk syn kort sikt

➤ Positiv

### Teknisk syn lång sikt

➤ Positiv

**Ansvarsbegränsning**

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informations syfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en studentorganisation och analyser eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

**Intressekonflikter och opartiskhet**

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

**Övrigt**

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

**Upphovsrätt**

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2016).