

**ANALYTIKER**

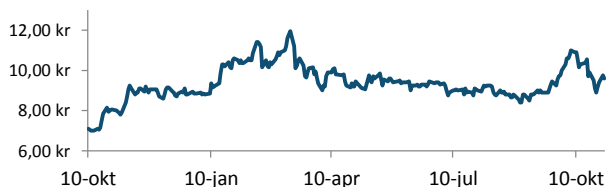
Teodor Sjöberg	Äger aktier i bolaget
Henrik Guditz	Äger inte aktier i bolaget

**BOLAGETS NAMN**

Aktiekurs	9,8
52 v högsta / lägsta	12,00/7,65
Antal aktier	35 544 379
Börsvärde (MSEK)	348,33
Nettoskuld (MSEK)	-11,94
EV (MSEK)	336,39
Sektor	Informationsteknik
Lista / kortnamn	First North Stockholm
Nästa rapport	2018-02-17

**UTVECKLING**

1 månad	-4,00 %
3 månader	7,26 %
1 år	20,00 %
YTD	8,47 %

**AKTIEKURS 1år (SEK)**

**HUVUDÄGARE %**

A5 Invest AB	26,80 %
Valid Asset Management i Skåne AB	24,60 %
HHW Invest AB	9,90 %
Försäkringsbolaget, Avanza Pension	2,90 %
Jörgen Bertilsson	2,70 %
Volito Aktiebolag	2,30 %

**LEDNING**

Verkställande direktör	Robin Gustafsson
Styrelseordförande	Per Wargéus

**FINANCIAL FORECAST**

MSEK	2015A	2016A	2017E	2018E
Omsättning	100,5	124,6	160,1	208,1
EV/EBIT	75,9	17,8	24,5	12,9
EV/S	1,8	2	2,1	1,6
EBIT/Anställd	0,04	0,19	0,10	0,14
Personalkst/Anställd	0,85	0,87	0,62	0,61

**Fördjupat avtal med Episerver skapar nya försäljningskanaler**

Episerver-avtal ger utrymme för en global spridningseffekt av Avensias mjukvara Storefront. Episerver är en etablerad aktör och har lång erfarenhet som återförsäljare av affärssystem. Detta ger dels Avensias mjukvara Storefront legitimitet samtidigt som möjligheten att sälja in mjukvaran internationellt förbättras avsevärt.

**Skalbar affärsmodell möjliggör operationell hävstång**

I dagsläget genereras Avensias intäkter främst genom konsultarvoden på den nordiska marknaden. Bolaget har ett uttalat mål om att öka försäljningen av Storefront på den globala marknaden. Denna affärsmodell erbjuder stor skalbarhet och hög potentiell marginalavkastning via licensintäkter.

**Hög organisk tillväxt och fortsätter att ta marknadsandelar**

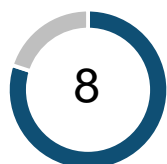
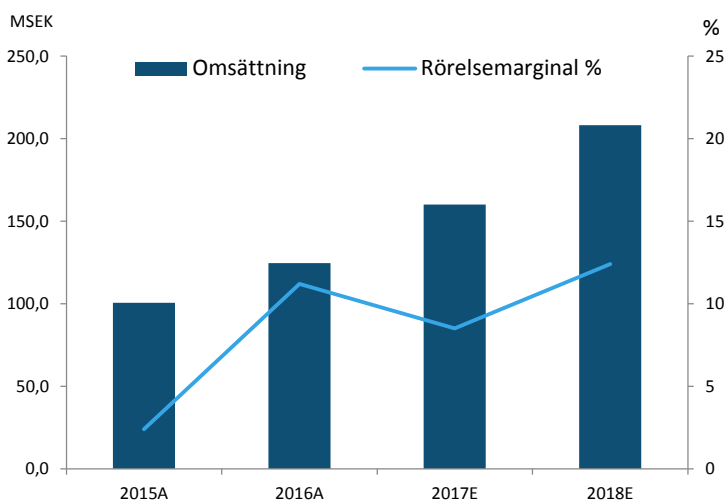
Personalstyrkan har vuxit med 52 % under 2017 och Avensia har kommunicerat att tillväxt ska fortsätta att prioriteras. Samtidigt växer Avensia snabbare än både den svenska och internationella marknaden för e-handel. Den höga tillväxten ger Avensia en god position på marknaden.

**35 % insiderägande indikerar stark framtidstro**

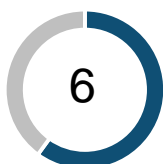
Bolagsledning och styrelse demonstrerar med ett högt insiderägande att det finns högt förtroende för Avensias affärsmodell. Totalt ägs 35 % av aktiestocken av bolagets ledning.

**Pressade marginaler och beroende av nyckelpartners**

För att hantera den höga tillväxten har bland annat externa underkonsulter hyrts in. Dessutom har internutbildningar påverkat den initiala debiteringsförmågan vilket har pressat marginalerna. Avensia är även delvis beroende av samarbetet med Microsoft och Episerver vilket innebär att det finns en viss sårbarhet ifall något av dessa avtal skulle upphöra.



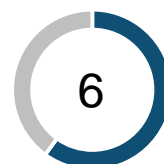
Värde drivare



Quality of earnings



Ledning &amp; styrelse



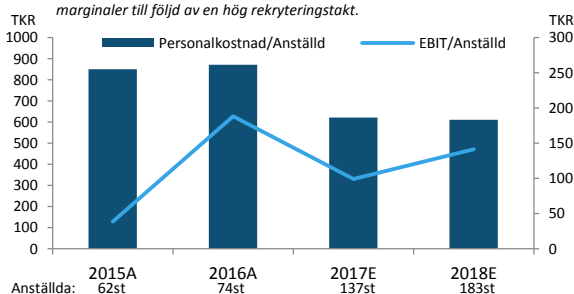
Risknivå

*Avensia är ett svenskt företag vilka säljer och utvecklar olika typer av lösningar inom E-handel. Verksamheten erbjuder dels rådgivning och strategiutveckling, men också försäljning av Avensia Storefront vilket är en egenutvecklad mjukvara. Bland kunderna finns idag några av Nordens största handelsföretag såsom Byggmax, Ahlsell, Coop, Mekonomen och Lekolar.*

**Storefront är ett unikt produkterbjudande som integrerad e-handelslösning och utgör kärnan i affärsmodellen.** Storefront är en egenutvecklad mjukvara som knyter samman affärssystemet Microsoft Dynamics AX som omnikanal- och handelssystem och Episerver Commerce som E-handelsplattform. Tillsammans skapar detta ett unikt system som effektiviserar integrationen mellan detaljhandel och E-handel. Majoriteten av dagens intäkter genereras via konsultverksamhet på den nordiska marknaden som är kopplad till Storefront. Dessa samarbeten har en livslängd på 5-10 år och utgörs av uppföljning, utveckling och integrering av Storefront. Den andra affärsmodellen är inriktad på den globala marknaden där Storefront säljs som en paketerad mjukvara. I kombination med att utvecklingskostnaderna redan är tagna och att Storefront är skalbart erbjuder denna affärsmodell hög marginalpotential via licensintäkter. Avensia har uttalat ett fokus att sälja in Storefront på den globala marknaden.

**Storsatsning på organisk tillväxt och ökat internationellt fokus.** Under 2017 har 48 personer anställts vilket innebär att personalstyrkan ökat med 52 %. Dessa nyrekryteringar har även inneburit att kontoret i Filippinerna har vuxit och under Q3 anställdes 4 nya medarbetare där. Under denna period har personalkostnaderna endast ökat med 35 % vilket visar att personalstyrkan ökar snabbare än personalkostnaderna. I takt med att de nyanställda integreras i verksamheten och blir debiterbara, Storefront genererar intäkter globalt och att fortsatt rekrytering sker i Filippinerna, finns det goda möjligheter att sänka de genomsnittliga personalkostnaderna och öka rörelseresultatet per anställd.

*Grafen illustrerar på sikt hur personalkostnaden per anställd minskar samtidigt som rörelseresultatet per anställd ökar. 2017 präglas av pressade marginaler till följd av en hög rekryteringstakt.*

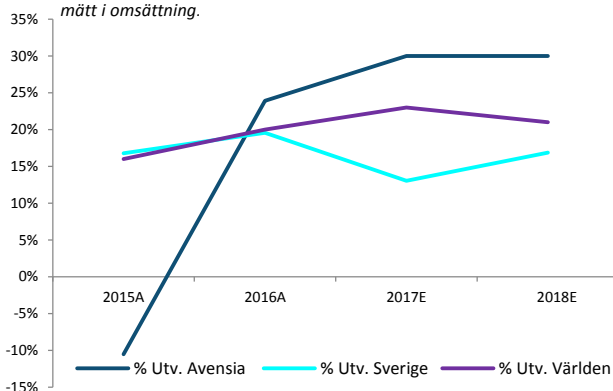


**Fördjupat avtal med Episerver skapar en ny försäljningskanal och möjliggör internationell spridning för Storefront.** Under 2017 har Episerver börjat sälja Storefront under namnet *Episerver Commerce for Dynamics 365*. Det har resulterat i att Avensia i större utsträckning fått tillgång till Episervers marknads- och försäljningskanaler. Storefront är idag live i USA, Nya Zeeland samt Tyskland, och avtal om kommande lanseringar har tecknats i bland annat Kanada och Hong Kong. Episerver har även utsett Avensia till *Episerver Partner of The Year 2017* vilket tyder på en stark relation. Detta fördjupade samarbete är väldigt värdefullt för att på ett kostnadseffektivt sätt få internationell spridning av Storefront. När dessa internationella avtal blir en större del av Avensias intäktströskel finns stora potentiella marginalförbättringar.

**Högt insiderägande indikerar positiv framtidstro.** VD Robin Gustafsson och tillika styrelseledamot i investmentbolaget A5 Invest AB äger 26,8 % av aktierna i Avensia. Robin, tillsammans med Per Wargéus och Anders Wehtje från ledningen, äger sammanlagt 35 % av aktiestocken. Det höga insiderägandet ger en betryggande bild och visar att ledningen tror på verksamheten.

**Växer med 30 % per år och fortsätter att ta marknadsandelar.** Enligt HUI har omsättningen för e-handeln i Sverige ökat med 15,6 % mellan 2015 och 2016. 2018 estimeras omsättningen uppgå till 79,1 mdkr vilket motsvarar en genomsnittlig procentuell ökning på ca 17 % per år. Globalt sett förväntas marknaden för e-handel också att fortsätta växa. Mellan åren 2015 till 2018 förväntas den globala marknaden för e-handel växa i genomsnitt med 20 % per år. Under samma period estimeras Avensia genomsnittligen att växa med 30 % per år. Med den pågående omställningen av affärsmodellen och den attraktiva marknadspositionen är det mycket troligt att Avensia tar ytterligare marknadsandelar framöver.

*Grafen illustrerar den procentuella ökningen i Avensia per år jämfört med den procentuella ökningen av marknaden för e-handel per år, mätt i omsättning.*

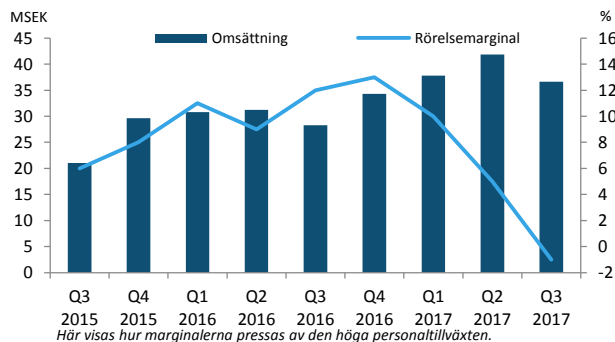


**Potentiell flaskhals i leveransförmågan i samband med integrering av nyanställda.** Under 2017 har nettoomsättningen växt med 30 % vilket är den högsta tillväxttakten Avensia någonsin uppvisat. Trots att rekryteringstakten varit högre än omsättningstillväxten har bolaget kommunicerat problem att tillfredsställa den höga efterfrågan. Detta har resulterat i att externa underkonsulter hyrts in vilket har pressat marginalerna. Det kan bero på att antalet internutbildningstimmar uppgick till 3600 under Q3 2017. Internutbildningarna har även gjort att den initiala debiteringsförmågan inte varit lika hög som i vanliga fall. Den kraftiga tillväxtsatsningen tyder på en hög efterfrågan från kunder. Samtidigt ligger det en utmaning i att integrera de nyanställda i verksamheten på ett effektivt sätt så att lösningar där marginalerna påverkas negativt undviks i fortsättningen.

**Beroendeställning hos partners utgör den största operationella risken.** I dagsläget är Avensia väldigt beroende av två nyckelpartners, Microsoft och Episerver, vilka dels levererar komponenterna till Storefront, men också hjälper till att distribuera Storefront på marknaden. Det kan anses som negativt att verksamheten är så pass beroende av två externa parter. Å andra sidan skapar det en grogrund för ett väldigt nischat och framgångsrikt samarbete som kan utveckla integreringsprocessen mellan företagen. Att Avensia vann priset *Episerver Partner of The Year 2017* tyder även på att det är en stark relation som binder samman samarbetet.

<sup>1</sup> Handels Utredningsinstitut, e-barometern Q2 2017 [Hämtad 2017-10-21]

**Avensia har för samtliga kvartal 2017 levererat högre omsättningstillväxt än föregående år. Däremot har den höga rekryteringstakten pressat marginalerna. Framtiden i Avensia estimeras i tre olika scenarier varav två vänder den negativa EBIT-tillväxten till det positiva.**



### Base Case

Under de tre första kvartalen 2017 växte omsättningen med ca 30 %. I ett Base Case estimeras omsättningen att fortsätta växa med 30 % för 2017 och 2018. Detta bedöms som rimligt med avseende på det nya avtalet med Episerver, givet att Storefront genererar försäljningsintäkter på den globala marknaden. Under Q4 bedöms ytterligare 15 medarbetare tillkomma eftersom bolaget kommunicerat att tillväxten fortsatt ska prioriteras. Detta antas även fortsätta 2018 och personalstyrkan beräknas öka med 45 medarbetare och uppgår i slutet av året till 183 stycken. Kontoret i Filippinerna beräknas öka med 8 anställda under perioden vilket bedöms som rimligt med avseende på den tidigare utvecklingen och Avensias mål att öka försäljningen globalt. Rekryteringstakten kommer således minska något i jämförelse med 2017, däremot kommer EBIT per anställd att öka. Dels på grund av sänkta genomsnittliga personalkostnader, men framför allt på grund av licensintäkter som Storefront genererar från internationella kunder.

MSEK	2015A	2016A	2017E	2018E
Omsättning	100,6	124,6	160,1	208,1
Rörelsemarginal %	2%	11%	8,5%	12,4%
EV/EBIT	75,9	17,8	24,5	12,9
EV/S	1,83	2	2,08	1,6
EBIT/Anställd	0,04	0,19	0,10	0,14
Personalkst/Anställd	0,85	0,87	0,62	0,61

För att få ett perspektiv på respektive scenario jämförs EV/EBIT-multipeln med ett snitt för branschen som visas nedan. EV/EBIT speglar vad den operationella verksamheten i Avensia genererar samtidigt som den tar hänsyn till nettokassan.

Givet en targetmultipel EV/EBIT på 22,4, som utgörs av snittet för branschen, finns det en potentiell uppsida på 73,6 %.

Värdering peers	Vitec Software	Addnode	Formpipe Software	B3IT Management	Genomsnitt
EV/EBIT	27,5	19	24	19,1	22,4

\*Det finns inga direkta konkurrenter till Avensias affärsmodell. Peers utgörs av mjukvarubolag som verkar inom branschen informationsteknik.

### Bear Case

I ett mer pessimistiskt scenario fortsätter internutbildningar att hämma debiteringsförmågan och omsättningen för Q4 beräknas uppgå till 33,4 mkr. Under perioden beräknas 10 stycken nyanställda tillkomma vilket leder till ett negativt rörelseresultat för Q4. Under 2018 beräknas rekryteringstakten fortlöpa i linje med tillväxtprioriteringen Avensia kommunicerat. Personalen beräknas därför uppgå till 147 stycken i slutet av året. Däremot understiger försäljningsförmågan förväntningarna vilket leder till att omsättningen endast ökar med 10 % samtidigt som underkonsulter tvingas hyras in. Storefront lyckas inte internationellt och intäkterna fortsätter därför bestå av konsultarvoden från den nordiska marknaden.

MSEK	2015A	2016A	2017E	2018E
Omsättning	100,6	124,6	149,7	164,7
Rörelsemarginal %	2%	11%	3%	4%
EV/EBIT	75,9	17,8	84,8	48,5
EV/S	1,83	2	2,2	2
EBIT/Anställd	0,85	0,87	0,61	0,59
Personalkst/Anställd	0,04	0,19	0,03	0,05

Givet en targetmultipel EV/EBIT på 22,4 finns en potentiell nedsida på 53,8 %.

### Bull Case

I ett scenario där alla bitar faller på plats förväntas de internationella Storefrontavtalen i USA, Nya Zeeland och Tyskland generera licensintäkter redan under Q4 2017. Under 2018 förväntas nya kunder tillkomma i Norden och nya licensintäkter från Hong Kong och Kanada vilket leder till en omsättningsökning på 40 %. Intäkterna möjliggör en hög rekryteringstakt och 50 medarbetare beräknas tillkomma under 2018 varav 20 är rekryterade i Filippinerna. Den totala personalstyrkan förväntas uppgå till 187 stycken varav 35 utgörs av filippiner som ger vidare möjligheter att lyckas på den globala marknaden. Den filippinska arbetskraften förväntas sänka de genomsnittliga personalkostnaderna. I kombination med att Storefront genererar licensintäkter på den globala marknaden förväntas marginalerna att öka.

MSEK	2015A	2016A	2017E	2018E
Omsättning	100,6	124,6	164,1	229,7
Rörelsemarginal %	2%	11%	12%	36%
EV/EBIT	75,9	17,8	17,1	4,0
EV/S	1,83	2	2,0	1,4
EBIT/Anställd	0,04	0,19	0,59	0,46
Personalkst/Anställd	0,85	0,87	0,14	0,44

Givet en targetmultipel EV/EBIT på 22,4 finns en potentiell uppsida på 460 %.

### Sammanfattning värdering

Sett till dagens värdering finns det redan förväntningar på att Avensia kommer att vända den negativa EBIT-tillväxten. I ett bear scenario är nedsidan begränsad på grund av stabila återkommande konsultintäkter. Uppsidan är däremot hög genom Storefront och ger en attraktiv Risk/Reward.

## Strengths

- Storfront är ett unikt produkterbjudande
- Starka referenskunder på den nordiska marknaden
- Skalbar affärsmodell möjliggör operationell hävstång
- 35 % av aktierna ägs av personer i bolagets ledning

## Opportunities

- Hög tillväxt i en bransch med underliggande marknadstillväxt
- Fördjupad relation med Episerver ger möjlighet till globala försäljningskanaler
- Sänkta personalkostnader i kombination med ökade licensintäkter ger stora potentiella marginalförbättringar

## Weaknesses

- Höga personalkostnader pressar marginalerna
- Tagit hjälp av externa underkonsulter för att klara av tillväxten
- Beroende av Episerver och Microsoft som samarbetspartners

## Threats

- Om partneravtal med Microsoft och Episerver skulle upphöra
- En växande marknad innebär även risk för att konkurrenter ska utveckla en likvärdig produkt
- Att integreringsprocessen av nyanställda tar lång tid och att personalkostnaderna fortsätter att äta upp intäkterna

## Bedömning av bolaget



8 Värde drivare

Avensia är i grund och botten ett konsultbolag som kompletteras med en stark mjukvara. Den egenutvecklade mjukvaran Storefront saknar i dagsläget konkurrens och förväntas vara en nyckelfaktor i den framtida utvecklingen. Det finns även värde drivare i möjligheten att sänka de genomsnittliga personalkostnaderna och utnyttja skalbarheten i Storefront.



6 Quality of Earnings

Bolaget har de senaste åren gått med vinst och har haft en hög omsättningstillväxt. De senaste 3 kvartalen har däremot rörelseresultatet sjunkit och för Q3 2017 visades ett negativt rörelseresultat. Detta beror till stor del på att bolaget befinner sig i en intensiv rekryteringsfas.



7 Ledning & styrelse

VD Robin Gustafsson var med och grundade bolaget och har därför lång och djup erfarenhet av både bolaget och branschen. Ledningen och styrelsen äger idag 35 % av aktiestocken vilket tyder på stort förtroende för dess affärsmodell.



6 Risknivå

Den största risken i Avensia är om något av de två nyckelavtalen med Microsoft samt Episerver skulle spricka. Detta gör att det finns en viss sårbarhet i Avensia eftersom en del av verksamheten är beroende av två externa parter. Samtidigt blev Avensia nyligen utsett till *Episerver Partner of The Year 2017* och tyder på att det är starka relationer som binder samman dessa samarbetsavtal.

**Ansvarsbegränsning**

Analys, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en ideell organisation (organisationsnummer 845002-2259) och analys 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 analys, 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 2017).