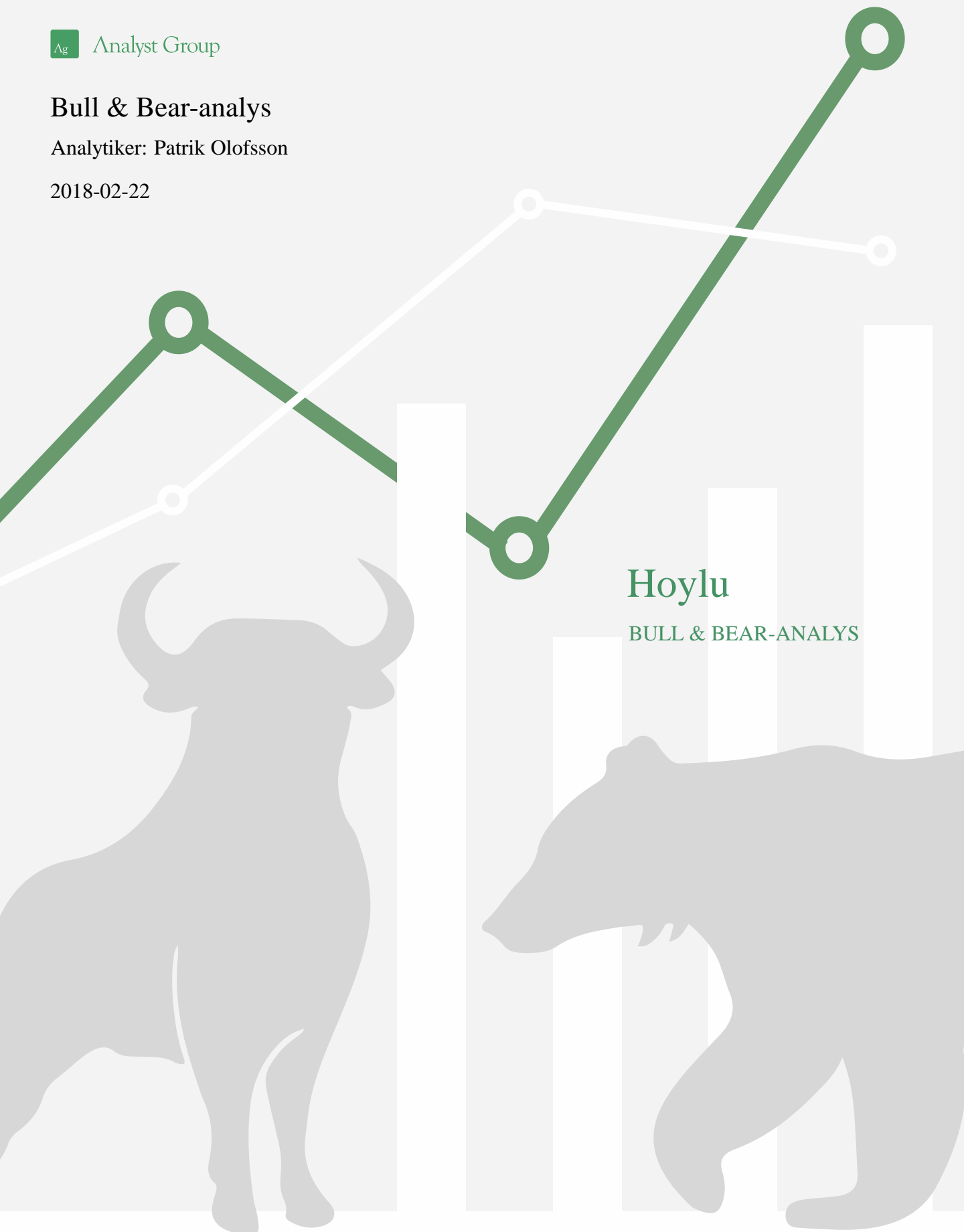


Bull & Bear-analys

Analytiker: Patrik Olofsson

2018-02-22



Hoylu

BULL & BEAR-ANALYS

Introduktion



Värde drivare



Historisk Lönsamhet



Risk



Ledning & Styrelse

- » **Hoylus omsättning under 2017 högre än väntat.** Med tanke på de initiala orders Hoylu levererat under 2017 bedöms förutsättningarna vara goda för att försäljningen ska fortsätta öka under 2018. Med den riktade emissionen under december 2017 är kassan påfylld och under H1-18 räknar vi med ett första kvartal där *break-even* resultat uppnås.
- » **Hoylus affärsmodell är skalbar och möjliggör höga bruttomarginaler.** En del i Hoylus affärsmodell är att erbjuda mjukvara (Hoylu Suite) via traditionell licensiering och som abonnemangstjänst. Det ger upphov till återkommande intäkter, god bruttomarginal och förutsägbara kassaflöden.
- » **Värderas till P/S 1,5 på 2018 års prognos.** I ett Base scenario prognostiseras Hoylu omsätta ca 63 MSEK för 2018. Med börsvärde (Market Cap) om ca 92 MSEK (2018-02-21) handlas Hoylu till ett forward-P/S om 1,5 på 2018 års prognos.
- » **Hoylu är ännu inte lönsamma.** Hoylu måste fortfarande nå lönsamhet och bevisa att affärsmodellen fungerar. Tillgänglig kassa antas per sista februari 2018 uppgå till ca 11,7 MSEK. Givet beräknad burn rate är Hoylu finansierade till sommaren 2018, allt annat lika.

HOYLU	2017A	2018E	2019E
P/S	3,4	1,5	0,7
EV/S	3,4	1,5	0,7
	BIMobject	Citrix	Globalt branschsnitt
P/S	19,2	4,7	6,6
EV/S	17,8	4,8	7,3

ANALYTIKER

Patrik Olofsson patrik.olofsson@analystgroup.se

Adress AG Equity Research AB
Riddargatan 35
114 57 Stockholm

Hemsida www.analystgroup.se

HOYLU

Aktiekurs (2018-02-21)	6,17
v. 52 högsta / lägsta	13,28 / 2,84
Antal aktier	14 865 711
Börsvärde (MSEK)	91,7
Nettoskuld (MSEK)	0,5
EV (MSEK)	92,2
Sektor	Informationsteknik
Lista / kortnamn	First North/HOYLU
Årsredovisning 2017	2018-04-17

UTVECKLING

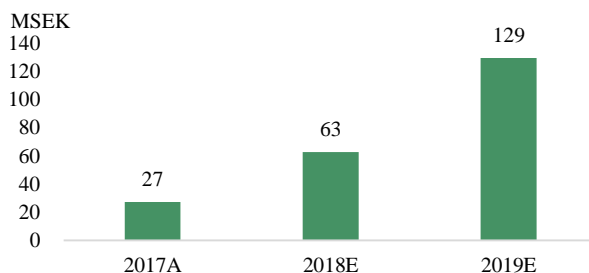
1 månad	-40,1 %
3 månader	+18,7 %
1 år	+15,3 %
YTD	-20,4 %

HUVUDÄGARE¹

Avanza Bank	26,8 %
SEB Bank	18,7 %
Nordea Bank	12,2 %
DNB Bank	12,1 %
Svenska Handelsbanken	8,8 %

Verkställande Direktör (VD)	Stein Revelsby
Styrelseordförande	Mats Andersson

Omsättningsprognos



Värde drivare

Ökad andel mjukvaruförsäljning via licensiering och abonnemang.

Fler globala OEM-avtal, exempelvis likt tidigare avtal med NEC.

Återkommande kunder med högre ordervärden.

Bundling med hårdvaruleverantörer (likt LG) där Hoylus mjukvara är förinstallerad.

Utveckling av nya produkter och lösningar.

Innehåll

Patrik Olofsson (analytiker) äger ej aktier i Hoylu

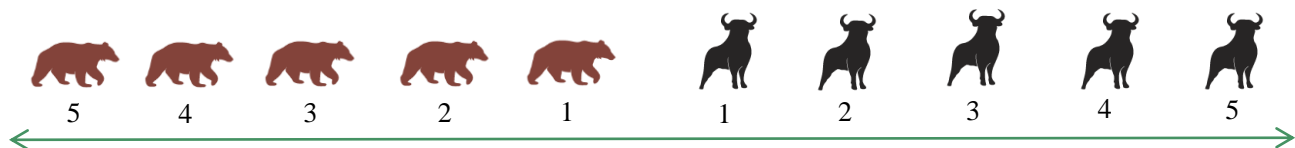
Kommentar Q4-17	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknad	7
Finansiell prognos	8
Värdering	9
Bull & Bear	10
Kassaflödesanalys	11
VD-intervju, Stein Revelsby	12
Ledning och styrelse	13-14
Disclaimer	15

Förtydligande av rating

Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

Lägsta betyg

Högsta betyg



Bolagsbeskrivning

Hoylu AB ("Hoylu" eller "Bolaget") levererar mjuk- och hårdvarulösningar för användning vid presentationer, idéskapande och samarbete med fokus på användarupplevelsen. Hoylu säljer sina lösningar för kreativt samarbete (s.k. creative collaboration) kombinerat med displayer och teknologier för intuitiv input. Det inkluderar även Internet-of-Things (IoT) och teknik för att förenkla samarbeten och arbetsprocesser mellan olika geografiska platser, för att uppnå högre effektivitet och kreativitet.



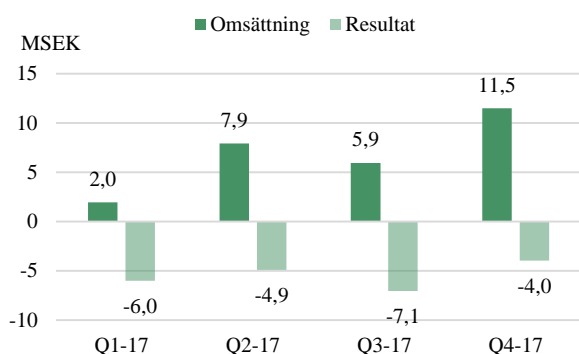
Kommentar Q4-17

Omsättningen var högre än estimerat för Q4-17. Samtidigt var kostnaderna, både på brutto- och rörelsenivå, något högre än väntat vilket resulterade i lägre marginaler än estimerat. Bruttomarginalen kom in på 68 % för helåret 2017, att jämföra med vår prognos om 70 %. En förklaring till detta är den produktmix av hård- och mjukvara Hoylu idag har, där större andel hårdvara levererats under Q4-17 än vad vi utgått från.

Omsättning och resultat

Under Q4-17 omsatte Hoylu 11,5 MSEK (5,9 MSEK Q3-17) med en bruttomarginal på 67 % (67 % Q3-17). Periodens resultat uppgick till -3,9 MSEK (-7,0 MSEK Q3-17).

Under tredje kvartalet fanns inga engångskostnader.



Under 2017 uppgick omsättningen till 27,3 MSEK. Tidigare gjorda prognoser utgick från att Hoylu skulle omsätta omkring 26 MSEK för 2017, vilket således visade sig vara något konservativt.

Analyst Group prognostiserar att Hoylu omsätter omkring 63 MSEK för 2018, med ett rörelseresultat (EBIT) om 1,8 MSEK.

Finansiell ställning

Bolagets egna kapital per den 31 december 2017 uppgår till 27,3 MSEK och de räntebärande skulderna till ca 5 MSEK. Likvida medel uppgick vid utgången av december till 4,5 MSEK. Den riktade emissionen under slutet av december 2017 ingår inte i den utgående kassan för perioden. Med hänsyn till senaste tidens burn rate antas kassan per den sista februari 2018 uppgå till ca 11,7 MSEK. Med en burn rate om 2,7 MSEK/månad antas Hoylu vara finansierade till sommaren 2018, allt annat lika. Viktigt under H1-18 blir således att bevaka både försäljningsutvecklingen och kostnadsmassan på rörelsenivå.

Intressanta orders under H2-17

Under H2-17 har Hoylu levererat flera affärer till stora och, enligt Hoylu, branschledande aktörer inom byggnad och fastigheter, konsumentprodukter, e-handel, banker och inom kryssning- och sjöfartsindustrin.

Hoylu har även ingått ett partnerskap med LG Electronics USA Business Solutions som innebär att Hoylus mjukvara ingår i LG:s touchskärmar. Hoylu har tidigare kommunicerat att deras avsikt är att ingå i tredje parts hårdvara genom s.k. produktbundling.

Tidigare i september 2017 kommunicerade Hoylu att de ingått en avsiktsförklaring med BIMObject som beskriver båda företagens avsikt att samarbeta på den globala byggmarknaden och gentemot arkitekt- och ingenjörbranschen. Synergieffekter som kan uppstå mellan parterna och deras respektive lösningar är intressanta att följa utvecklingen av framgent.

Under november 2017 vann Hoylu en offentlig upphandling och erhöll orders gällande flera högre lärosäten i Förenade Arabemiraten. Uppskattat ordervärde under 2018 om 15 MSEK har kommunicerats.

Fjärde kvartalet 2017

Hoylu skriver följande i Q4-17-rapporten:

Vår utmaning är nu att förkorta försäljningscyklerna från pilotstadiet till företagsutrullning, utbilda säljare och att följa efterfrågan.

Hoylu har under hösten kommunicerat flera orders som kan komma att skalas upp under 2018. Det är viktigt att de initiala orders Hoylu har levererat resulterar i återkommande orders för att försäljningen ska fortsätta öka i hög takt.

Partnerskap och avsiktsförklaringen med LG respektive BIMObject kan ge en positiv effekt under 2018. Hoylu har kommit i kontakt med flera nätverk och levererat flera initiala orders. Givet lyckade leveranser och nöjda kunder, antas Hoylu ha goda förutsättning för att öka försäljningen under 2018

Avslutande ord

Hoylus omsättning under 2017 var något högre än väntat och med tanke på hur många initiala orders Hoylu levererat under 2017 bedöms förutsättningarna vara goda för att försäljningen ska kunna skalas upp under 2018. Vi ser fortsatt positivt på Hoylus framtid och affärsmodellen, med mjukvaran, är skalbar och möjliggör goda bruttomarginaler. Under H1-18 räknar vi med ett första kvartal med *break-even* resultat.

Investeringsidé

Hoylu AB grundades oktober 2016 och erbjuder idag hård- och mjukvarulösningar till företag med syfte att främja samarbete, kreativitet och idéskapande med en förhöjd användarupplevelse. Genom en rad förvärv under 2017 har Hoylu skraddarsytt organisationen och är nu särskilt positionerade att dra nytta av marknadspotentialen inom enterprise collaboration.

Marknaden för enterprise collaboration antas fortsätta växa framöver

Den globala marknaden för enterprise collaboration förväntas växa med 13,1 % per år till 2021, för att då uppgå till ett värde om 49,5 mdUSD. Marknaden för mjukvarusystem som används inom enterprise collaboration förväntas nå ett värde om 8,4 mdUSD år 2020. Hoylu har identifierat flera trender som driver efterfrågan:

- Globalisering.
- Samarbeten mellan team och företag sker i allt större utsträckning oberoende av geografisk plats, vilket skapar behov av nya och effektiva samarbetssystem.
- Innovativa lösningar för företag för att på så sätt behålla konkurrenskraft.
- Mer avancerad teknik ökar efterfrågan på specialister.

Hoylu gynnas av dessa marknadstrender och Bolagets adresserbara marknad definieras som företag med fler än 50 anställda. Enligt OECD SDBS (2013) uppskattas antalet företag med fler än 50 anställda uppgå till 640 000 i USA, Europa och Ryssland.

Skalbar affärsmodell möjliggör exponentiell tillväxt

Affärsmodellen som innebär att Hoylus mjukvara (Hoylu Suite) erbjuds via traditionell licensiering och som abonnemangsmode ll ger återkommande intäkter och förutsägbara kassaflöden. Då mjukvaran enkelt kan installeras av kunden, utan några direkta kostnader är affärsmodellen skalbar med höga bruttomarginaler.

Vidare avser Hoylu inkludera sin mjukvara i tredje parts hårdvara genom s.k. *bundling*. T.ex. när en hårdvaruleverantör säljer interaktiva storformats-skärmar så skulle Hoylus mjukvara kunna ingå. Hoylu kommunicerade ett sådant avtal med LG i oktober. Beroende på aktörers storlek och intäkter från affärssegmentet kan Hoylu öka omsättningen

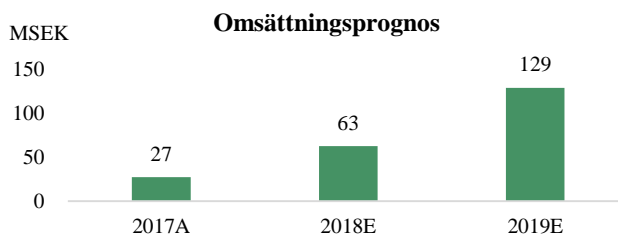
avsevärt och erhålla löpande intäkter, direkt från kund eller hårdvaruleverantören.

Hoylu har levererat flera orders under 2017 som kan komma att skalas upp under 2018

Hoylu har under 2017 levererat ett flertal orders till olika aktörer runt om i världen. De initiala ordervärdena, när dessa har kommunicerats, har generellt varit låga. Det kan förklaras av den försäljningsstrategi som Hoylu har, dvs. att kunder erbjuds mindre orders initialt, vilka sedan kan komma att skalas upp. Med tanke på hur många orders som Hoylu levererat under 2017 finns det goda chanser att samma aktörer under 2018 kommer tillbaka och gör större beställningar. Ett exempel är den order som gick till lärosäten i Förenade Arabemiraten, vilken inbringade 5 MSEK under 2017. Ordern kan komma att följas upp under 2018 till fler lärosäten, med ett potentiellt ordervärde om 15 MSEK.

Handlas till P/S 1,5 på 2018 års prognostiserade omsättning

Hoylus verksamhet utgår från mer än tio års forskning och erfarenhet och värderas till ca 92 MSEK (2018-02-21) samtidigt som Bolaget prognostiseras omsätta ca 63 MSEK 2018. BIMobject, ett bolag som har likheter med Hoylu, grundades 2011 och har idag ca 130 anställda med verksamhet i mer än 10 länder över hela världen. Lösningarna omfattar digitaliseringen av byggindustrin och BIMobject erbjuder s.k. BIM-objekt (*Building Information Modeling*). BIMobject noterades på First North 2014 och är värderat till ca 1,6 mdSEK med en försäljning på ca 85 MSEK (2017), vilket innebär en värdering omkring P/S 19. Hoylus värderas till P/S 1,5 på 2018 års prognos.



Hoylu är ännu inte lönsamma

Att skala upp försäljningen och öka lönsamheten är en utmaning och Hoylu måste växa med bibehållen kostnadskontroll, något Bolaget klarat bra under 2017. Givet att antagen kassa i slutet av februari 2018 uppgår till ca 11,7 MSEK, och nuvarande burn rate, är Hoylu finansierade till sommaren 2018, allt annat lika. Viktigt under H1-18 blir således att bevaka både försäljningsutvecklingen och kostnadsmassan på rörelsenivå.

Bolagsbeskrivning

Hoylu grundades hösten 2016 av Stein Revelsby som tidigare har varit VD för Anoto. När han lämnade Anoto handplockade han ett antal medarbetare att inkludera i Hoylu och sin vision om att bli det ledande företaget för innovativa samarbetslösningar. Sedan hösten förra året har Hoylu genomgått en intensiv uppbyggnadsfas av organisationen:



Huddlewall är en stor interaktiv väggskärm där en arbetsyta på ca 2–11 meter i bredd kan skapas. Det, i kombination med teknik från Anoto och Hoylus mjukvara i Hoylu Suite, ger användaren god översikt och möjligheten att arbeta med stora mängder data och innehåll.

Hoylu Suite är en mjukvaruportfölj som består av fyra applikationer: *Flow*, *Sketch*, *Paper* och *Insight*. Programmen kan användas lokalt eller via molnet om användaren i realtid vill ansluta från flera olika geografiska platser. Mjukvaran kan användas fristående eller i kombination med programvara från tredje part, t.ex. Adobe, Autodesk, Microsoft, Cisco, Zoom m.fl. Mjukvaran kan användas via mobiltelefon, dator, på stora skärmar, touch-bord och Huddlewalls.

Hoylus adresserbara marknader

Hoylu bedömer att företag med fler än 50 anställda kommer vara den huvudsakliga kundgruppen för Bolagets produkter och lösningar. Enligt statistik från OECD SDBS (2013) finns ca 640 000 stycken företag med minst 50 anställda på Hoylus huvudmarknader.

Affärsmodell

Hoylus långsiktiga affärsmodell är försäljningen av Hoylu Suite som erbjuds till kunder via traditionell licensiering och som en abonnemangsmo- dell, där kunden betalar t.ex. per månad eller år. Framöver vill Hoylu även bundla sin mjukvara med tredje parts hårdvara, t.ex. storformatsskärmar och displayer. Avtal med LG har redan tecknats gällande detta.

Hoylu arbetar även med lösningar för s.k. Smart Offices och Smart Buildings, där Hoylu kan arbeta tillsammans med kunden för att ta fram rätt lösning. Det bidrar till ökad insikt i kundens behov, vilket gör att Hoylu kan förbättra och anpassa sina lösningar löpande. Ett exempel på sådant projekt är det som pågår tillsammans med ett USA-baserat kryssningsföretag, vilka Hoylu inledde samarbete med under våren 2017. Som ett resultat av samarbetet skapades just applikationen *Insight*, som numera ingår i Hoylu Suite.

På kort- till medellång sikt erbjuder Hoylu bundling av egen hård- och mjukvara (t.ex. likt Huddlewall). Det är nödvändig för att förbereda marknaden för Hoylus lösningar samt bygga upp kassaflöde på kort sikt.

Go-to-market-strategi

Hoylu arbetar idag med en vertikal strategi där Bolaget fokuserar på bl.a. fastighets- och byggbranschen som består av allt från arkitekter, byggbolag och försäljningsaktörer. Hoylu riktar sig också mot aktörer verksamma inom utbildningsindustrin, och har tidigare erhållit orders från olika lärosäten runtom i världen.

Hoylu ser även möjligheter till partnerskap med tredje part som erbjuder applikationer för *Project Management Tools* eller *Lean Planning Tools*. Hoylu har ingått avsiktsförklaring med BIMobject som beskriver parternas avsikt att samarbeta på den globala byggmarknaden.

Mål och utmaningar

Hoylu har tidigare kommunicerat att de avser prestera en bruttomarginal över 70 procent. I rapporten för Q4-17 skriver Hoylu under "Future Outlook" att utmaningen nu är att förkorta försäljningscyklerna från pilotstadiet till företagsutrollning, utbilda säljare och att följa efterfrågan.

Marknad

Creative collaboration är en undermarknad för enterprise collaboration systems, vilket kan beskrivas som system liknande sociala medier, där anställda kan dela information (internt och externt) och arbeta tillsammans oberoende av geografisk position.

Fem exempel på trender som förväntas driva efterfrågan av system inom enterprise collaboration är:

Globalisering

Digitaliseringens framväxt i samhället

Företags behov av innovativa lösningar

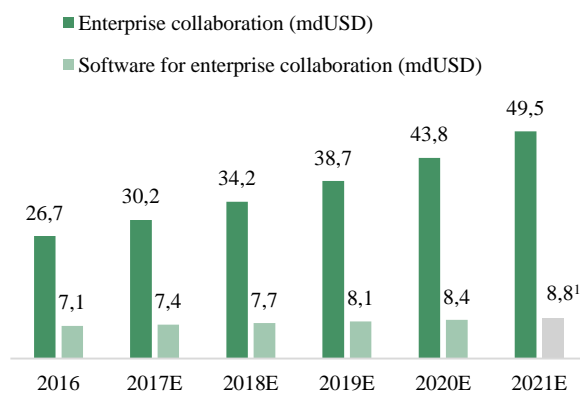
Samarbetsmöjlighet oavsett geografisk plats

Ökad efterfrågan på specialisering

Marknaden förväntas fortsätta växa

Den globala marknaden för enterprise collaboration förväntas växa från en storlek om 26,7 mdUSD till 49,5 mdUSD mellan 2016 och 2021, motsvarande en genomsnittlig årlig tillväxt (CAGR) om ca 13,1 %.

Den globala marknaden för de mjukvarusystem som används inom enterprise collaboration estimeras växa från 7,1 mdUSD till 8,4 mdUSD mellan 2016 och 2020.



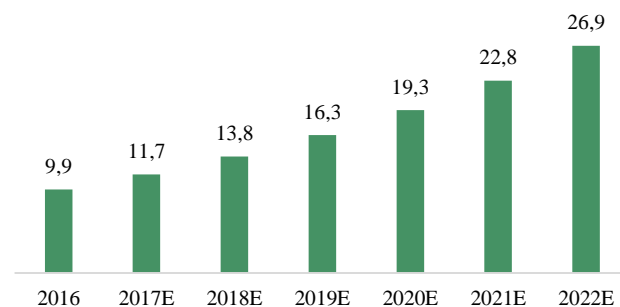
Källa: Apps run the world, 2016.

Den breda teknikutvecklingen skapar fler sätt att applicera mjukvarulösningar

Mjukvaran som utvecklas för creative- och enterprise collaboration kan appliceras på flera olika sätt när teknik inom bredare fält utvecklas, t.ex. utvecklingen av IoT, 3D-ljud, VR, AR och utveckling av mer avancerade storformatsskärmar och touch-displayer.

Gällande storformatsskärmar är det vanligt att dessa kombineras med inbyggd mjukvara för att höja användarupplevelsen. Marknaden för interaktiva storformatsskärmar förväntas växa från 9,9 mdUSD till 26,9 mdUSD mellan 2016 och 2022, vilket motsvarar en årlig genomsnittstillväxt (CAGR) om 15,5 %.

Marknadsstorlek för interaktiva storformatsskärmar (mdUSD)



Källa: MarketsandMarkets.

3D-ljud kan kortfattat beskrivas som teknik som gör att ljudet uppfattas komma från en annan plats än där ljudkällan är placerad. Enligt en rapport publicerad av MarketsandMarkets (2015) kan marknaden för 3D-ljud nå en storlek om 2,1 mdUSD år 2020, att jämföra med 2015 då marknadsstorleken uppskattades till 0,8 mdUSD.

Goldman Sachs estimerar i en marknadsrapport från 2016 att hård- och mjukvarumarknaden för VR-teknik kan komma att nå ett värde om 79 mdUSD år 2025.²

Viktiga drivkrafter till fortsatt efterfrågan av lösningar inom enterprise collaboration

De teknologiska framstegen inom de olika segmenten gällande IoT, 3D-ljud, VR, AR och interaktiva storformatsskärmar skapar nya möjligheter för företag att tillämpa system och mjukvara inom enterprise collaboration. Ny teknik i kombination med ökat behov av kommunikation, mer komplexa marknadsklimat, större arbetsplatser och viljan att fortsätta växa är viktiga drivare till efterfrågan av lösningar inom enterprise collaboration.

Finansiell prognos

Värderingen av Hoylu utgår från en multipelvärdering som utgår från perioden 2018-2019 och en kassaflödesanalys (DCF). För perioden 2018-2019 presenteras även ett Bull- och ett Bear scenario på sida 9. Om än en indirekt implikation, kan det förtydligas för läsaren att färre, fler eller andra kombinationer av faktorer i nedan angivna resonemang är möjliga. Gjord multipelvärdering indikerar ett potentiellt värde per aktie om 13 SEK på 2018 års prognos (Base), jämfört med DCF-värdet om 11 SEK per aktie.

Hoylu har tidigare kommunicerat ett antal orders som erhållits från olika kunder. Under första halvåret 2017 har Hoylu meddelat att avtalet med det USA-baserade kryssningsföretaget kommer generera intäkter om ca 16,3 MSEK över en femårsperiod, vilket i genomsnitt motsvarar intäkter om 0,8 MSEK per kvartal. Leveransen antas ha påbörjats under Q2-17. Avtalet med ryska Polymedia innebar ett lägsta försäljningskrav om 13 MSEK över en treårsperiod, vilket i genomsnitt motsvarar intäkter om ca 1,1 MSEK per kvartal.

Framöver förväntas Hoylu erhålla intäkter från olika intäktskällor. Hoylu antas i viss utsträckning fortsätta sälja egen hårdvara, t.ex. Huddlewalls, kombinerat med Hoylu Suite. Denna del i affärsmodellen förväntas successivt övertas av mjukvaruförsäljning via licensiering och abonnemang, samt ambitionen att inkludera mjukvaran hos hårdvaruleverantörer (likt befintligt avtal med LG). Under andra halvan av 2017 har Hoylu kommunicerat flertalet ordrar som kan komma att skalas upp under 2018. En viktig order var t.ex. den till lärosäten i Förenade Arabemiraten, där det potentiella ordervärdet under 2018 uppskattats till 15 MSEK.

Huddlewall och Hoylu Suite

Ordervärdet för denna typ av lösning kan variera beroende på vilka komponenter kunden önskar. Under våren 2017 meddelade Hoylu att byggbolaget Suffolk beställt sju Huddlewalls, där ordervärdet uppgick till 2,2 MSEK vilket i snitt innebär ca 0,3 MSEK per Huddlewall-lösning. Denna del i affärsmodellen antas minska under 2018 relativt försäljningen av mjukvarulicenser, abonnemang och direkt-bundling med hårdvaruleverantörer.

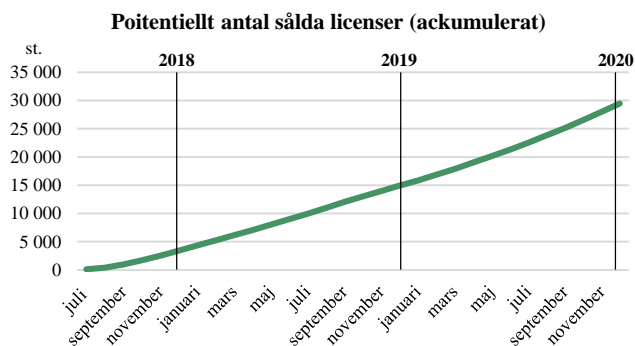
Hoylu Suite

Hoylu har kommunicerat att försäljningen av mjukvarulicenser och abonnemang kommer stå för majoriteten av intäkterna, där prisbildningen antas kunna variera från kund till kund. Det är tänkbart att Hoylu initialt kan ge ut vissa licenser kostnadsfritt, för att få tag i kunden.

Prysm, ett företag som erbjuder liknande tjänster och lösningar som Hoylu, uppskattas debitera kund omkring 59 USD (ca 480 SEK) per licens och månad. Konservativt antas Hoylu i genomsnitt debitera kunder 30 USD/månad per licens. En licens från

Prysm ger inloggningsmöjlighet för en användare, vilken dock flera kan dela på. Hoylu, som adresserar företag med fler än 50 anställda/användare, antas sälja i genomsnitt 10 licenser till respektive företag vilket genererar intäkter om ca 300 USD/månad och företag. Baserat på samtal med Bolaget antas företag använda ungefär 5 licenser per "mötesrum". Vidare antas att 90 % av kunderna väljer att fortsätta efter ett år och hälften av dessa köper ytterligare 10 licenser. Hoylu antas även erhålla en serviceavgift om 20 %.

Hur många licenser Hoylu kan sälja, i vilken takt och exakta prisbilder får utvärderas löpande. Nedan är Analyst Groups estimat för 2017-2019:



Bundling med hårdvaruleverantörer

Hoylu har kommunicerat ambitionen att bundla sin mjukvara med tredje parts hårdvara, och under oktober 2017 meddelade Hoylu att de lanserar ett nytt produktpaket med LG:s 4K Ultra HD Touchskärmar. Paketet innehåller programvaran Hoylu Suite och nya LG touchskärmar vilket idag riktar sig mot den nordamerikanska företagsmarknaden.

Följande räkneexempel illustrerar potentialen i att ingå med mjukvara i tredje parts hårdvara

Sedan juli 2017 finns Hoylus mjukvara tillgänglig på webbplatsen NEC Solutions Zone. Sedan 2007 har NEC Display Solutions sålt ca 1 miljon storformatsskärmar världen över, vilket innebär ca 100 000 skärmar per år i genomsnitt. Vid ett antagande där Hoylu med sin mjukvara skulle ingå i 5 % av den årliga försäljningen 2018 och 10 % 2019, skulle det motsvara mjukvara i 5 000 respektive 10 000 storformatsskärmar. Hoylu antas kunna erbjuda en gratis månad för nya kunder och att 30 % av kunderna faller bort efter ett år. Givet en intäkt om ca 30 USD/månad och licens, innebär det en omsättning om ca 13,1 MSEK för 2018 och ca 36,3 MSEK för 2019.

Värdering

MSEK	2017A	2018E	2019E
Omsättning	27,3	62,8	129,4
Bruttoresultat	18,7	47,1	97,0
Rörelsekostnader	-40,2	-45,2	-81,9
EBIT	-21,5	1,8	15,2

Givet gjorda antaganden och valda inputs erhålls ovan presenterad potentiella omsättning för 2018-2019. Hoylus försäljningsutveckling kommer att bevakas, varför justeringar kan komma att göras löpande och kvartalsvis.

Bruttomarginalen antas till följd av högre andel licens- och abonnemangsförsäljning stiga till 75 % år 2018-2019.

Hoylus rörelsekostnader uppgick under Q4-17 till ca 11,5 MSEK (inkl. avskrivningar). För 2018 och 2019 antas rörelsekostnaderna i genomsnitt uppgå till 11 MSEK/kvartal respektive 20 MSEK/kvartal. Den högre kostnadsmassan närmare 2019 är ett resultat av att Hoylu antas närma sig *break even* och således kan investera mer i personal och marknadsföring.

Multipelvärdering

Eftersom Hoylu förväntas växa i hög takt kan Bolaget värderas som ett tillväxtbolag utifrån en omsättningsmultipel som P/S och EV/S. Givet ovan prognostiserade försäljning handlas Hoylu till följande försäljningsmultiplar:

	2017	2018E	2019E
P/S	3,4	1,5	0,7
EV/S	3,4	1,5	0,7

För att uppskatta en målmultipel undersöks två utvalda peers/alternativinvesteringar, BIMObject och Citrix. För att få ett bredare perspektiv används även ett globalt branschsnitt bestående av 236 bolag som tillhandahåller mjukvarusystem och applikationer.

Det kan tilläggas att Hoylu under september 2017 kommunicerade att de ingått avsiktsförklaring med BIMObject för att samarbeta på den globala byggmarknaden.



BIMObject grundades 2011 och noterades på First North 2014. Med en värdering om ca 1,6 mdSEK (*Market Cap*) och en försäljning om ca 85 MSEK (2017), värderas bolaget omkring P/S 19. Bolaget har ca 130 anställda och är verksamma i mer än 10 länder över hela världen. BIMObject arbetar inom digitalisering av byggindustrin och erbjuder s.k. BIM-objekt (*Building Information Modeling*), vilket kan beskrivas som 3D-modellering för projektering och visualisering. Konceptet att underlätta processer och samarbeten för företag påminner om Hoylus verksamhet.



Citrix är ett amerikanskt bolag grundat 1989. Bolaget är verksamma inom molnbaserade tjänster och tillhandahåller bl.a. mjukvara för att underlätta samarbete och erbjuder produkter som GoToMeeting, ShareFile och molnbaserade lagringslösningar. Bolaget omsätter ca 28 mdSEK, har över 9 000 anställda och är verksamma i omkring 100 länder.

	P/S	EV/S
BIMObject	19,2	17,8
Citrix ¹	4,7	4,8
Globalt branschsnitt	6,6	7,3

¹Källa: Thomson Reuters Eikon, 2017, per 2018-02-16

Av de två nämnda bolagen är BIMObject det mindre och Hoylu har idag mer likheter med det bolaget än Citrix. Citrix är en större aktör med betydligt fler år på marknaden. Skulle det antas att en rimlig värdering av Hoylu är P/S 3, vilket således är en rabatt mot ovan illustrerade värderingar, skulle det motsvara ett *Market Cap* om ca 190 MSEK, eller ca 13 kr per aktie, på 2018 års prognostiserade omsättning. Värderingen baseras på gjorda antaganden.

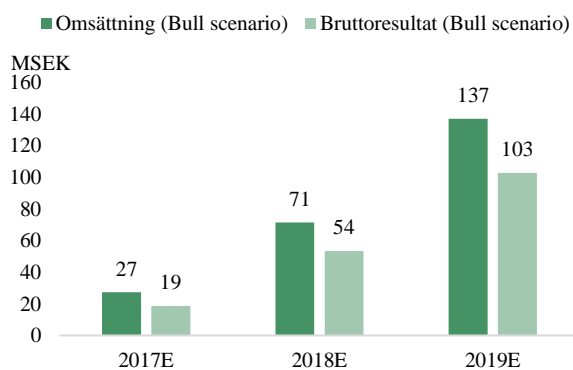
Bull & Bear

Bull scenario

Hoylu har organisationen och produkterna på plats och i en omfattande marknad finns det gott om utrymme att växa. Hoylu har flera olika intäktskällor idag:

- Försäljning av mjukvara via traditionell licensiering och abonnemangstjänster.
- Försäljning av egen hårdvara i kombination med egen mjukvara, t.ex. likt Huddlewall, egna touchskärmar med turnkey-lösningar m.m.
- Projektintäkter för utvecklingen av Smart Offices och Smart Buildings.
- Bundling med tredje parts hårdvara.

I ett Bull scenario antas Hoylu nå en högre marknadsandel i snabbare takt gällande försäljningen av mjukvarulicenser.



Bull scenariot har justerats ned jämfört med tidigare analyser under 2017. Motiveringen är att Hoylu antas även i detta scenario befinna sig på en liknande försäljningsnivå avseende hårdvara. Även om det är fullt möjligt att Hoylu kan ha förutsättningarna att sälja mer hårdvara, antas Bolaget inte fokusera på detta utan kommer istället att satsa på att öka försäljningen av mjukvara.

Tillväxten är dock fortfarande god, där en tillväxt omkring 160 % antas i ett Bull scenario 2018, med en bruttomarginal om 75 %.

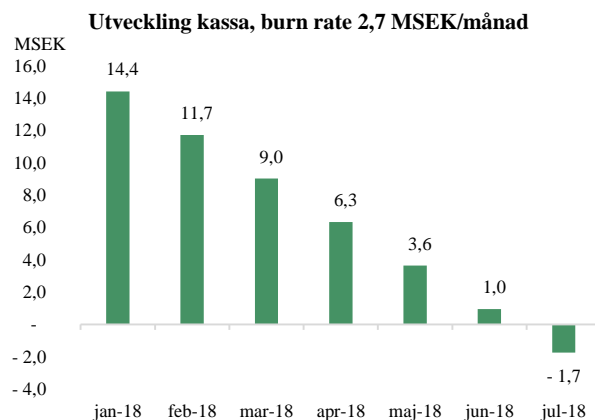
Skulle Hoylu handlas till P/S 3 på 2018 års prognos innebär det ett *Market Cap* om ca 215 MSEK i ett Bull scenario, eller 14,5 kr per aktie.

Bear scenario

Hoylu är ett ungt bolag med höga tillväxtmål. Produkterna i form av hård- och mjukvara har funnits på marknaden tidigare via t.ex. We-inspire och Scalable Display Technologies (Huddlewall) med bevisad försäljningspotential. Genom förvärven av dessa och andra bolag bedöms Hoylu stå på en bra grund. Under 2017 har Hoylu omsatt ca 27 MSEK, vilket är en bra nivå med tanke på att 2017 var Hoylus första hela verksamhetsår. Bolaget går dock fortfarande med förlust, där nettoresultatet för 2017 uppgick till -21,9 MSEK.

December 2017 genomförde Hoylu en riktad nyemission som inbringade ca 15,8 MSEK (före emissionskostnader). I Q4-17 redovisade Hoylu en utgående kassa om 4,5 MSEK (emissionen hade då inte registrerats än).

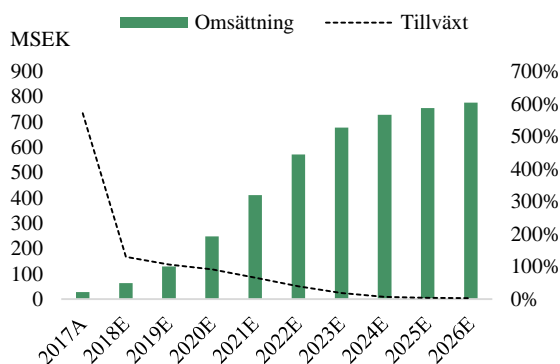
Burn rate under Q4-17 (före finansieringsverksamheten) var 2,7 MSEK per månad. Givet en fortsatt burn rate om 2,7 MSEK/månad sedan den sista december kan det antas att kassan uppgår till ca 11,7 MSEK vid slutet av februari 2018 (där den riktade emissionen under december 2017 adderats i beräkningen). Givet en fortsatt burn rate om 2,7 MSEK per månad så är Hoylu finansierade till början av sommaren 2018, allt annat lika.



På längre sikt, i ett Bear scenario, tar inte försäljningen fart och fasta kostnader gör att resultatet pressas ned. Hoylu kan då komma att behöva söka ytterligare finansiering. Hur Hoylu väljer att finansiera sig då, och vilka möjligheter som finns, återstår i sådana fall att se. Det ska nämnas att Hoylu även kan komma att ta in ytterligare kapital för att tillvarata potentiella tillväxtmöjligheter.

Kassaflödesanalys

Då Hoylu idag anses vara ett tillväxtbolag innebär det att modellen har anpassats jämfört med en värdering av ett mer utvecklat bolag med relativt konstant tillväxt och lönsamhet där befintliga tillgångar genererar kassaflöden. Omsättningen för 2018-2019 framgår ovan och från 2019 förväntas den årliga tillväxttakten sjunka i jämn takt till 2026 för att då uppgå till 3 %.



Den tillväxten antas i *Terminal State*, vilket är det stadie där Hoylu kategoriseras som ett mer utvecklat bolag med stabil tillväxt, marginaler och lönsamhet. En tillväxt om 3 % är ett mer konservativt jämfört med den globala BNP-tillväxten de senaste 50 åren.

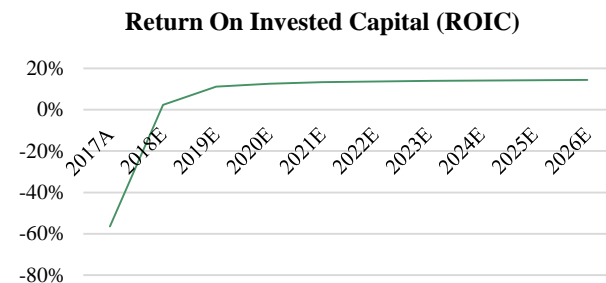
Till år 2019 antas Hoylu nå en EBIT-marginal om ca 12 %. Citrix som befinner sig längre fram i utvecklingskurvan har påvisat en genomsnittlig EBIT-marginal om 14 % de senaste 10 åren. Målmarginal vid *Terminal Year* för Hoylu sätts till 13 %, vilket således är något konservativare.

För att växa förväntas Hoylu inte behöva göra stora kapitalinvesteringar. BIMobject och Citrix uppvisar följande investeringsbehov i förhållande till försäljning:

	<i>Sales-to-Capital</i>
BIMobject snitt	1,0
Citrix 10-årsnitt	4,7
Globalt branschsnitt	0,7

Citrix uppvisar en tydligt högre kapitaleffektivitet jämfört med BIMobject, där Citrix omsättning är ca 4,7 gånger mer än investerat kapital. Det kan argumenteras för att Hoylu idag är mer lika BIMobject gällande storlek och kapitalstruktur, och

således kan uppvisa en liknande kapitaleffektivitet. Hoylu antas dock minska sitt investeringsbehov framgent och i snitt antas en multipel om 1,5 över kommande 10 år. Angivna förutsättningar gällande tillväxt, lönsamhet och kapitaleffektivitet resulterar i följande utveckling av Hoylus ROIC till 2026:



I *Terminal State* antas *Return On New Invested Capital* (RONIC) uppgå till 10 %, där bl.a. Citrixs genomsnittliga ROIC om ca 10,6 % de senaste 10 åren används som riktlinje.

Idag sätts den genomsnittliga kapitalkostnaden (WACC) till 12 %. Kapitalkostnaden förväntas dock minska allt eftersom Hoylu växer vilket kan argumenteras för att minska risken och således den småbolagspremie som adderats i dagsläget. I *Terminal State* sätts WACC till 10 %, vilket är i linje med *Return On New Invested Capital* (RONIC). Då Hoylu fortfarande har mycket att bevisa har en *Probability of Failure* antagits om 20 %, där 5 % av bolagsvärdet (mätt som värdet av framtida diskonterade kassaflöden) antas erhållas.

Känslighetsanalys

För att adressera de osäkerheter som en värdering innebär kompletteras angivet scenario med två andra scenarion, där angivna inputs varierar och en slutlig viktad värdering erhålls.

Scenario	<i>Terminal Growth</i>	<i>Terminal EBIT (%)</i>	<i>Sales-to-Capital</i>
Base	3 %	13 %	1,5
Bull	3,5 %	14 %	1,7
Bear	2 %	11 %	1,1

Scenario	Aktiekurs	Sannolikhet	Viktat värde per aktie
Base	13,2	50 %	11 SEK
Bull	17,3	20 %	
Bear	3,3	30 %	

VD-intervju, Stein Revelsby

Vad tycker du har varit det mest intressanta under fjärde kvartalet för Hoylu?

Det er å få bekreftet at vi har en produkt-portefølje som er rett posisjonert i forhold til kundenes behov.

Under december måned 2017 tog ni in ca 15,8 MSEK genom en riktad nyemission. Kan du berätta lite mer om vad ni kommer använda emissionslikviden till?

Det er working capital for å drive Hoylu til et lønnsomt foretak med høy tilvekst.

Likvida medel vid utgången av 2017 var 4,5 MSEK. Hade den riktade emission som ni gjorde under december (15,8 MSEK) registrerats per den sista december 2017, eller kommer den synas i kassaflödet först under Q1-18?

En vesentlig del ble betalt inn i Q1.

Ni har idag en personalstyrka på totalt 29 personer. Hur ser du på ert behov/möjlighet att anställa mer personal under H1-18?

Vi kommer til å ansette enkelte personer på salg nå som vi ser hvilke store muligheter vi har og deretter ved behov etterhvert som vi vokser.

Under Q4-17 oppgick kostnaderna för R&D till 2,5 MSEK, ca 20 % av Hoylus driftkostnader. Hur bedömer du att denna kostnads massa kommer utvecklas under 2018?

Denne kommer til å være stabil inntil vi når lønnsomhet og deretter marginal økning etter behov. Produktutvikling er ikke den store utmaning nå uten product marketing og salg.

Kan du berätta något kring hur du ser på er orderbok under inledningen av Q1-18, att jämföra med t.ex. inledningen av Q4-17?





Antall leads og pilot prosjekter har øket dramatisk. Nå handler det om å konvertere interessen til salg. Ordrebok er ikke relevant i og med at vi leverer så fort vi får orden.

Vad kommer vara ert främsta fokus under första halvan av 2018?

Salg og product marketing, inklusive support og trening av partnere.

Den 16 februari 2018

Betyg

 4	Värde drivare	Hoylus mjukvara og produkter er redan testade på marknaden og med en nu mer etablerad organisation kan försäljningen komma att stiga kraftigt framgent. Affärsmodellen er skalbar og möjliggör goda bruttomarginaler. Nya ordrar, samarbeiden og utvecklingen av fler produkter og system kan bidra till ökat värdeskapande.
 4	Historisk Lönsamhet	Hoylu som bolag har existerat i mindre än ett år og er idag inte lönsamma. Av den anledningen tilldelas ett lågt betyg, vilket endast grundar sig i Hoylus koncernhistorik og er ej framåtblickande. Uppjustering har dock gjort från Q3-17, då Hoylu börjat visa en bättre lönsamhet på kvartalsbasis. Betyget utvärderas fortsatt löpande.
 3	Risk	Både mjukvaran og hårdvaran Hoylu tillhandahåller har funnits på marknaden en längre tid med bevisad försäljningskapacitet. Det minskar den produktspecifika risken. Den primära risken er att Hoylu dröjer med att nå positivt kassaflöde og således behöver söka extern finansiering, t.ex. genom nyemission eller lånefinansiering, innan verksamheten blir lönsam. Med den riktade emissionen under december 2017 er dock kassan säkrad på kort sikt.
 3	Ledning & Styrelse	Hoylu består av ett erfaret team og VD Stein Revelsby har många tidigare erfaringer, t.ex. från sin tid på Anoto, hvilket kan bidra till att utveckla Hoylu i rätt riktning og undvika fallgropar på vägen. Resterande del av styrelsen er meriterad og har lämpliga kompetenser. För ett högre betyg hade vi velat se større andel insiderägande.
Sammanfattning		Hoylu har snabbt byggt opp organisationen og lagt en grund som består av bevisade produkter, meriterade mjukvaruutvecklare og erfarna säljare. Nu ska försäljningen skalas opp og i en omfattande marknad som förväntas växa, har Hoylu utrymme för att expandera. Det finns en risk att extern finansiering kan behövas om det tar längre tid än väntat att nå lönsamhet. Kassan fylldes dock på under december 2017, og säkrar likviditeten på kort sikt. I dagsläget bör en investerare utvärdera Hoylu halvårsvis för att se om Bolaget rör sig i fortsatt rätt riktning.

Ledning & styrelse



Stein Revelsby

Verkställande Direktör (VD) och styrelseledamot

Aktieinnehav: 318 975 st.

Optioner: 625 900 st.

Stein har varit VD i Hoylu sedan 2016 och tidigare erfarenheter innefattar bl.a. styrelseledamot i Cenium AS och Virtualworks Inc. Han har även varit styrelseledamot och VD i Anoto Group AB. Utöver nuvarande uppdrag i Hoylu sitter Stein i styrelsen för Abyssinia Resources AS och Belle Epoque AS. Stein innehar utbildningen MBE från Norwegian School of Management (BI).



Mats Andersson

Styrelseordförande

Aktieinnehav: 226 104 st.

Optioner: 52 508 st.

Mats är en senior strategisk rådgivare och har erfarenheter från flera ledande befattningsroller, t.ex. som tidigare styrelseordförande i Team Sportia AB, IQS AB och Active Sport Group Europe AB. Han har även varit VD i Anticimex AB. Utöver sitt nuvarande uppdrag i Hoylu är Mats styrelseordförande i Dafo Brand AB, Bluetest AB, Cleanwatertech CWT AB och Azurans Capital Project Insure AB. Han är även styrelseledamot i Un Invest i Norden AB och ZiugDoc AB. Mats har utbildning inom ekonomi, juridik och psykologi.



Karl Wiersholm

Finanschef (CFO) och Legal

Aktieinnehav: 293 975 st.

Optioner: 227 950 st.

Karl har erfarenhet som finanschef från flera bolag, t.ex. Anoto Group AB, Athletic DNA Inc., Doyenz Inc. och i Auction Edge Inc. var han tillfällig finanschef. I Anoto Inc. (dotterbolag) hade han även en roll som styrelseledamot. Utöver sitt nuvarande uppdrag i Hoylu är Karl även styrelseledamot i Athletic DNA Inc. Karl innehar utbildningar som BBA Finance från University of Wisconsin, Juris Doctor (JD) från University of San Diego – School of Law och MS Accountancy från San Diego State University.

Ledning & styrelse



Anna Anderberg

Styrelseledamot

Aktieinnehav: 0 st.

Optioner: 40 000 st.

Anna har tidigare varit Director of Stockholm at The Swedish Trade Federation. Utöver sitt nuvarande uppdrag i Hoylu är Anna näringslivschef i Botkyrka kommun och *retail*-ansvarig på Fabege AB. Hon är även styrelseledamot i Flemingsberg Science Foundation, Botkyrka Södra Porten AB och Nyföretagarcentrum Botkyrka-Huddinge.



Jon Ullmark

Styrelseledamot

Aktieinnehav: 18 273 st.

Optioner: 76 546 st.

Jon har tidigare varit extern VD för C Security Systems AB och utöver sitt nuvarande uppdrag i Hoylu är han styrelseledamot i Azurans Capital Project Insure AB och Dafo Brand AB. Han är även styrelsesuppleant i re-consider AB. Jon innehar utbildningen MSc in Computer Science vid Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm.

Disclaimer

Patrik Olofsson (analytiker) äger ej aktier i Hoylu

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övertvågning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivaren **Hoylu AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Oliver Molse, närstående person till AG, har vi bolag ett konvertibelt skuldebrev där Hoylu är Galdenär.

Analysen avses uppdateras inom 3 månader.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.