

Opter (OPTER)



Väl positionerade för framtiden

Opter AB ("Opter" eller "Bolaget") är en marknadsledande leverantör av mjukvara för transportplanering i Norden. Mjukvaran levereras som en prenumerationstjänst (SaaS) via server- eller molndrift, vilket medför en hög andel återkommande intäkter. Opter väntas kapitalisera på det ökade behovet av effektivisering, samt exekvera på Bolagets tydliga tillväxtplan, vilken bl.a. innefattar att öka marknadspenetrationen inom Norden. Analyst Group prognostiserar en stark tillväxt avseende både nettoomsättning samt EBITDA-resultat framgent, drivet av realiserade skalfördelar. Baserat på ett estimerat EBITDA-resultat om 23,5 MSEK år 2024, en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 17,5x, samt en diskonteringsränta om 12,1 %, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 61,2 kr i ett Base scenario.

Behov av effektiviseringar driver marknaden

Opters adresserbara marknad i Norden uppgår till ca 200-300 MSEK/år¹, motsvarande 1 250 potentiella kunder i behov av transportplaneringssystem. Marknaden för TMS² i Europa estimeras växa från 1,1 mdEUR under år 2022 till 1,8 mdEUR år 2027, motsvarande en årlig tillväxttakt ("CAGR") om 11,4 %³. Marknadstillväxten förväntas drivas av flera faktorer, bl.a. av att transportföretagen verkar i en konkurrensutsatt bransch som präglas av låga marginaler, vilket medför ett ökat behov av effektivisering. Nya krav från transportköpare ökar även behovet av moderna transportplaneringssystem, vilket är ytterligare en faktor som förväntas driva tillväxten framgent.

Marginalexpansion förväntas framgent

Vid utgången av Q2-23 hade 43 % av Bolagets kunder övergått till molndrift, vilket är steg i rätt riktning för antagen strategiplan som implementerades år 2021. En högre andel kunder som övergår från server- till molndrift banar väg för tillväxt i den genomsnittliga återkommande intäkten per kund (ARRPA). Till följd av ökade kostnader i samband med etableringen i Danmark och Finland har rörelsemarginalen hämmats från att nå det långsiktiga målet om minst 30 %. Opter anses vara väl positionerade för att exekvera på Bolagets tillväxtstrategi, vilket väntas realisera den operationella hävstången i affärsmodellen. Således estimeras Bolagets EBIT-marginal öka från 18,4 % år 2022 till 28,3 % år 2025, till följd av att de återkommande intäkterna estimeras växa snabbare än rörelsekostnaderna.

Unik marknadsposition inom transportbranschen

Opters marknadsledande transportplaneringssystem utgör navet i affärsverksamheten för ca 500 transportföretag inom Norden. Den verksamhetskritiska mjukvaran integreras med andra system, vilket gör det mer kostsamt och komplext att byta leverantör, något som Bolagets låga justerad churn om 1 % vittnar om. Låg churn i kombination med höga byteskostnader påvisar affärsmodellens *stickiness*, vilken genererar återkommande och förutsägbara intäktsströmmar, tillika kassaflöden. Med en solid och skuldfri balansräkning är Opter därmed väl rustade för att hantera även sämre konjunkturtider.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
37,4 kr

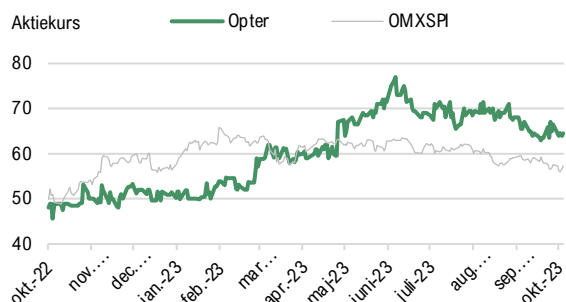
Base
61,2 kr

Bull
86,8 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-10-09)	64,0
Antal Aktier (st.)	6 000 000
Market Cap (MSEK)	384,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-17,3
Enterprise Value (MSEK)	366,7
Lista	First North Stockholm
Kvartalsrapport 3 2023	2023-10-27

KURSUMVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Joktor AB ⁴	16,4 %
Ole Kjørrefjord	12,4 %
Avanza Pension	6,9 %
Johan Frisk	6,4 %
Viktor Edlund	6,4 %

Prognoser (MSEK)

	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	65,5	79,7	95,2	108,1
Nettoomsättningstillväxt	16,6%	22,1%	19,4%	13,6%
Övriga externa kostnader	-17,8	-20,7	-23,8	-26,0
Personalkostnader	-35,9	-44,0	-48,6	-52,4
EBITDA	12,2	15,6	23,5	30,6
EBITDA-marginal	18,6%	19,6%	24,7%	28,3%
EV/S	5,6	4,6	3,9	3,4
EV/EBITDA	30,1	23,4	15,6	12,0
EV/EBIT	30,4	23,6	15,6	12,0

¹Opters IPO-prospekt 2021

²Transportation Management Systems

³Berg Insight (2023)

⁴Ägs gemensamt av Viktor Edlund och Johan Frisk

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Bolagsbeskrivning	4-5
Marknadsanalys	6
Finansiell prognos	7-8
Värdering	9-11
Ledning & Styrelse	12-13
Appendix	14-15
Disclaimer	16

OM BOLAGET

Opters marknadsledande transportplaneringssystem utgör navet i affärsverksamheten för ca 500 transportföretag i Norden. Bolagets mjukvara för administration, planering och kommunikation av transportuppdrag levereras som en prenumerationstjänst (SaaS) via server- eller molndrift. Bolaget grundades år 2002 och har sedan dess etablerat en stark position i Norden med en marknadspenetration överstigande 50 % på den svenska samt norska marknaden. Opters kunder består huvudsakligen av små och medelstora transportföretag som utför godstransporter inom B2B. Bolaget är noterade på Nasdaq First North Growth Market sedan år 2021.

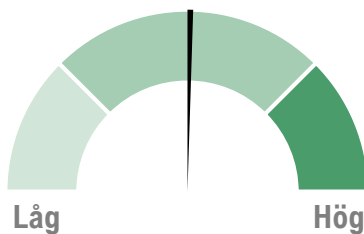
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Viktor Edlund
Styrelseordförande	Ole Kjørrefjord

ANALYTIKER

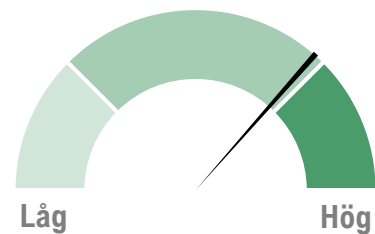
Namn	Oscar Mårdh
Telefon	+46 76 044 29 70
E-mail	oscar.mardh@analystgroup.se

Värde drivare



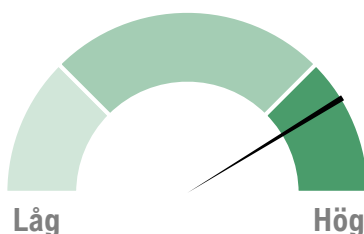
Opter besitter en stark position på den nordiska marknaden med en marknadspenetration överstigande 50 % i Sverige och Norge. Bolaget har en tydlig tillväxtplan för att vinna ytterligare marknadsandelar framgent och förväntas kapitalisera på det ökade behovet av effektiva mjukvarulösningar inom branschen. I takt med att skalbarheten i affärsmodellen realiserats förväntas en marginal-expansion framgent, vilket anses vara en viktig värde drivare.

Lönsamhet



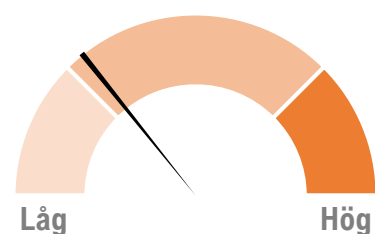
Opter har en historik av stark lönsamhet och har uppvisat positivt resultat på sista raden under samtliga år sedan 2014. Bolagets EBIT-marginal estimeras öka från 18,4 % år 2022 till 28,3 % år 2025. Även om betyget är historiskt grundat och ej framåtblickande bedömer Analyst Group att det finns fortsatt utrymme för högre marginal.

Ledning & Styrelse



Opters ledning besitter lång erfarenhet och kompetens från transportplaneringsbranschen. Det sammanlagda insynsägandet uppgår till 52 %, varav VD Viktor Edlund samt produktansvarig Johan Frisk äger ca 14,6 % vardera, både privat samt via bolag. Det höga insynsägandet ingjuter förtroende samt talar för att ledning och styrelse kommer att agera i aktieägarnas främsta intresse framgent.

Risk



Den finansiella risken bedöms vara låg då Bolaget innehar en solid balansräkning med en nettokassa om 17,3 MSEK vid utgången av Q2-23, samt en historik av att leverera starka kassaflöden. Opters höga andel återkommande intäkter (>80 %) samt låga churn (~5 %) bidrar till förutsägbara intäktsströmmar, tillika kassaflöden, vilket hämmar den finansiella risken ytterligare. En låg likviditet i aktien är dock en risk att beakta.

**200-300 MSEK/ÅR
TAM I NORDEN**

**> 50 %
MARKNADSANDEL
SVERIGE & NORGE**

**> 80 %
ÅTERKOMMANDE
INTÄKTER**

**108 MSEK
ESTIMERAD
NETTOOMSÄTTNING
ÅR 2025**

Opter väntas kapitalisera på transportbolagens ökade behov av effektivisering

Opter har under de senaste åren byggt upp ett marknadsledande verksamhetssystem för små och medelstora transportbolag i Norden. Bolaget adresserar ett fåtal utvalda segment inom transportmarknaden, primärt transportföretag inriktade på godstransporter inom B2B. Genom att erbjuda en mjukvara som digitaliserar transportbolagens verksamhet kapitaliserar Opter på det ökade behovet av effektivisering och automation, vilket medför lägre administrativa kostnader för Opters kunder. Bolaget estimerar att den adresserbara marknaden i Norden uppgår till ca 200-300 MSEK per år, motsvarande 1 250 potentiella kunder i behov av transportplaneringssystem. Marknaden för TMS (Transportation Management Systems) i Europa estimeras växa från 1,1 mdEUR år 2022 till 1,8 mdEUR år 2027, motsvarande en årlig tillväxttakt om 11,4 %. Marknadstillväxten förväntas drivas av flera faktorer, bl.a. att transportföretagen verkar i en konkurrensutsatt bransch som präglas av låga marginaler, vilket medför ett ökat behov av att effektivisera interna processer. Nya krav från transportköpare ökar även behovet av moderna transportplaneringssystem, vilket är ytterligare en faktor som förväntas driva marknadstillväxten.

Goda tillväxtmöjligheter i kombination med en skalbar affärsmodell bäddar för marginalexpansion

Opter etablerades i Norge år 2015 och har sedan dess lyckats uppnå en marknadsandel överstigande 50 %, vilket är i paritet med den svenska marknaden. Sedan dess har Bolaget expanderat till Danmark (2018) och Finland (2020), där Analyst Group estimerar att marknadspenetrationen uppgår till ca 12 % på respektive marknader, vilket möjliggör att vinna ytterligare marknadsandelar i paritet med den svenska och norska marknaden på sikt. Den molnbaserade driftlösningen introducerades under år 2021 och vid utgången av Q2-23 hade 43 % av Bolagets kunder övergått från server- till molndrift. En högre andel kunder som övergår till molnet banar väg för tillväxt i den genomsnittliga återkommande intäkten per kund (ARRPA), med anledning av att Opter tar över ansvaret för driften och således kan ta mer betalt. På grund av ökade personalkostnader i samband med etableringen av lokala dotterbolag i Danmark och Finland har Bolagets rörelsemarginal pressats, vilket hindrat Bolaget att uppnå målet om minst 30 % i EBIT-marginal. Opter är nu väl positionerade för att exekvera på Bolagets uttalade tillväxtstrategi, vilket väntas leda till en marginalexpansion framgent, då de återkommande intäkterna estimeras växa i en snabbare takt än rörelsekostnaderna. En operationell hävstång förväntas realiseras, vilket därigenom estimeras öka Bolagets EBIT-marginal från 18,4 % år 2022 till 28,3 % år 2025.

En *sticky* affärsmodell som leder till förutsägbara intäcksströmmar

Opters mjukvara är standardiserad för att vara kompatibel med de flesta transportföretagens krav, men kan i viss mån konfigureras enligt kundens individuella önskemål. Den affärskritiska mjukvaran är integrerad med andra system, vilket medför ökade byteskostnader och komplexa utmaningar vid eventuellt leverantörbyte, något som Bolagets churn (~5 %) visar tecken på. Värt att belysa är att 80 % av kundtappen är hänförliga till konkurser, förvärv, eller att kunden inte längre är i behov av mjukvaran, vilket tyder på att kundtapp hänförliga till byte av leverantör endast motsvarar en churn om ca 1 %. Opters affärskritiska mjukvara skapar en *sticky* affärsmodell med hög andel återkommande intäkter (>80 %), vilket leder till förutsägbara intäcksströmmar, tillika kassaflöden. I kombination med en solid och skuldfri balansräkning står Opter därmed väl rustade för att hantera även sämre konjunkturer.

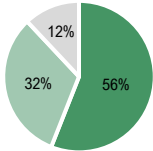
Prognos och värdering

Ett fortsatt starkt momentum i kundtillväxt, samt stigande ARRPA i takt med att fler kunder övergår till molndrift, förväntas driva omsättningstillväxten framgent. Opter väntas således fortsätta tillväxtresan och nå en nettoomsättning om ca 108 MSEK år 2025, motsvarande en CAGR om 18,3 % mellan åren 2022-2025. Givet en diskonteringsränta om 12,1 %, en applicerad EV/EBITDA multipel om 17,5x på 2024 års estimerade EBITDA-resultat om 23,5 MSEK, kompletterat med en DCF-värdering, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 61,2 kr i ett Base scenario.

Beroende av nyckelpersoner utgör en risk

Opter grundades av bl.a. Viktor Edlund (VD) och Johan Frisk (produktansvarig) år 2002, som sedan starten varit operativt aktiva inom Bolaget, vilket gör att de besitter gedigen erfarenhet och omfattande branschkunskap. Om någon av nyckelpersonerna skulle lämna Opter och processen att rekrytera kvalificerade ersättare drar ut på tiden, kan det ha en tillfälligt negativ påverkan på Bolagets verksamhet.

Nettoomsättning – Geografisk fördelning Q2-23



■ Sverige ■ Norge ■ Övriga Norden

Urval av kunder



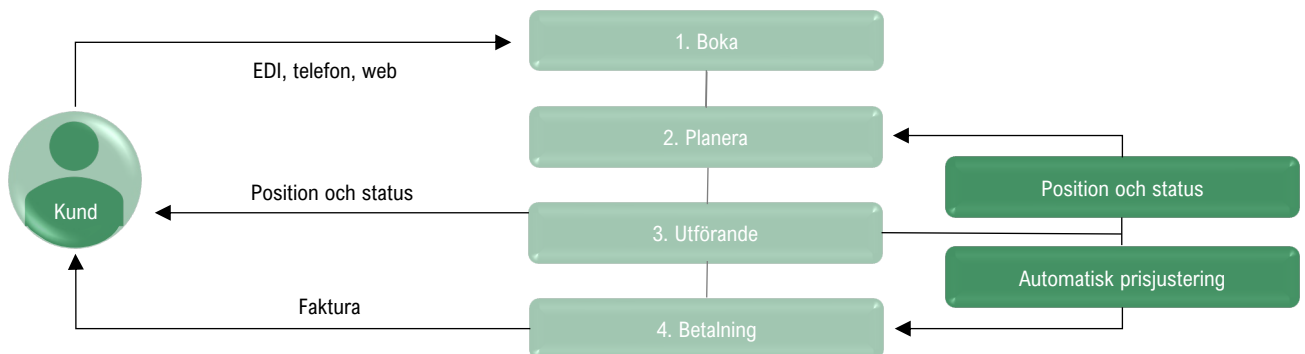
Opter grundades år 2002 av Viktor Edlund, Johan Frisk, Paul Rönning och Jimmy Tjärnlund, och är sedan november 2021 noterade på Nasdaq First North Growth Market. Opter är ett SaaS-bolag med en egenutvecklad mjukvara för administration, planering och kommunikation av transportuppdrag. Produkten hjälper transportföretag med allt från orderhantering, ruttoptimering, kommunikation, prissättning, fakturering samt integrationer till transportköpare- och underleverantörers system. Bolagets mjukvara erbjuds både molndrift samt via kundens egna servrar, varvid Opter avser öka andelen nya och befintliga kunder som övergår till molnbaserad drift. Den väsentliga skillnaden mellan server- och molndrift är att det sistnämnda alternativet underlättar för Opters kunder, då Bolaget övertar fullständigt ansvar för driften via molntjänsten Microsoft Azure. Detta gör det smidigare vid exempelvis automatiska systemuppdateringar, vilket i sin tur gör att kunderna kan fokusera på sina kärnverksamheter.

Bolagets kunder består huvudsakligen av små och medelstora transportföretag som utför godstransporter inom B2B, där typkunden i genomsnitt har 20 fordon och utför 200-400 regionala transporter per dag. Bolaget har en bred och diversifierad kundbas, bestående av organisationer såsom Best Transport, Lillebil och BDX. De tio största kunderna representerar ca 15 % av nettoomsättningen, vilket således diversifierar intäktströmmarna samt begränsar sårbarheten vid eventuella kundtapp. Opters kundammansättning uppvisar också en diversifierad variation av produkter som transporteras, vilka bl.a. innefattar schaktmassor, möbler, virke och kuvert. Denna diversifiering minskar sårbarheten ytterligare, eftersom en påverkan inom en specifik transportsektor inte får lika omfattande konsekvenser.

Opters mjukvara är standardiserad för att passa de flesta transportbolagens behov, men kan anpassas utefter kundens specifika önskemål genom bl.a. olika gränssnitt, vyer, rapporter samt funktioner. Den verksamhetskritiska mjukvaran integreras med andra system, vilket gör det kostsamt och komplext att byta leverantör. Eftersom mjukvaran bidrar med effektivisering och automation, vilket i sin tur leder till lägre administrativa kostnader, är det svårt för kunderna att motivera nedskärning av mjukvaran ur ett kostnadsperspektiv. Den verksamhetskritiska karaktären på Opters transportplaneringsystem medför därav hög stickiness, något som Bolagets churn om ca 5 % vittnar om. Som tidigare nämnt är det värt att belysa att 80 % av kundtappen är hänförliga till konkurser, förvärv, eller att kunden inte längre är i behov av mjukvaran, vilket tyder på att kundtapp hänförliga till byte av leverantör motsvarar en justerad churn om ca 1 %. I jämförelse med många andra SaaS-bolag, som erbjuder mjukvara bestående av flertalet moduler, erbjuder Opter en "all-you-can-eat"-modell, vilket innebär att Bolagets kunder kan nyttja samtliga funktioner utan att betala extra. Detta medför en högre ARRPA samt bidrar till ytterligare stickiness då kunderna blir bekväma med att ha tillgång till hela paletten av funktioner, dock på bekostnad av möjligheten till merförsäljning i och med att samtliga moduler är tillgängliga från start.

1 %
JUSTERAD CHURN

Opters produkter innehåller flertalet funktioner som är centrala för såväl Opters kunder som transportföretagens slutkunder.



Affärs- och intäktsmodell

Bolagets affärsmodell bygger på återkommande prenumerationsintäkter avseende licens och support, där kunderna betalar ett fast pris på månatlig basis baserat på antalet fordon som nyttjar mjukvaran. Bolagets andra intäktsbens består av konsultintäkter, dels i form av onboarding-konsulter som bistår vid upplärning av mjukvaran, dels kundunika integrationskonsulter som bl.a. ser till att EDI-kopplingar mellan kunder fungerar samt ställer in de vyerna som efterfrågas. EDI är en förkortning av *Electronic Data Interchange* och möjliggör automatiserat och standardiserat utbyte av information, såsom fakturor, bokningar och orderstatus, utan behov av manuell inmatning. Bolaget har utvecklat tjänsten OpterLink, vilken möjliggör för transportföretag att automatiskt skapa dubbelriktade EDI-integrationer, vilket underlättar för kunderna samt minskar antalet konsulttimmar.

Konsultintäkter associerade med onboarding är av engångskaraktär medan konsultintäkter avseende integrations-konsulterna är återkommande över tid beroende på kundens karaktär och behov. När Opter ingått ett kontrakt med en kund tar det i regel ca sex månader innan produkten har implementerats och första intäkten genererats. Andelen återkommande abonnemangstäckter utgjorde 83 % av nettoomsättningen under år 2022. Migrering från server- till molndrift medför att Bolaget adderar en viss procentsats på de återkommande prenumerationsintäkterna till följd av att Opter övertar ansvaret för driften, vilket medför att molndrift genererar högre ARRPA. Vid utgången av Q2-23 uppgick antalet kunder till 500 och den genomsnittliga återkommande abonnemangstäckten per kund och år (ARRPA) uppgick till 135 TSEK.

Kostnadsdrivare

Opters primära kostnadsdrivare är Bolagets personalkostnader, som utgör den största delen av kostnadsbasen, vilka LTM uppgick till 38,7 MSEK, motsvarande 54 % av nettoomsättningen. Bolaget aktiverar inte utvecklingskostnader i balansräkningen, utan kostnadsför i stället utvecklingskostnader löpande som personalkostnader i resultaträkningen. Övriga externa kostnader representerar Opters näst största kostnadspost och inkluderar bl.a. resor, lokalhyra, molndrift via Microsoft Azure samt konsultprojekt i form av exempelvis reklam eller utbildning. Bortsett från uppstartskostnaderna vid implementering av mjukvaran är de fasta kostnaderna för befintliga kunder låga, vilket möjliggörs av Opters skalbara prenumerations-tjänst. Nya funktioner samt kontinuerliga uppdateringar nyttjas av samtliga kunder vilket gör mjukvaruplattformen skalbar. Exempelvis kan en befintlig kund utöka fordonsflottan utan att större insatser krävs från Opter, vilket medför att de återkommande intäkterna växer i snabbare takt än rörelse-kostnaderna.

Strategisk utsikt

Opter har identifierat tre primära fokusområden för att kunna exekvera på uttalad tillväxtstrategi:

- **Fortsatt tillväxt i Norden.** Opter är marknadsledare i Sverige och Norge och har som målsättning att på sikt nå en liknande marknadspenetration i Danmark och Finland. För att exekvera på Bolagets uttalade tillväxtstrategi och nå en omsättningstillväxt om 15 % krävs det en tillströmning av nya kunder från samtliga marknader, men framför allt Danmark och Finland.
- **Ökad andel molndrift för befintliga samt nya kunder.** Den molnbaserade driftlösningen introducerades under år 2021 och sedan dess har andelen kunder som övergått till molndrift stigit från 2,5 % (Q3-21) till 43 % (Q2-23). En högre andel kunder som lämnar servermiljö och övergår till molndrift ökar ARRPA samt underlättar för kunderna då de slipper driva mjukvaran på egna servrar och kan i stället rikta mer fokus på att bedriva sin kärnverksamhet.
- **Produktutveckling.** För att bibehålla en stark position på marknaden och fortsatt vara konkurrenskraftiga är det av yttersta vikt att Opter ständigt ligger i framkant när det kommer till produktutveckling. Exempel på vidareutvecklingar av produkten är nya funktioner samt gränssnitt som förbättrar användarvänligheten av mjukvaran.



Finansiella mål



Organisk tillväxt
15 % per år



Omsättning
100 MSEK 2025E



EBIT-marginal
>30 %



Utdelning av
nettoresultatet
>60 %

Behovet av att effektivisera interna processer förväntas driva marknadstillväxten

Estimerade Marknadsandelar



56%



64%



12%



12%

Marknadstillväxten för transportplaneringssystem förväntas drivas av flera faktorer, bl.a. att transportföretagen verkar i en konkurrensutsatt bransch som präglas av låga marginaler, vilket medför ett ökat behov av automatiserade och effektiva lösningar som reducerar manuellt arbete. Ytterligare en faktor som förväntas bidra till framtida marknadstillväxt är transportköparnas allt högre krav på informationsgivning, vilket ökar efterfrågan på moderna transportplaneringssystem, samt accelererar teknikutvecklingen på marknaden. Exempel på sådana krav kan vara systemintegrationer och uppdateringar avseende leveranser i realtid. Eftersom transportbolagen verkar i en bransch med pressade marginaler, där varje lösning som effektiviserar verksamheten därmed blir väsentlig, anses det inte vara ekonomiskt försvarbart för små och medelstora transportbolag att utveckla mjukvaran *in-house*. Ofta har företagen en liten administrationsavdelning och saknar stödjande roller inom exempelvis IT, vilket medför att molndrift från extern programvaruleverantör lämpar sig väl. Behovet av effektiv mjukvara, i kombination med komplexiteten i att utveckla ett eget system, ökar efterfrågan på standardiserad mjukvara som tillgodoser transportköparnas önskemål.

Konsoliderad marknad stärker befintliga aktörers marknadsposition och ökar inträdesbarriärerna

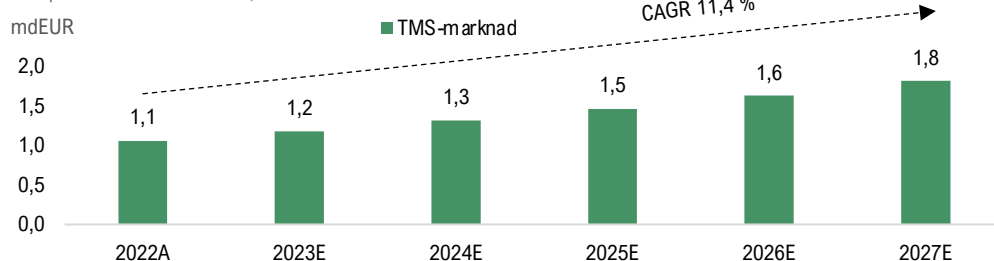
Marknaden för transportplaneringssystem i Sverige har konsoliderats över tid, till följd av förändrade marknadskrav, vilka har medfört att aktörer har haft problem med produktutveckling, något som mynnat ut i successiva kundtapp. Historiskt har det endast i undantagsfall skett konsolidering genom förvärv på den svenska marknaden, i stället har de aktörer som varit med i produktutvecklingen tagit allt större marknadsandelar, vilket resulterat i att det idag endast finns ett fåtal aktörer kvar. Den accelererade produktutvecklingen som skett de senaste åren har lett till mer komplexa mjukvaror vilket ökat teknikhöjden och således höjt inträdesbarriärerna på marknaden. Den svenska och norska marknaden består endast av ett fåtal aktörer, medan den finska och danska är något mer fragmenterad, bestående av ca 10-15 aktörer på respektive marknad. Opter uppskattar att den nordiska marknaden består av totalt 1 600 transportbolag, varav 1 250 bedöms som potentiella kunder, vilket mynnar ut i en adresserbar marknad om ca 200-300 MSEK/år.

Den Europeiska TMS-marknaden väntas växa 11,4 % årligen kommande år

Marknaden för TMS (Transportation Management Systems) i Europa estimeras av Berg Insight växa från 1,1 mEUR under år 2022 till 1,8 mEUR år 2027, motsvarande en årlig tillväxttakt om 11,4 %. TMS är ett så kallat transportadministrationssystem, som används av transportköpande företag vid beställning och kontroll av transporter. Även om Opters mjukvara riktar mot transportbolag och således inte är direkt jämförbart med TMS, ger den förväntade tillväxten i marknaden en indikation om det ökade behovet av effektiva mjukvaror som hjälper företag att minska sina kostnader i samband med transportplanering.

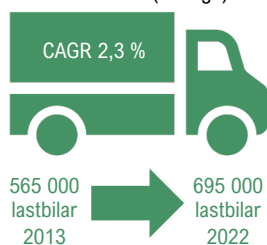
Stark tillväxt i TMS-marknaden ger en fingervisning om den underliggande tillväxten framgent.

Europeiska TMS-marknaden, 2022-2027E



Källa: Berg Insight (2023)

Lastbilar i trafik (Sverige)¹



¹Källa: Trafikanalys (2023)
²Källa: IVL (2020)

Pandemin har påverkat människors konsumtionsbeteende och accelererat skiftet från fysiska butiker till e-handel. Detta har gjort att antalet leveranser ökat och att mindre fordon blivit allt vanligare vid leverans, vilket medfört att många transportbolag behövt utöka sin fordonsflotta för att anpassa sig till de nya transportmönstren. Historiskt sett har åkerier haft en tendens att behålla lätta lastbilar under hela fordonets ekonomiska livslängd, vilket har resulterat i en åldrande fordonsflotta med sämre miljöprestanda. I dagens upphandlingar ställs allt fler krav på att fordonsflottorna ska vara moderna och ha mindre miljöpåverkan, vilket främjar tillväxten av lätta lastbilar². Opters återkommande prenumerationsintäkter baseras på antalet fordon som nyttjar mjukvaran och således gynnas Bolagets ARPPA av tillväxt i antalet transportfordon på vägarna.

**21 % CAGR
NETTOOMSÄTTNING
2014-2022**

Opter har historiskt uppvisat uthållig samt stark organisk tillväxt. Bolaget har genererat en genomsnittlig årlig nettoomsättningstillväxt om ca 21 % mellan åren 2014-2022, och har under samtliga år uppvisat lönsamhet. För helåret 2022 levererade Opter en nettoomsättning om 65,5 MSEK (55,8), motsvarande en tillväxt om 17 %. Bolagets nettoomsättning består dels av återkommande prenumerationsintäkter (ARR) avseende licens och support, dels konsultintäkter avseende onboarding och systemintegrationer. Återkommande abonnemangsinträder representerade ca 83 % av nettoomsättningen (54,4 MSEK) under helåret 2022 och resterande 17 % utgjordes av konsultintäkter (11,1 MSEK), jämfört med en andel återkommande intäkter om 81 % respektive 19 % konsultintäkter för helåret 2021. Under år 2022 växte Bolagets återkommande intäkter (ARR) med 27 %, samtidigt som nettoomsättningen uppvisade en tillväxttakt om 17 %. Det starka momentum Opter uppvisat de senaste åren har fortsatt under H1-23, då Bolaget levererade en nettoomsättning om ca 38,4 MSEK, motsvarande en tillväxt om 18,9 % jämfört med samma period föregående år.

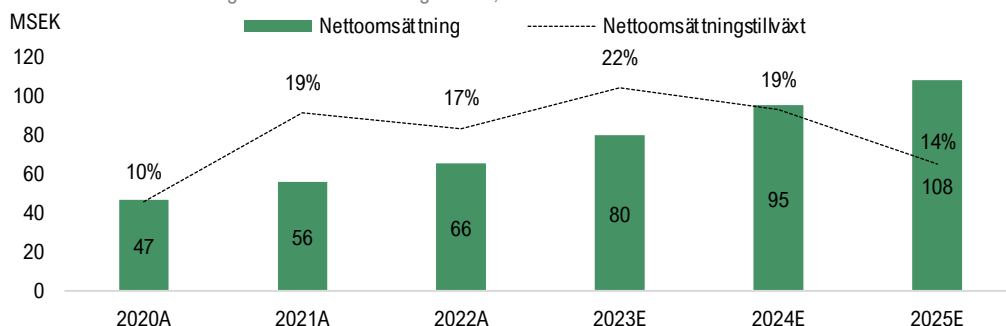
Omsättningsprognos 2023 – 2025

De bakomliggande intäktsdrivarna för att Opter skall kunna exekvera på Bolagets uttalade tillväxtstrategi förväntas utgöras av primärt två faktorer; dels tillväxt i antalet kunder, dels tillväxt i ARRPA. Mellan åren 2019-2022 har antalet kunder i drift ökat med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 10,7 %, samtidigt som ARRPA vuxit från 98 TSEK/år till 126 TSEK/år. Givet den starka marknadspenetration Opter uppnått på den norska marknaden (>50 %) sedan etableringen år 2015 finns goda möjligheter att liknande tillväxtresor upprepas i Danmark och Finland, där Opter etablerats år 2018 respektive år 2020. Under Q2-23 utgjorde den svenska marknaden 56 % av nettoomsättningen, den norska 32 % och övriga Norden 12 %. Baserat på antalet kunder i drift vid utgången av juni 2023, antalet adresserbara företag på respektive marknad, samt antagandet att ARRPA inte skiljer sig mellan marknaderna, har Bolagets estimerade marknadsandelar härletts. Analyst Group estimerar att Opters marknadsandel uppgår till 56 % i Sverige, 64 % i Norge samt 12 % i övriga Norden, vilket bäddar för fortsatt stark tillväxt i Danmark och Finland framgent, givet ett bevisat koncept. Opters starka fokus på teknik- och produktutveckling, med målet att maximera kundvärde, har resulterat i vunna marknadsandelar och således konsolidering av de svenska och norska marknaderna. Opter förväntas dra nytta av den ledande marknadspositionen samt den starka finansiella ställningen för att fortsätta att utöka Bolagets marknadsandelar i Norden. Detta förväntas uppnås genom att ständigt ligga i framkant när det gäller produktutveckling och användarvänlighet, och på så sätt förbli en ledande aktör på marknaden. Analyst Group estimerar att antalet kunder i drift växer från 500 vid utgången av Q2-23 till 625 under år 2025, vilket motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 9,3 %.

Skiftet mot ökad e-handel samt fler krav på moderna och miljövänliga fordonsflottor främjar tillväxten av transportfordon på vägarna. Opters månatliga prenumerationsavgifter baseras på antalet fordon, vilket medför att ARRPA förväntas växa i takt med transportbolagens fordonsflotta. Under Q2-23 hade 43 % av Bolagets kunder övergått från servermiljö till molndrift av mjukvaran. En ökad andel nya och befintliga kunder som migrerar från server- till molndrift, i kombination med ständig produktutveckling och ett mer konkurrenskraftigt produktutbudande, väntas leda till högre ARRPA framgent. Analyst Group estimerar att ARRPA växer från 126 TSEK/år under år 2022 till 154 TSEK/år under år 2025, vilket motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxttakt om ca 7 %. Den estimerade tillväxten i ARRPA, i kombination med den förväntade tillväxten av antalet kunder i drift, medför att nettoomsättningen prognosticeras växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 18,2 % mellan åren 2022-2025, för att vid slutet av prognosperioden uppgå till 108 MSEK.

Opter förväntas växa nettoomsättningen i en stabil takt under prognostiden.

Estimerad nettoomsättning samt nettoomsättningstillväxt, 2020-2025E

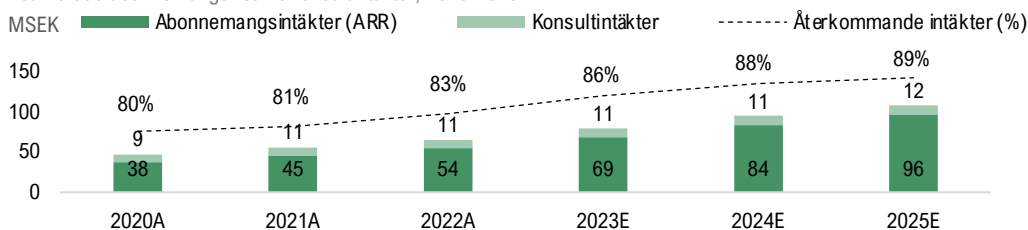


Källa: Analyst Groups prognoser

Mellan år 2020-2022 har andelen återkommande intäkter motsvarat mellan 80-83 % av nettoomsättningen. En rad faktorer förväntas bidra till en minskad andel konsultintäkter och således en ökad andel återkommande intäkter framgent, bl.a. strävan att förbättra interna processer och främja mer pedagogiska driftsättningar. Fler kunder väntas migrera till molndrift, vilket även det förväntas påverka andelen återkommande intäkter positivt, om än marginellt. Ytterligare en faktor som förväntas leda till lägre andel konsultintäkter är OpterLink, vilket möjliggör för transportföretag att automatiskt skapa dubbelriktade EDI-integrationer, förutsatt att båda använder Opter. Bolagets ARR estimeras växa med en CAGR om 18,5 % mellan åren 2023-2025 och väntas utgöra 89 % av nettoomsättningen vid utgången av 2025.

Andelen återkommande abonnemangsinträder estimeras öka gradvis under prognosperioden.

Estimerade abonnemangs- samt konsultintäkter, 2020-2025E



Källa: Analyst Groups prognoser

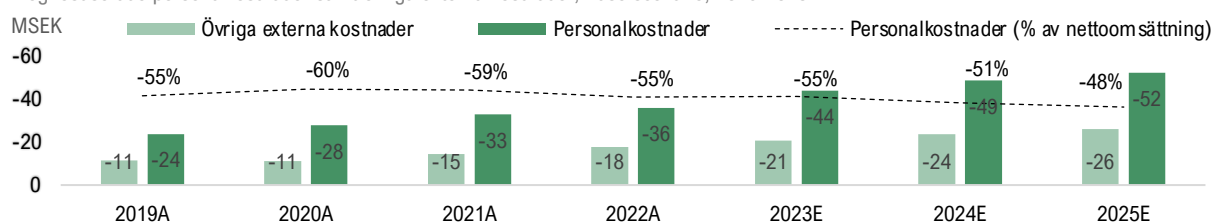
Kostnadsprognos 2023 – 2025

På rörelsenivå utgör personalkostnader störst andel av kostnadsbasen, vilka LTM uppgick till 38,7 MSEK, motsvarande 54 % av nettoomsättningen. I takt med att Opter fortsätter ta marknadsandelar estimerar Analyst Group att Bolaget behöver skala upp personalstyrkan. Däremot är det kortsiktiga behovet av personal dämpat till följd av att Opter rekryterat personal under de senaste kvartalen och således åtgärdat personalkunderskottet som varade i samband med pandemin. Vid utgången av Q2-23 uppgick antalet anställda till 47 personer, vilket kan jämföras med medeltalet anställda som mellan år 2020-2021 uppgick till 35-36 personer. Opter har expanderat till Danmark (2018) och Finland (2020) genom nyetablering av lokala dotterbolag med egna säljare, vilket medfört högre personalkostnader och följaktligen hämmat rörelsemarginalen. Trots att Opter tagit dessa tillväxtkostnader över resultaträkningen och således inte aktiverat kostnader i balansräkningen har Bolaget lyckats bibehålla en EBIT-marginal om ca 18 %¹, vilket visar på den underliggande skalbarheten i affärsmodellen. Framgent förväntas personalkostnaderna öka i lägre takt än nettoomsättningen, drivet av interna effektiviseringar samt realisation av skalfördelar. Analyst Group estimerar att personalkostnaderna minskar från att utgöra 55 % av nettoomsättningen under år 2022 till att utgöra 48 % under år 2025, vilket således får en positiv inverkan på rörelsemarginalen som estimeras uppgå till 28 % år 2025.

Övriga externa kostnader uppgick till 18,7 MSEK LTM, motsvarande 26 % av nettoomsättningen, vilket inkluderar bl.a. affärsresor, lokaler, molndrift samt konsultprojekt. Några kostnadsposter, exempelvis molndrift, växer naturligt i linje med ARR, medan andra är mer relaterade till personalstyrkan. Följaktligen estimerar Analyst Group att andelen övriga externa kostnader i relation till nettoomsättningen minskar i något lägre takt än personalkostnaderna framgent, från att utgöra 27 % år 2022 till 24 % år 2025. Analyst Group estimerar att de immateriella samt materiella anläggningstillgångarna skrivits av till fullo år 2023, varvid inga avskrivningar estimeras fr.o.m. 2024 och framåt. De materiella anläggningstillgångarna består av möbler som anskaffades i samband med att Bolaget bytte lokaler år 2019.

Personalkostnader i relation till nettoomsättning förväntas minska framöver.

Prognostiserade personalkostnader samt övriga externa kostnader, Base scenario, 2019-2025E



Källa: Analyst Groups prognoser

¹ År 2021 uppgick EBIT-marginal till ca 16 %, justerat för kostnader hänförliga till notering uppgick marginalen till ca 20 %.

För att ge värderingen perspektiv jämförs Opter med en peer-grupp bestående av företag inom transportplaneringsbranschen. Trots stor diskrepans mellan företagens storlek, samt att de verkar på olika marknader, ser Analyst Group likheter mellan Opter och peer-gruppen vad gäller produkterbjudande och adresserbar marknad.



Marknadsvärde (MSEK): 303

EBITDA-marginal 2023E: ~ 8 %

Triona är verksamma inom IT-branschen. Bolaget är specialiserade inom utveckling av diverse produkter och tjänster för molnbaserade system. Programvarorna är egenutvecklade och används huvudsakligen inom transport- och logistikavdelningar. Kunderna består av företagskunder verksamma i ett flertal olika sektorer där verksamhet återfinns inom Norden, varav den svenska marknaden utgör majoriteten av omsättningen.



Marknadsvärde (MSEK): 28 649

EBITDA-marginal 2023E: ~ 16 %

TietoEVRY är verksamma inom IT-sektorn. Inom bolaget erbjuds ett utbud av mjukvaru- och molnbaserade lösningar, med störst specialistkompetens inom SaaS-lösningar. Företagets transportplaneringssystem kallas Alystra och är avsett för gods- och logistik- samt bygg- och anläggningssektorerna inom transportindustrin. Kunderna återfinns inom ett flertal marknader på global nivå. Bolaget kom till under år 2019 via en sammanslagning av Tieto och EVRY.



Marknadsvärde (MSEK): 68 919

EBITDA-marginal 2023E: ~ 44 %

Descartes Systems Group Inc. är ett IT-bolag specialiserade inom molnlösningar och digitala logistiklösningar. Exempel på tjänster som bolaget levererar innefattar virtualisering, mjukvara, nätverksfunktioner, och helhetslösningar inom IT-infrastruktur. Bolaget har verksamhet på en global nivå med kunder inom varierande branscher men störst andel återfinns inom logistik och transportsektorn.



Marknadsvärde (MSEK): 139 219

EBITDA-marginal 2023E: ~ 26 %

Trimble Inc. tillhandahåller avancerade platsbaserade programvarulösningar. Produktportföljen inkluderar bl.a. flödes- och applikationskontrollsystem, övervakningssystem, och navigationsinfrastruktur. Företaget är verksamt inom fyra rapporteringsbara segment, nämligen Byggnader och infrastruktur, Geospatial, Resurser och verktyg samt Transport. Trimble är verksamma över hela världen.

Triona är det noterade företaget som storleks- samt marknadsmässigt är mest jämförbart med Opter. Merparten av Opters intäkter är av återkommande karaktär (83 % 2022), vilket skiljer sig från Triona som har en avsevärt lägre andel återkommande intäkter (ca 30 %). Detta förklaras av att Triona i allt större utsträckning bedriver traditionella konsulttjänster, vilket är associerat med direktförsäljning. Opters väsentligt högre andel återkommande intäkter anses motivera en värderingspremie i relation till Triona, då det leder till en högre andel förutsägbara intäktsströmmar, tillika kassaflöden. Triona estimeras växa omsättningen med en CAGR om 13 % mellan år 2023-2025, samt växa EBITDA-resultatet med en CAGR om 14 % under samma period. För Opters del förväntas omsättningen växa med en CAGR om 16 % och EBITDA-resultatet med en CAGR om 40 % mellan 2023-2025. Analyst Group anser att den starkare estimerade omsättningstillväxten framgent, samt högre lönsamhet, är ytterligare en motivering varför Opter förtjänar att värderas till en högre multipel än Triona.

Företag ¹	Marknadsvärde (MSEK)	EV (MSEK)	EV/EBIT 2023E	EV/EBIT 2024E	EV/EBITDA 2023E	EV/EBITDA 2024E	Oms. CAGR 2019-2022	EBITDA CAGR 2019-2022	Oms. CAGR 2023-2025E	EBITDA CAGR 2023-2025E	EBITDA-marginal 2023E	EBITDA-marginal 2024E	R40 2023E
TMS-bolag													
Triona	303	288	29,1	19,6	14,0	12,2	13,1%	10,6%	13,1%	13,9%	7,6%	7,7%	4,4%
TietoEVRY	28 649	37 167	8,7	8,1	6,8	6,3	1,3%	9,9%	1,3%	5,7%	16,3%	17,9%	5,9%
Descartes System Group	68 919	66 998	46,9	40,9	28,4	25,1	14,7%	17,0%	13,4%	13,7%	44,3%	42,7%	52,7%
Trimble Inc.	139 219	172 786	17,1	15,3	15,8	14,4	5,1%	3,1%	7,5%	11,4%	25,7%	26,6%	22,5%
Genomsnitt, TMS	59 273	69 310	25,4	21,0	16,3	14,5	8,6%	10,2%	8,8%	11,2%	23,5%	23,7%	21,4%
Median TMS	48 784	52 082	23,1	17,4	14,9	13,3	9,1%	10,3%	10,3%	12,5%	21,0%	22,3%	14,2%
Opter	384	367	23,6	15,6	23,4	15,6	15,2%	19,7%	16,5%	39,8%	19,6%	24,7%	37,0%

Gemensamt för TMS-bolagen är att de förväntas uppvisa en likvärdig EBITDA-marginal framgent. Opter är, i jämförelse med merparten av TMS-bolagen, ett mindre bolag, varför en värderingsrabatt är motiverad. Däremot förväntas Opter uppvisa en starkare tillväxt, då Bolaget förväntas växa omsättningen med 16 % CAGR och EBITDA-resultatet med 40 % CAGR mellan år 2023-2025, vilket kan ställas i relation till peer-gruppen som väntas uppvisa en genomsnittlig årlig omsättningstillväxt om 9 % samt 11 % CAGR på EBITDA-nivå. Ett vanligt förekommande nyckeltal inom SaaS-bolag kallas "Rule of 40", eller "R40", och innebär att den estimerade nettoomsättningstillväxten plus FCF-marginalen NTM bör överstiga 40 %. Bolag som når upp till R40 har ofta en hög andel återkommande intäkter, erbjuder nischade produkter och tenderar därför att vara högre värderade. I Opters fall estimeras R40 uppgå till 37 %, att jämföra med genomsnittet för peer-gruppen som väntas uppgå till ca 21 %, vilket anses motivera en högre värdering. TMS-bolagen värderas till en genomsnittlig forward EV/EBITDA multipel om 14,5x på 2024 års estimat (median 13,3x), samtidigt som Opter värderas till 15,6x på Analyst Groups prognoser för 2024. Sammanfattningsvis anser Analyst Group att Opter bör värderas till en premie i relation till TMS-bolagen.

¹Data är hämtat från TIKR och Börsdata

Nordiska SaaS-bolag

För att ge värderingen ytterligare perspektiv jämförs Opter med en peer-grupp bestående av nordiska SaaS-bolag. Även om det råder vissa skillnader finns likheter mellan företagen och Opter avseende dess kapitalalltå affärsmodeller samt företagens mjukvarulösningar som genererar återkommande och förutsägbara intäktsströmmar. Majoriteten av peer-gruppen har ett större marknadsvärde än Opter, vilket motiverar att Bolaget ska handlas till värderingsrabatt, samtidigt som Opter har en stark balansräkning med en solid nettokassa, något som endast hälften av peer-gruppen besitter, därav anses Opter ha lägre finansiell risk än hälften av peersen, allt annat lika, vilket följaktligen kan motivera en värderingspremie. Bland de nordiska SaaS-bolagen förväntas medianen växa nettoomsättningen med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 11 % mellan år 2023-2025, vilket kan jämföras med Opter som under samma period förväntas nå en CAGR om 16 %. Detta är ytterligare en aspekt som underbygger en värderingspremie. Bolagets EBITDA-marginal förväntas växa från 20 % år 2023 till 28 % år 2025, vilket estimeras resultera i en genomsnittlig årlig EBITDA-tillväxt om 40 % mellan 2023-2025. Beaktande de nordiska SaaS-bolagen väntas medianen leverera en lägre EBITDA-marginal år 2025 (23 %) samt växa EBITDA-resultatet med en CAGR om 16 %, vilket är lägre än Opter. Följaktligen bör värderingsrabatten som initialt grundar sig i en diskrepans mellan marknadsvärde kompenseras av Opters starka tillväxttakt framgent. Opter estimeras växa omsättningen i snabbare takt än medianen, till en lägre andel kostnader, vilket avspeglar sig i den högre EBITDA-marginalen som bör tas i beaktning när Bolaget värderas. Beträffande Rule of 40 estimeras Opters uppgå till 37 %, vilket är betydligt högre än medianen för peer-gruppen som estimeras uppgå till ca 19 %. De nordiska SaaS-bolagen värderas till en genomsnittlig forward EV/EBITDA multipel om 11,4x på 2024 års estimat (median 9,8x), samtidigt som Opter värderas till 15,6x på Analyst Groups prognoser för 2024.

Företag ¹	Marknadsvärde (MSEK)	EV (MSEK)	EV/EBIT 2023E	EV/EBIT 2024E	EV/EBITDA 2023E	EV/EBITDA 2024E	Oms. CAGR 2019-2022	EBITDA CAGR 2019-2022	Oms. CAGR 2023-2025E	EBITDA CAGR 2023-2025E	EBITDA-marginal 2023E	EBITDA-marginal 2024E	R40 2023E
Nordiska SaaS-bolag													
Efecte Oyj	614	594	-42,7	51,3	512,5	24,4	16,4%	-237,4%	16,1%	524,5%	0,4%	7,2%	17,2%
Enea	966	1 186	-2,3	14,8	6,1	4,7	1,5%	-5,8%	2,8%	16,1%	20,8%	27,2%	20,6%
Generic Sweden AB	617	590	19,9	17,7	19,3	17,2	18,1%	24,4%	11,0%	11,6%	21,7%	21,7%	24,0%
Leaddesk Oyj	405	468	-28,8	-50,5	9,6	7,3	31,5%	-0,6%	10,9%	29,1%	14,2%	16,9%	12,2%
Lemonsoft Oyj	1 008	1 023	12,9	11,2	11,8	9,7	N/A	N/A	9,6%	15,2%	28,5%	30,8%	11,5%
Mintra Holding AS	774	939	15,3	14,1	10,6	9,9	9,3%	2,8%	3,8%	7,0%	33,4%	34,3%	26,7%
Penneo A/S	460	434	-10,5	-16,3	1,5	1,0	31,1%	-2,0%	12,2%	8,0%	70,6%	70,8%	54,1%
SSH Communications Security Oyj	602	600	-13,0	-172,7	86,3	16,7	21,2%	11,9%	20,1%	188,7%	2,7%	11,9%	12,1%
Upsales Technology AB	660	615	22,0	21,2	16,6	15,0	23,2%	33,8%	18,4%	12,7%	25,7%	24,6%	22,2%
Vertiseit AB	369	577	32,1	13,1	12,8	7,9	65,1%	56,9%	9,6%	43,0%	13,7%	19,9%	17,8%
Genomsnitt, SaaS	648	703	0,5	-9,6	68,7	11,4	24,2%	-12,9%	11,5%	85,6%	23,2%	26,5%	21,8%
Median, SaaS	615	597	5,3	13,6	12,3	9,8	21,2%	2,8%	11,0%	15,6%	21,3%	23,1%	19,2%
Opter	384	367	23,6	15,6	23,4	15,6	15,2%	19,7%	16,5%	39,8%	19,6%	24,7%	37,0%

Eftersom Opter, i jämförelse med många av peersen, inte aktiverar utvecklingskostnader i balansräkningen, kan det vara missvisande att endast jämföra bolagen genom en EV/EBITDA-multipel, då företagen som aktiverar kostnader ser mer lönsamma ut på EBITDA-nivå. Genom att undersöka EV/EBIT, som således tar peer-gruppens avskrivningar av balanserade utgifter i beaktning, framstår Opters värdering vara mer attraktiv. Eftersom några av peer-bolagen estimeras uppvisa negativ lönsamhet på EBIT-nivå är medianen mest rättvisande, där peer-gruppen bestående av nordiska SaaS-bolag värderas till en forward EV/EBIT multipel om 13,6x på 2024 års estimat, samtidigt som Opter värderas till 15,6x på Analyst Groups prognoser för 2024. Detta bör följaktligen tas i beaktning vid värderingen, vilket är ytterligare ett argument till varför Opter förtjänar att värderas till en premie. Sammanfattningsvis anser Analyst Group att en värderingspremie är motiverad i relation till de nordiska SaaS-bolagen.

¹Data är hämtat från TIKR och Börnsdata

Sammanfattning av relativvärdering

61,2 kr
Base scenario

Givet Opters unika position på transportplaneringsmarknaden, starka balansräkning, högre förväntade tillväxt i såväl nettoomsättning som EBITDA-resultat, samt en EBITDA-marginal som år 2024 förväntas överstiga båda peer-gruppernas median, anser Analyst Group att Opter förtjänar att handlas till en premie i relation till peer-gruppen, trots ett lägre marknadsvärde. Givet en diskonteringsränta om 12,1 % och en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 17,5x på ett estimerat EBITDA-resultat för 2024 om 23,5 MSEK, samt justerat för Opters nettokassa, härleds ett potentiellt marknadsvärde (nuvärde) om 367,3 MSEK, vilket motiverar ett nuvärde per aktie om 61,2 kr i ett Base scenario.

Företag ¹	Marknadsvärde (MSEK)	EV (MSEK)	EV/EBIT 2023E	EV/EBIT 2024E	EV/EBITDA 2023E	EV/EBITDA 2024E	Oms. CAGR 2019-2022	EBITDA CAGR 2019-2022	Oms. CAGR 2023-2025E	EBITDA CAGR 2023-2025E	EBITDA-marginal 2023E	EBITDA-marginal 2024E	R40 2023E
Samtliga peers													
75:e percentilen	7 918	10 181	23,7	20,0	21,6	16,8	27,2%	20,7%	14,1%	32,6%	29,7%	31,7%	24,7%
Genomsnitt	17 398	20 305	7,6	-0,9	53,7	12,3	19,4%	-5,8%	10,7%	64,3%	23,3%	25,7%	21,7%
Median	639	607	14,1	14,5	13,4	11,1	16,4%	9,9%	11,0%	13,8%	21,3%	23,1%	19,2%
25:e percentilen	446	550	-11,1	2,0	8,9	7,1	7,2%	-1,3%	6,6%	10,6%	12,2%	15,6%	12,0%
Opter	384	367	23,6	15,6	23,4	15,6	15,2%	19,7%	16,5%	39,8%	19,6%	24,7%	37,0%

Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Den upprättade relativvärderingen kompletteras med en diskonterad kassaflödesanalys för att ge ytterligare stöd till värderingen. Den explicita prognosperioden i vår DCF sträcker sig fram till år 2026, följt av en normaliserad period mellan åren 2027-2033 och slutligen en terminalperiod. Den organiska nettoomsättningstillväxten estimeras uppgå till en CAGR om 15,1 % under den explicita prognosperioden, för att sedan avta och uppvisa en CAGR om 6,1 % under normaliseringsperioden. Avslutningsvis har en tillväxttakt om 2,2 % applicerats under terminalperioden, vilket är i linje med den förväntade BNP-tillväxten. Opter förväntas expandera Bolagets EBITDA-marginal från 20 % år 2023 till 31 % år 2026 och därefter nå en stabiliserad EBITDA-marginal om 33 %. Eftersom Opter i dagsläget, samt historiskt, inte haft några långfristiga skulder på balansräkningen estimeras diskonteringsräntan (WACC) motsvara Bolagets *Cost of Equity*, vilken väntas uppgå till 12,1 %. Utifrån de framtida diskonterade fria kassaflödena härleds ett värde om 62,5 kr per aktie, vilket således ger stöd till relativvärderingen.

Bull scenario

I ett Bull scenario estimerar Analyst Group att Opter lyckas växa antalet kunder i en högre takt till följd av ett starkt momentum på den danska och finska marknaden. ARRPA väntas överstiga vad som antas i Base scenariot till följd av att Opters kunder utökar sina fordonsflottor i snabbare takt samt att större andel kunder migrerar till molnet. Andelen återkommande intäkter antas utgöra 92 % av nettoomsättningen år 2025, drivet av effektiviseringar och således kortare driftsättningar. Som en effekt av högre omsättningstillväxt till följd av stark tillströmning av nya kunder och stigande ARRPA, i kombination med en högre andel återkommande intäkter, förväntas lönsamheten stärkas ytterligare under den prognostiserade perioden. Givet en diskonteringsränta om 12,1 % och en målmultipel om EV/EBITDA 20x på 2024 års EBITDA om 29,6 MSEK i ett Bull scenario, motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 86,8 kr.²

Bear scenario

I ett Bear scenario väntas Opter uppnå en svagare kundtillväxt till följd av hårdare konkurrens på de mer fragmenterade marknaderna inom övriga Norden. Historiskt har bolagets affärsmodell visat sig vara sticky, vilket påvisas genom den låga churnen, men i ett Bear scenario kan det inte uteslutas att kundtappen ökar framgent. I ett Bear scenario förväntas övergången från serverdrift till molndrift gå trögare än Bolaget väntat sig, vilket följaktligen hämmar tillväxten i ARRPA. Bolaget väntas ha svårt att realisera skalbarheten i affärsmodellen vilket resulterar i att personalkostnader samt övriga externa kostnader inte minskar som andel av nettoomsättningen. Allt som allt väntas den lägre tillväxten i nettoomsättning leda till att Opter inte når upp till sitt marginalmål om minst 30 % EBIT-marginal. Givet en diskonteringsränta om 12,1 % och en målmultipel om EV/EBITDA 14,5x på 2024 års EBITDA om 16,8 MSEK i ett Bear scenario, motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 37,4 kr.²

¹Data är hämtat från TIKR och Börsdata

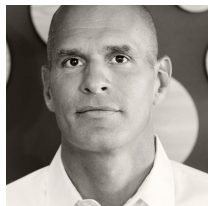
²Refererar till Appendix s.15 för prognos i Bull och Bear scenario



Viktor Edlund, VD

Viktor är en av medgrundarna till Bolaget och har varit VD sedan år 2002, vilket gör att han besitter gedigen erfarenhet inom branschen. Viktor är utbildad civilingenjör inom datateknik från KTH. Tidigare erfarenheter innefattar styrelseledamot i Momentum Software AB.

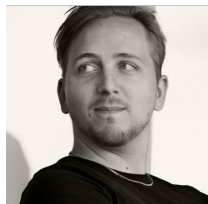
Viktor äger 382 000 aktier privat samt 983 000 aktier via Jaktor AB som ägs gemensamt med Johan Frisk.



Johan Frisk, Styrelseledamot & Produktansvarig

Johan är en av medgrundarna till Bolaget och har haft rollen som styrelseledamot samt produktansvarig sedan Opter grundades år 2002. Johan är utbildad civilingenjör inom datateknik från KTH.

Johan äger 382 000 aktier privat samt 983 000 aktier via Jaktor AB som ägs gemensamt med Viktor Edlund.



John Stattin, Ekonomiansvarig

John tillträdde som ekonomiansvarig år 2018 och har en magisterexamen i finans från Umeå Universitet. Tidigare erfarenheter innefattar roller på Seaflex samt Bredbandsbolaget.

John äger 0 aktier.



Mattias Samuelsson, Försäljningsansvarig

Mattias har haft rollen som försäljningsansvarig sedan år 2014 och har tidigare erfarenhet från transportföretag samt systemförsäljning till transportbranschen. Mattias har studerat logistik på Högskolan Väst.

Mattias äger 0 aktier.



Alexander Lindroos, Supportansvarig

Alexander tillträdde som supportansvarig år 2018 och har studerat datavetenskap på Stockholms universitet. Han har tidigare erfarenhet från service- och supportbranschen.

Alexander äger 0 aktier.



Fredrik Jansson, EDI-ansvarig

Fredrik har varit anställd inom Bolaget sedan år 2015 och tillträdde som EDI-ansvarig år 2019. Fredrik har över 10 års erfarenhet inom transportbranschen. Han är utbildad gymnasieingenjör samt har KY-utbildning inom systemadministration. Övriga uppdrag innefattar rollen som styrelseledamot i RegelBruket AB samt styrelsesuppleant i KolarBruket AB.

Fredrik äger 0 aktier.

Ole Kjørrefjord, Styrelseordförande



Ole har haft rollen som styrelseordförande sedan år 2004 och har en MBA från Harvard Business School. Tidigare erfarenheter innefattar bl.a. senior partner på McKinsey & Co., styrelsemedlem i Korsnäs samt styrelseordförande och VD på Euromaint. Utöver det har Ole varit styrelseordförande i Fleetech AB samt medgrundare och styrelseledamot i Hector Rail Holding AB. Ole är för närvarande styrelseledamot i Ole Consulting AB, OKHR Holding AB samt TrackOptic Sweden AB.

Ole äger 746 000 aktier.

Paul Rönberg, Styrelseledamot



Paul är en av medgrundarna till Bolaget och har en MBA från handelshögskolan i Stockholm. Utöver det har han studerat ekonomi vid Stockholms universitet. Paul har en lång erfarenhet av ledning och styrelsearbete. Tidigare uppdrag innefattar bl.a. styrelseordförande i Dental Focus Holding AB, Iver Holding Öst AB, Momentum Software Group AB samt Vingcar Holding AB. Övriga uppdrag består för närvarande av rollen som styrelseordförande i Bas Invest, Parkman och Jay Solutions samt styrelseledamot i Nstart.

Paul äger 288 157 aktier via bolag.

Jimmy Tjärnlund, Styrelseledamot



Jimmy är en av medgrundarna till Bolaget och har en MBA från Handelshögskolan i Stockholm samt IHM Business School. Jimmy besitter gedigen erfarenhet av ledningsarbete, där tidigare roller innefattar bl.a. styrelseordförande på Gården Direkt AB samt styrelseledamot i Primelog Holding AB. Jimmy är för närvarande även styrelseledamot i Spirit Of The Lions AB, One Crown AB samt Bostadsrättsföreningen Havssvalget 29.

Jimmy äger 335 000 aktier via bolag.

Ilona Östlund, Styrelseledamot



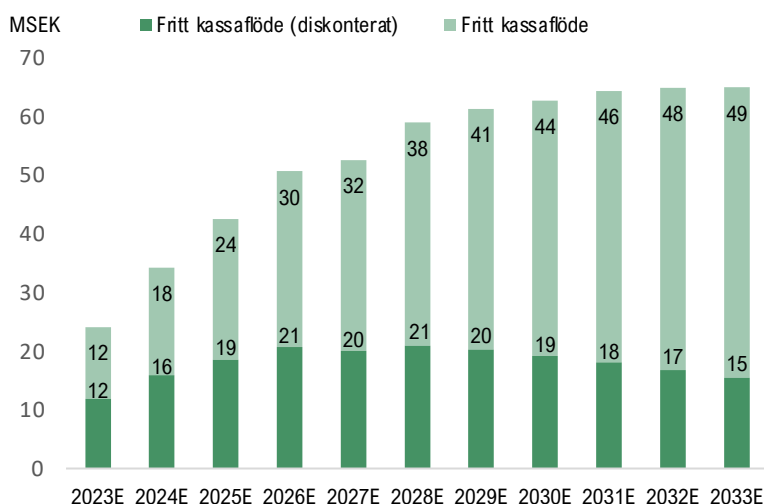
Ilona är utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. Hon har tidigare erfarenheter som konsult inom kommunikation och strategi, då hon bl.a. har arbetat som kommunikationsdirektör på Euromaint samt marknads- och affärsutvecklingschef på Aditro Logistics, Nordwaggon och Electrolux Service. Övriga uppdrag innefattar för närvarande rollen som styrelsesuppleant i Papir AB samt styrelsesuppleant och vice VD i Andieo AB.

Ilona äger 0 aktier.

Base scenario, TSEK	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	42 813	46 896	55 826	65 517	79 744	95 216	108 146	121 500
Övriga rörelseintäkter	272	634	605	279	598	714	811	911
Totala intäkter	43 085	47 530	56 431	65 796	80 342	95 930	108 957	122 411
Övriga externa kostnader	-11 369	-11 144	-14 519	-17 775	-20 733	-23 804	-25 955	-27 945
Personalkostnader	-23 719	-27 927	-33 020	-35 851	-43 960	-48 628	-52 412	-56 254
Övriga rörelsekostnader	-894	-3	0	0	0	0	0	0
EBITDA	7 103	8 456	8 892	12 170	15 649	23 498	30 590	38 212
EBITDA-marginal	16,6%	18,0%	15,9%	18,6%	19,6%	24,7%	28,3%	31,5%
Avskrivningar av materiella och immateriella anläggningstillgångar	-144	-135	-109	-106	-101	-4	0	0
EBIT	6 959	8 321	8 783	12 064	15 548	23 494	30 590	38 212
EBIT-marginal	16,3%	17,7%	15,7%	18,4%	19,5%	24,7%	28,3%	31,5%
Finansiella poster	16	-78	-52	-15	-350	-50	-50	-50
EBT	6 975	8 243	8 731	12 049	15 198	23 444	30 540	38 162
Skatt	-1 637	-1 809	-1 845	-2 562	-3 237	-4 994	-6 505	-8 129
Nettoresultat	5 337	6 434	6 886	9 487	11 961	18 450	24 035	30 034
Nettomarginal	12,5%	13,7%	12,3%	14,5%	15,0%	19,4%	22,2%	24,7%

DCF - Base scenario (TSEK)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Terminal Value
EBIT	15 548	23 494	30 590	38 212	41 432	48 515	52 396	55 540	58 872	61 227	63 064	
Skatt	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	
EBIT (1-skatt)	12 236	18 490	24 075	30 073	32 607	38 181	41 236	43 710	46 333	48 186	49 631	
+ Avskrivningar	101	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Capex	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Förändringar i rörelsekapital	-148	-192	-161	-166	-166	-166	-166	-166	-166	-166	-166	
Fritt kassaflöde	12 190	18 301	23 914	29 907	32 441	38 015	41 070	43 544	46 166	48 020	49 465	512 254
Diskonteringsperiod	0,23	1,23	2,23	3,23	4,23	5,23	6,23	7,23	8,23	9,23	10,23	10,23
Diskonteringsfaktor	0,97	0,87	0,78	0,69	0,62	0,55	0,49	0,44	0,39	0,35	0,31	0,31
Diskonterade kassaflöden	11 881	15 917	18 559	20 710	20 045	20 960	20 206	19 116	18 085	16 785	15 428	159 772

DCF antaganden	
Nettoomsättning, CAGR 2023-2026E	15,1%
Nettoomsättning, CAGR 2027-2033E	6,1%
Skattesats	21,3%
Terminaltillväxt	2,2%
WACC antaganden	
Riskfri ränta	2,9%
Avkastningskrav	8,4%
Levered Beta	0,64
Bolagsspecifik riskpremie	3,8%
Cost of Equity	12,1%
Andelen lån	0%
WACC	12,1%



Appendix

Bull scenario, TSEK	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	42 813	46 896	55 826	65 517	82 158	98 596	112 174	126 452
Övriga rörelseintäkter	272	634	605	279	1 643	1 972	2 243	2 529
Totala intäkter	43 085	47 530	56 431	65 796	83 801	100 567	114 417	128 981
Övriga externa kostnader	-11 369	-11 144	-14 519	-17 775	-20 540	-23 663	-25 800	-27 819
Personalkostnader	-23 719	-27 927	-33 020	-35 851	-43 544	-47 326	-51 600	-56 903
Övriga rörelsekostnader	-894	-3	0	0	0	0	0	0
EBITDA	7 103	8 456	8 892	12 170	19 718	29 579	37 017	44 258
EBITDA-marginal	16,6%	18,0%	15,9%	18,6%	24,0%	30,0%	33,0%	35,0%
Avskrivningar av materiella och immateriella anläggningstillgångar	-144	-135	-109	-106	-101	-4	0	0
EBIT	6 959	8 321	8 783	12 064	19 617	29 575	37 017	44 258
EBIT-marginal	16,3%	17,7%	15,7%	18,4%	23,9%	30,0%	33,0%	35,0%
Finansiella poster	16	-78	-52	-15	-350	-50	-50	-50
EBT	6 975	8 243	8 731	12 049	19 267	29 525	36 967	44 208
Skatt	-1 637	-1 809	-1 845	-2 562	-4 104	-6 289	-7 874	-9 416
Nettoresultat	5 337	6 434	6 886	9 487	15 163	23 236	29 093	34 792
Nettomarginal	12,5%	13,7%	12,3%	14,5%	18,5%	23,6%	25,9%	27,5%

Bear scenario, TSEK	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	42 813	46 896	55 826	65 517	78 217	86 047	92 285	98 285
Övriga rörelseintäkter	272	634	605	279	391	430	461	491
Totala intäkter	43 085	47 530	56 431	65 796	78 608	86 477	92 746	98 776
Övriga externa kostnader	-11 369	-11 144	-14 519	-17 775	-21 119	-23 233	-23 994	-24 571
Personalkostnader	-23 719	-27 927	-33 020	-35 851	-43 118	-46 465	-48 911	-51 108
Övriga rörelsekostnader	-894	-3	0	0	0	0	0	0
EBITDA	7 103	8 456	8 892	12 170	14 372	16 779	19 841	23 097
EBITDA-marginal	16,6%	18,0%	15,9%	18,6%	18,4%	19,5%	21,5%	23,5%
Avskrivningar av materiella och immateriella anläggningstillgångar	-144	-135	-109	-106	-101	-4	0	0
EBIT	6 959	8 321	8 783	12 064	14 271	16 775	19 841	23 097
EBIT-marginal	16,3%	17,7%	15,7%	18,4%	18,2%	19,5%	21,5%	23,5%
Finansiella poster	16	-78	-52	-15	-350	-50	-50	-50
EBT	6 975	8 243	8 731	12 049	13 921	16 725	19 791	23 047
Skatt	-1 637	-1 809	-1 845	-2 562	-2 965	-3 562	-4 216	-4 909
Nettoresultat	5 337	6 434	6 886	9 487	10 956	13 163	15 576	18 138
Nettomarginal	12,5%	13,7%	12,3%	14,5%	14,0%	15,3%	16,9%	18,5%

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 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: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-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 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

Denna analys är en så kallad oberoende analys. Uppdragsgivare **Opter 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.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.