

ÖVERSIKT



Formpipe går mot att sälja sina tjänster som en molnlösning, från att tidigare ha krävt installationer på plats. Skalbarheten i den nya affärsmodellen väntas få en positiv inverkan på Bolagets lönsamhet. Samtidigt väntas efterfrågan på ECM-lösningar tillta till följd hårdare regulatoriska krav på data- och informationshantering. I ett Base scenario estimeras på 12 månaders sikt en totalavkastning om 14,7 %.

Formpipe Software AB ("Formpipe" eller "Bolaget") är ett svenskt mjukvarubolag som erbjuder lösningar inom *Enterprise Content Management* ("ECM"). Bolaget vänder sig primärt mot offentliga aktörer och större bolag och erbjuder tjänster för hantering av dokument och information. Majoriteten av kunderna återfinns i Norden men även i övriga Europa och Nordamerika.

50 % återkommande intäkter ger stabilitet. Formpipes primära försäljning består av licensintäkter för de ECM-system som tillhandahålls till kunderna. Då implementering av nya interna system är kostsamt medför det att majoriteten av kunderna förnyar sina licenser, vilket skapar en stabil återkommande intäktström för Bolaget. 2017 uppgick de återkommande intäkterna till 50 %.

Övergång till att erbjuda molntjänst väntas på sikt öka lönsamheten. Från att tidigare enbart sålt lösningar som kräver fysiska installationer hos kunden, har Formpipe under 2017 övergått till att i större utsträckning sälja systemen som en molnbaserad lösning, Software as a Service ("SaaS"). Under 2017 gjordes 110 SaaS-affärer jämfört med 35 stycken under 2016. Totalt sett utgjorde SaaS-försäljningen 35 % av nyförsäljningen. En molnbaserad affärsmodell medför lägre personalbehov för varje enskild kund och fokus läggs istället på produktutveckling och Bolagets interna plattform. Detta väntas få positiv effekt på Formpipes marginaler i takt med att antalet SaaS-kunder ökar. Skiftet i affärsmodell medför även att intäkterna periodiseras över användningsperioden för kunden och redovisas inte direkt när licensiering sker. Således medför anskaffning av nya kunder initialt lägre intäkter mot den tidigare affärsmodellen. Formpipe bedömer själva att omsättningen skulle vara 23 MSEK högre, motsvarande ytterligare 6 % tillväxt, om de intäktsfört med den tidigare modellen.

SaaS-markanden väntas växa med CAGR 19 % till 2020. Den globala ECM-marknaden förväntas växa med en CAGR om drygt 8 % 2015-2020. Tillväxten drivs i stor utsträckning av SaaS-lösningar som väntas växa med 19 % CAGR 2015-2020.¹ Vidare gynnas marknadsförutsättningarna av trender där högre krav ställs på hantering av data och dokumentation. Ett exempel är förordningen från EU, GDPR, som träder kraft maj 2018, vilken reglerar och ställer högre krav på företags hantering och lagring av personuppgifter. Detta väntas medföra större investerings-behov i datalagringssystem vilket bidrar positivt till efterfrågan på Formpipes produkter.

Långa avtalsprocesser och fäkundsberoende. En betydande del av Formpipes kunder utgörs av offentliga institutioner. Detta medför att Bolaget måste delta i offentliga upphandlingar och processer kan bli långdragna. En effekt av detta är att nya kunder

NUVARANDE KURS

14,15 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (2019)

9,73 kr

15,74 kr

19,14 kr

kan tillkomma långsamt vilket slår mot tillväxten. Vidare vänder sig Bolaget även mot stora aktörer och ett mindre antal kunder antas utgöra en stor del av omsättningen. Ett bortfall från någon av dessa kunder skulle kunna få betydande negativa effekter. 2017 utgjorde Bolagets största kund 22 % av omsättningen.

I ett Base scenario väntas Formpipe fortsatt öka antalet SaaS-kunder. Omställningen av affärsmodell och den tilltagande efterfrågan på ECM-tjänster väntas ligga till grund för att tillväxttakten tilltar. Vidare väntas även ökat antal kunder leda till att EBIT-marginalen ökar från 9,6 % 2017 till 12,0 % 2020E.

MSEK	2017A	2018E	2019E
Omsättning	390	410	438
Omsättningstillväxt	3,0 %	5,0 %	7,0 %
EBIT	38	43	53
EBIT-marginal	9,6 %	10,4 %	12,0 %
EV/EBIT	19,7x	17,5x	14,1x

Värderingen baseras på ett års framåtblickande EV/EBIT för en peer-grupp av mjukvarautvecklare. Snittet för peer-gruppen om 15,7x 2018E ger applicerat på Formpipes EBIT 2019E ett motiverat värde per aktie om 15,74 kr 2018E. Tillsammans med en direktavkastning om 3,5 % ges en totalavkastning om 14,7 % på 12 månaders sikt.

Peers ²	EV, MSEK	EV/EBIT R12	EV/EBIT 2018E	EV/EBIT 2019E
Addnode	2333	17,9x	17,2x	12,7x
B3it Management	669	18,2x	10,2x	8,4x
Enea	1356	13,1x	9,1x	7,9x
IAR Systems	3011	28,0x	26,5x	21,6x
Snitt	1842	19,3x	15,7x	12,6x

I ett Bull scenario väntas Bolaget i större utsträckning kunna knyta till sig SaaS-kunder. Omsättningstillväxten estimeras till 7 % 2018E och 9 % 2019E. Ökad SaaS-försäljning väntas även leda till att EBIT-marginalen stiger till 12,9 % 2019E. Givet en targetmultipl om EV/EBIT 17x ges ett motiverat värde per aktie om 19,14 kr. Tillsammans med direktavkastningen om 3,5 % motsvarar det en totalavkastning om 38,8 %

I ett Bear scenario väntas trögrörligheten i kundbearbetningen förverkligas och omsättningen förväntas växa med 1 % 2018E och 2019E. Till följd av stagnationen i tillväxt väntas EBIT-marginalen sjunka till 8,9 % 2019E. Givet en targetmultipl om EV/EBIT 14,5x ges ett motiverat värde per aktie om 9,73 kr. Tillsammans med direktavkastningen om 3,5 % motsvarar det en total nedsida om -27,7 %

¹ Formpipe årsredovisning 2017, Formpipe, 2018.

² Bloomberg.

DISCLAIMER

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 frånsäger 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.

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 övervägning 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

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Innehavsredovisning

Analyst Group äger aktier i: Drillcon, Alcadon Group, DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group, Nordic Leisure, Sleepo, Aspire Global och Nordic Waterpoofing.

Jakob Lembke äger aktier i: Alcadon Group, Aspire Global, DDM Holding, TalkPool, Stillfront Group, Nordic Leisure och Nordic Waterpoofing.

Jacob Andersson äger inga aktier.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Analysen har ingen planerad uppdatering.

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.