

FORTNOX

KURS (SEK): 44,40

Nordic MTF Stockholm

Informationsteknik

- Något starkare än väntat på alla punkter
- Integrationer i fokus
- Resultat över förväntan

Något starkare än väntat på alla punkter. Försäljningen i kvartalet uppgick till 69,4 MSEK (49,0) motsvarande en tillväxt om 42% y/y. Vår prognos var 67,6 MSEK. Den starkare försäljningen än väntat förklaras av både högre ARPU och kundintag. ARPU:n om 124 SEK (117) var 4 SEK över vår prognos och innebar en viss sekventiellt ökning från 121 SEK i Q2. Kundintaget om 9 000 (7 000) netto var även det något högre än väntat. Vår prognos var 8 500. Den starka tillväxttrend vi sett, framförallt avseende kundintag, höll därmed i sig i kvartalet som säsongsmässigt är det svagaste sett till kundintag. Framgent ser vi ytterligare potential avseende ARPU:n, snarare än en högre kundtillväxt, där kvartalets lansering av ett lagerprogram kan väntas bidra. Vidare meddelades i rapporten att endast 1% av kunderna nyttjar Nox Finans, som i kvartalet omsatte cirka 11 MSEK med en EBIT-marginal om 20,2% (12,4). Således är potentialen stor om bolaget lyckas få fler benfintliga kunder att nyttja en större del av Fortnox erbjudande.

Integrationer i fokus. Under tredje kvartalet lanserade Fortnox "Certifierad integrationspartner", i syfte att stärka samarbetet med bolagets viktigaste systemleverantörer. Integrationerna erbjuder bland annat lösningar anpassade för enskilda branscher som kopplas samman med Fortnox mer generella erbjudande. I rapporten lyfts exempelvis butiksdatsystemet Boxnet samt e-handelslösningen Starweb fram. Förutom en viss mindre intäktsdelning bidrar integrationerna framförallt med att göra Fortnox erbjudande mer komplett och således mer attraktivt för fler typer av företagare.

Resultat över förväntan. Både EBIT och framförallt EBITDA ex. aktiveringar överraskade positivt relativt våra prognoser. Dessa uppgick till 22,0 MSEK (15,4) respektive 18,4 MSEK (13,5) mot väntade 20,9 MSEK och 16,5 MSEK. Avvikelsen härrör från den starkare försäljningen än väntat då rörelsekostnaderna var i linje med estimat. Antalet anställda ökade endast med sex stycken i Q3, mot väntade tolv. Kostnaden per anställd var dock något högre än beräknat. Vi väntar oss att rekryteringstakten återgår till högre nivåer, i linje med H1, under Q4. Inga större prognosjusteringar görs.

BOLAGSBESKRIVNING

Fortnox utvecklar och marknadsför programapplikationer för små och medelstora företag som används via internet. Fortnox affärssystem omfattar bl a bokföring, fakturering, CRM-säljstöd, arkivering och tidredovisning. Aktien handlas sedan 2007 på NGM.

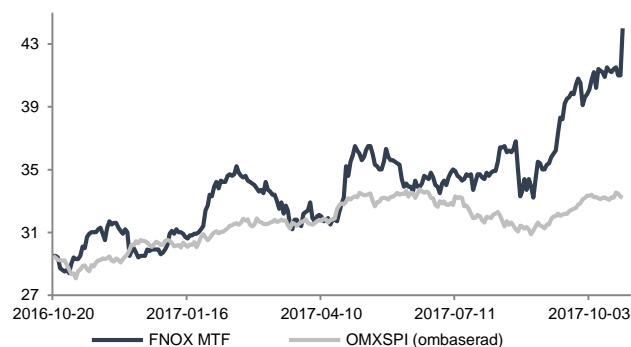
Analytiker: Fredrik Nilsson
fredrik.nilsson@remium.com, 08 454 32 78

| NYCKELDATA | | KURSENTVECKLING | |
|---------------------------|-------|-----------------|----------|
| Marknadsvärde (MSEK) | 2 634 | 1 mån (%) | 11,6 |
| Nettoskuld (MSEK) | -75,6 | 3 mån (%) | 29,8 |
| Enterprise Value (MSEK) | 2 558 | 12 mån (%) | 51,0 |
| Soliditet (%) | 35,1 | YTD (%) | 48,5 |
| Antal aktier f. utsp. (m) | 59,3 | 52-V Högst | 44,5 |
| Antal aktier e. utsp. (m) | 59,3 | 52-V Lägst | 27,5 |
| Free Float (%) | 79,4 | Kortnamn | FNOX MTF |

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättning (MSEK) | 130 | 189 | 264 | 346 |
| EBITDA (MSEK) | 26,5 | 52,1 | 77,6 | 118 |
| EBIT (MSEK) | 21,5 | 41,9 | 63,7 | 98,1 |
| EBT (MSEK) | 21,5 | 41,8 | 63,7 | 98,1 |
| EPS (just. SEK) | 0,33 | 0,60 | 0,83 | 1,31 |
| DPS (SEK) | 0,16 | 0,20 | 0,40 | 0,60 |
| Omsättningstillväxt (%) | 35,9 | 46,0 | 39,5 | 31,2 |
| EPS tillväxt (%) | 45,9 | 82,4 | 39,7 | 57,2 |
| EBIT-marginal (%) | 18,9 | 23,3 | 24,1 | 28,3 |

| *Inklusive externa aktivering | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (x) | 51,0 | 50,1 | 53,3 | 33,9 |
| P/BV (x) | 26,4 | 30,4 | 25,8 | 16,9 |
| EV/S (x) | 4,7 | 4,9 | 9,4 | 7,0 |
| EV/EBITDA ex akt.* (x) | nmf | 91,2 | 62,5 | 29,7 |
| EV/EBIT (x) | 37,9 | 38,2 | 38,9 | 24,6 |
| Direktavkastning (%) | 1,0 | 0,7 | 0,9 | 1,4 |

KURSENTVECKLING



| HUVUDÄGARE | KAPITAL | RÖSTER |
|-------------------------------|---------|--------|
| First Kraft AB (Olof Hallrup) | 20,6% | 20,6% |
| Swedbank Robur Fonder | 7,4% | 7,4% |
| Spiltan Fonder | 4,6% | 4,6% |
| Avanza Pension | 3,3% | 3,3% |

| LEDNING | | FINANSIELL KALENDER | |
|---------|-----------------|---------------------|------------|
| Ordf. | T. Gunnarsson | 4Q-rapport | 2018-02-09 |
| VD | Nils Carlsson | 1Q-rapport | 2018-04-24 |
| CFO | Roger Hartelius | 2Q-rapport | 2018-08-22 |

Källor: Infront, Bolagsrapporter, Remium Nordic, Holdings

RESULTATRÄKNING

| MSEK | 1Q16A | 2Q16A | 3Q16A | 4Q16A | 1Q17A | 2Q17A | 3Q17A | 4Q17E | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättning | 39,5 | 47,3 | 49,1 | 53,5 | 57,6 | 63,7 | 69,4 | 73,3 | 95 | 130 | 189 | 264 | 346 | 425 |
| Aktiverat utvecklingsarbete | 3,6 | 3,6 | 2,5 | 3,6 | 4,4 | 4,8 | 3,8 | 5,0 | 10 | 15 | 13 | 18 | 20 | 20 |
| EBITDA ex akt.* | 2,9 | 2,5 | 13,5 | 9,2 | 7,7 | 8,2 | 18,4 | 12,6 | 5 | 2 | 28 | 41 | 86 | 134 |
| EBITDA | 7,9 | 10,5 | 18,2 | 15,5 | 14,7 | 16,5 | 25,7 | 20,6 | 19 | 27 | 52 | 78 | 118 | 166 |
| Avskrivningar | -1,9 | -2,6 | -2,8 | -2,9 | -3,1 | -3,5 | -3,7 | -3,6 | -2 | -5 | -10 | -14 | -20 | -23 |
| EBIT | 6,1 | 7,9 | 15,4 | 12,5 | 11,6 | 13,0 | 22,0 | 17,1 | 17 | 22 | 42 | 64 | 98 | 143 |
| Finansnetto | -0,1 | 0,3 | -0,6 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBT | 6,0 | 8,2 | 14,8 | 12,9 | 11,7 | 13,0 | 22,0 | 17,1 | 17 | 22 | 42 | 64 | 98 | 143 |
| Skatt och minoritet | -1,3 | -1,8 | -3,3 | -2,9 | -3,5 | -2,9 | -4,8 | -3,8 | -4 | -5 | -10 | -15 | -22 | -31 |
| Nettoresultat | 4,8 | 6,7 | 11,6 | 10,0 | 8,1 | 10,0 | 17,2 | 13,3 | 13 | 16 | 33 | 49 | 77 | 112 |
| EPS f. utsp. (SEK) | 0,08 | 0,11 | 0,20 | 0,17 | 0,14 | 0,17 | 0,29 | 0,22 | 0,22 | 0,28 | 0,56 | 0,83 | 1,31 | 1,91 |
| EPS e. utsp (SEK) | 0,08 | 0,11 | 0,20 | 0,17 | 0,14 | 0,17 | 0,29 | 0,22 | 0,22 | 0,28 | 0,56 | 0,83 | 1,31 | 1,91 |
| Omsättningsutveckling Q/Q | 2% | 20% | 4% | 9% | 8% | 11% | 9% | 6% | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| Omsättningsutveckling Y/Y | 42% | 53% | 52% | 38% | 46% | 35% | 42% | 37% | 25% | 36% | 46% | 39% | 31% | 23% |
| Just. EBITDA marginal | 20% | 27% | 37% | 29% | 26% | 26% | 37% | 28% | 19% | 23% | 29% | 29% | 34% | 39% |
| Just. EBIT marginal | 15% | 22% | 31% | 23% | 20% | 20% | 32% | 23% | 18% | 19% | 23% | 24% | 28% | 34% |
| Just. EBT marginal | 15% | 22% | 30% | 24% | 20% | 20% | 32% | 23% | 18% | 19% | 23% | 24% | 28% | 34% |

*Inklusive externa aktiveringar

KASSAFLÖDE

| MSEK | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kassaflöde från rörelsen | 18 | 27 | 43 | 66 | 97 | 134 |
| Förändring rörelsekapital | 5 | 27 | 6 | 35 | 24 | 23 |
| Kassaflöde löpande verks. | 23 | 54 | 49 | 102 | 120 | 157 |
| Kassaflöde investeringar | -18 | -30 | -31 | -67 | -31 | -32 |
| Fritt kassaflöde | 5 | 24 | 18 | 35 | 89 | 125 |
| Kassaflöde fin. verksamheten | -5 | -6 | -3 | 21 | -24 | -36 |
| Nettokassaflöde | 0 | 18 | 14 | 55 | 65 | 90 |

DATA PER AKTIE & AVK. EGET KAPITAL

| SEK | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 0,22 | 0,28 | 0,56 | 0,83 | 1,31 | 1,91 |
| Just. EPS | 0,22 | 0,33 | 0,60 | 0,83 | 1,31 | 1,91 |
| BVPS | 0,46 | 0,63 | 0,99 | 1,72 | 2,62 | 3,92 |
| CEPS | 0,39 | 0,92 | 0,83 | 1,74 | 2,06 | 2,69 |
| DPS | 0,13 | 0,16 | 0,20 | 0,40 | 0,60 | 0,70 |
| ROE | 57% | 51% | 69% | 62% | 60% | 58% |
| Just. ROE | 57% | 60% | 74% | 62% | 60% | 58% |
| Soliditet | 37% | 33% | 37% | 43% | 48% | 53% |

BALANSRÄKNING

| MSEK | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Immateriella tillgångar | 23 | 46 | 58 | 76 | 89 | 100 |
| Likvida medel | 28 | 46 | 60 | 115 | 180 | 270 |
| Totala tillgångar | 73 | 110 | 157 | 232 | 319 | 429 |
| Eget kapital | 27 | 37 | 58 | 100 | 153 | 229 |
| Nettoskuld | -28 | -46 | -60 | -115 | -180 | -270 |
| Rörelsekapital (Netto) | -30 | -58 | -63 | -97 | -121 | -144 |

AKTIESTRUKTUR

| | | |
|-------------------------|------|--------------------|
| Antal A-aktier (m) | - | Box 427 |
| Antal B-aktier (m) | 59,3 | 351 06 Växjö |
| Totalt antal aktier (m) | 59,3 | +46(0)470 78 50 00 |

BOLAGSKONTAKT

www.fortnox.se

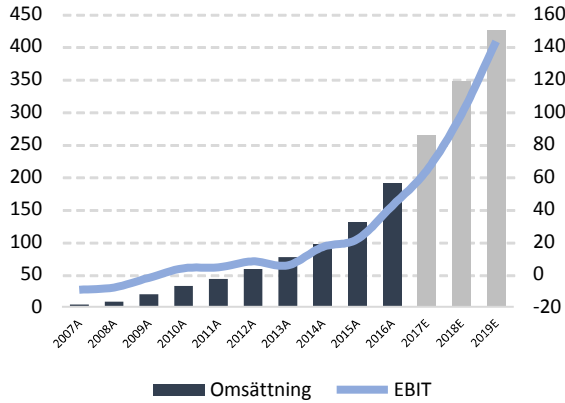
Källor: Remium Nordic, Bolagsrapporter

ESTIMATFÖRÄNDRINGAR

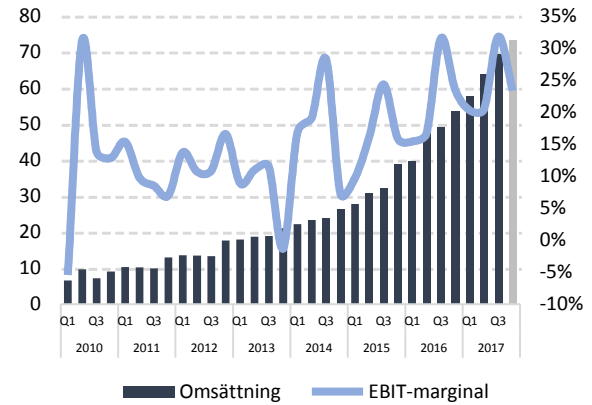
| MSEK | 3Q 2017A | | | 2017E | | | 2018E | | | |
|-----------------|----------|--------|---------|-------|-------|------------|-------|-------|------------|----|
| | Estimat | Utfall | Skilnad | Förr | Nu | Förändring | Förr | Nu | Förändring | |
| Omsättning | | 67,6 | 69,4 | 3% | 261,4 | 264,1 | 1% | 343,3 | 346,4 | 1% |
| EBITDA ex akt.* | | 16,5 | 18,4 | 11% | 39,5 | 40,9 | 4% | 85,5 | 86,1 | 1% |
| EPS (SEK) | | 0,28 | 0,29 | 5% | 0,81 | 0,83 | 3% | 1,30 | 1,31 | 1% |

RESULTATRÄKNING, ÅR & KVARTAL

OMSÄTTNING & RÖRELSERESULTAT, Y/Y (MSEK)



OMSÄTTNING & RÖRELSEMARGINAL, Q/Q (MSEK)

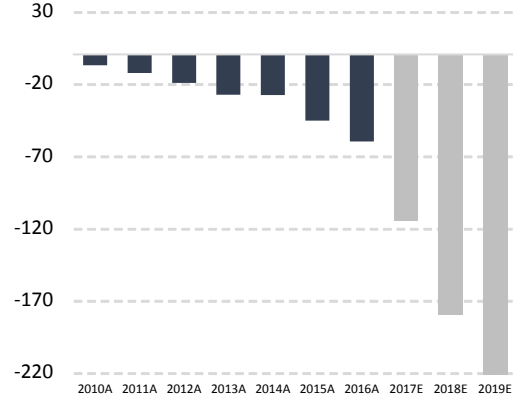


TILLVÄXT & BALANSRÄKNING

OMSÄTTNINGSTILLVÄXT, Y/Y

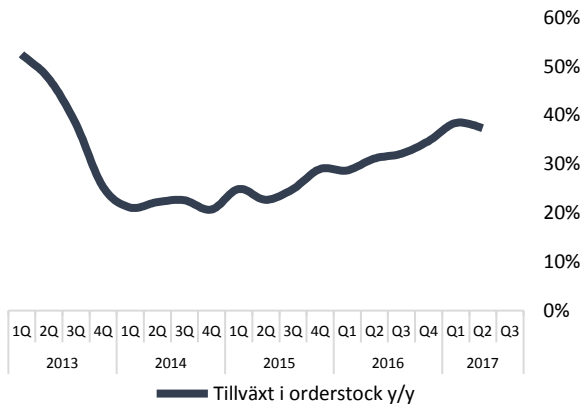


NETTOSKULD

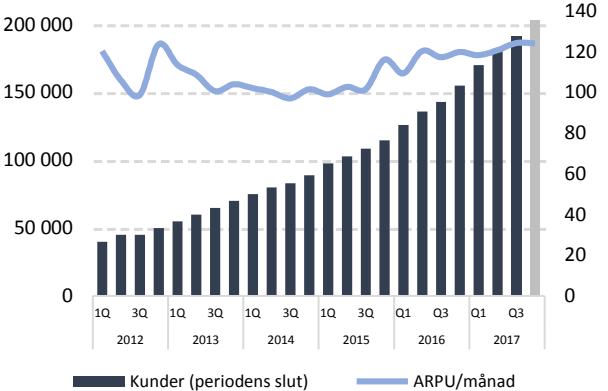


KUNDER OCH ORDERBOK

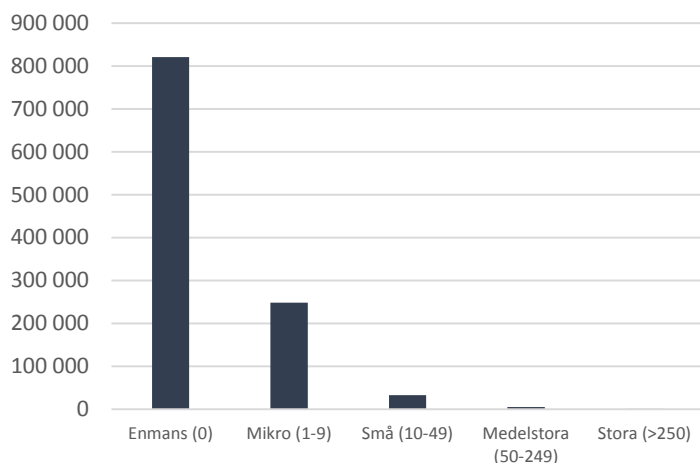
ORDERSTOCK



UNGEFÄRLIGT ANTAL KONTON OCH KUNDER



ANTAL FÖRETAG I SVERIGE EFTER STORLEK



Källa: Ekonomifakta.se, SCB

Fortsatt goda utsikter för tillväxt i Sverige

Sammanlagt finns en dryg miljon företag i Sverige varav den absoluta merparten har färre än 50 anställda. Fortnox uppskattar den adresserbara marknaden till cirka 750 000 företag, att jämföra med bolagets 155 000 kunder vid slutet av 2017. Enligt Fortnox bedömdes cirka 30-35% av företag ha migrerat till SaaS(Moln)-lösningar i början av 2017, andra aktörer talar dock om en något högre penetrationsgrad. Förmodligen förklaras en del av skillnaden av att penetrationen ser olika ut för olika programtyper. Då branschbedömare räknar med att över 90% av företagen ska ha migrerat till SaaS-lösningar 2020 torde, det även med en mer försiktig syn på siffrorna ovan, finns möjligheter för fortsatt god tillväxt i Sverige.

ARPU- & KUNDPROGNOSER

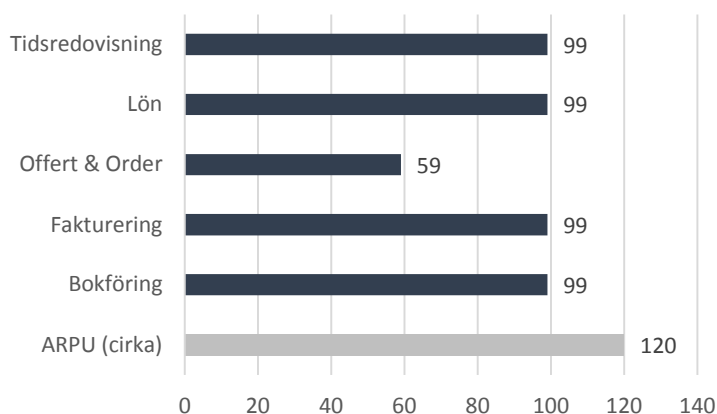
| År | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Kunder vid årets slut | 114 800 | 155 000 | 203 000 | 248 000 | 288 000 |
| ARPU (SEK) | 106 | 117 | 123 | 128 | 132 |

| Kvartal | 1Q17A | 2Q17A | 3Q17A | 4Q17E |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Kunder vid kvartalets slut | 170 000 | 182 000 | 191 000 | 203 000 |
| ARPU (SEK) | 118 | 121 | 124 | 124 |

Bibehållen kundtillväxt i våra prognoser

Vår prognoser räknar med en fortsatt stark nettotillväxt av antalet kunder, med stöd av ovan nämnd strukturförändring i kombination med bolagets goda historik. Avseende ARPU är vi mer återhållsamma, trots att bolagets breda produktportfölj talar för att högre nivåer är möjligt. Detta då APRU-utvecklingen hittills visserligen varit positiv men samtidigt, i relation till produktportföljens potential, relativt blygsam.

PRODUKTPORTFÖLJ OCH ARPU I SEK/MÅNAD



Källa: Fortnox, Remium

Möjlighet för ökad försäljning per kund

Fortnox har över tio olika produkter, varav de flesta kostar 99 SEK per månad. Potentialen per kund torde därmed vara klart högre än de cirka 120 SEK bolaget i nuläget genererar. En noterbar andel av bolagets kundmassa härrör dock från redovisningsbyråernas fortnox-baserade lösningar, exempelvis PwC:s MyBusiness. För dessa är intäkten per kund lägre, uppskattningsvis ned mot 50% av listpriset. I början av 2017 uppgav Fortnox att en kund i genomsnitt nyttjade cirka två produkter, således finns det mer att göra inom befintlig kundstock.

BOLAGSBESKRIVNING

Webbaserade administrationsverktyg

Växjöbaserade Fortnox erbjuder marknaden kostnadseffektiva lösningar inom bland annat bokföring, CRM och fakturering. Företagets programvaror är helt webbaserade och kan nås från vilken dator som helst. Affärsmodellen är skalbar och fokus ligger på att nå stora volymer.

Software as a Service - webbaserade affärssystem

Fortnox utvecklar och säljer mjukvara inom administrationsområdet till små och medelstora företag. Bolagets program är helt och hållet webbaserade och ryms inom beteckningen SaaS vilket står för Software as a Service. I bolagets programutbud finns bland annat bokföring, CRM, arkivplats, fakturering, order, tidsredovisning, webbshop och klienthanterare. Tanken är att man ständigt ska bygga på med nya moduler.

Konceptet fungerar som så att programmet och alla de filer som skapas i anslutning till det ligger på Fortnox egna servrar. Detta medför i sin tur att inga uppdateringar behöver ske ute hos kunden utan de loggar in via nätet och får den senaste programvaran direkt i sin dator. Andra fördelar är att flera personer kan arbeta i programmet samtidigt, samt att all arkivering och säkerhetskopiering sköts av Fortnox.

Kostnadseffektiva abonnemang

Bolagets intäktsmodell är i form av abonnemang och betalning sker per system och sedan per extra användare i systemet. Prissättningen är en viktig fråga för Fortnox som har valt att vara en uttalad lågprisleverantör på marknaden. Priserna för de olika modulerna ligger mellan 59-99 kronor per månad. Att koppla på en extra användare kostar mellan 19-59 kronor. Bolaget erbjuder också per-klicktjänster såsom kreditupplysning, automatisk fakturainläsning osv.

Varje enskild kund står således för en ganska liten andel av omsättningen och fokus ligger på stora volymer. Bolagets affärsmodell är dock skalbar och andelen rörliga kostnader är mycket små. Detta innebär i sin tur att det finns potential att uppnå höga marginaler på nya kunder då den fasta kostnadsmassan är täckt.

Små och medelstora bolag i Sverige

Bolagets primära målgrupp är små och medelstora bolag med upp till 20 anställda. Dessa bolag utgör idag omkring 98 procent av alla företag i Sverige och samma uppdelning ser vi i andra länder. Vad gäller vissa moduler så kan Fortnox dock även rikta sig till större organisationer. En mycket stark drivkraft för bolaget är den ökade internetillgången och datorvanan, vilket är en förutsättning för att man ska använda Fortnox program.

Försäljningen sker dels via egna säljare, dels genom den egna hemsidan. Bolaget har också avtal med revisions- och redovisningsbyråer vilka använder sig av bolagets system för kunders räkning. Ett vanligt förfarande är att den löpande faktureringen sker direkt av företagaren genom Fortnox program medan revisorn sedan kan nå uppgifterna via en inloggning på samma system och därefter sköter bokföringen. Målgruppen nås dels genom att många företag blir kunder direkt hos Fortnox via marknadsföring på olika sätt, dels genom ett omfattande samarbete med revisions- och redovisningsbyråer. Avtal finns i Sverige med många mindre byråer och med flera av branschjättarna som PwC, Grant Thornton, Deloitte, BDO med flera.