

# FORTNOX AKTIEBOLAG

ANALYTIKER: JAKOB LEMBKE

## ÖVERSIKT

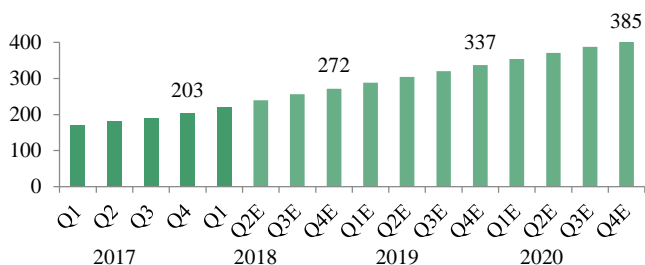


Idag uppskattas drygt 50 % små och medelstora bolag ha konverterat till molnbaserade lösningar. Konvertering väntas fortsätta och kundtillväxten estimeras till 24 % till 2020E. Samtidigt köper kunderna i genomsnitt endast 1,27 av Bolagets 9 produkter. Detta bedöms ge goda möjligheter till merförsäljning och ARPU estimeras växa med 7 % till 2020E. I ett Base scenario ges på 12 månaders sikt en uppsida om 18 %.

**Fortnox Aktiefond** ("Fortnox" eller "Bolaget") är en svensk leverantör av molnbaserade redovisnings- och administrations-tjänster. Bolaget fokuserar på små och medelstora företag med upp till 20 anställda. Antalet kunder uppgick Q1-18 till 220 000.

**Årlig kundtillväxt om 24 % till 2020E.** Fortnox erbjuder molnbaserade tjänster för redovisning och administration. Till följd av produkternas fördelar i form av användarvänlighet och effektivisering i kombination med låga priser har antalet kunder vuxit explosionsartat, CAGR om 32 % 2012-2017. Fortnox bedömer att antalet potentiella kunder i Sverige uppgår till knappt 800 000. Vid början av 2017 uttalade sig Bolagets VD om att Fortnoxs marknadsandel uppgick till över 50 %. Då antalet kunder vid tidpunkten var 155 000 motsvarar det ett totalt antal företag som konverterat till molntjänster om cirka 310 000 och en penetrationsgrad om knappt 40 %. Då Bolaget sedan dess växt antalet kunder till 220 000 vid utgången av Q1-18 antas marknadspenetrationen uppgå till drygt 50 %. Framgent väntas övergången till molnbaserade lösningar fortsätta där Fortnox idag innehar en ledande position. Sammantaget estimeras antalet kunder växa med CAGR 24 % till 2020E.

### Antal kunder (tusental)



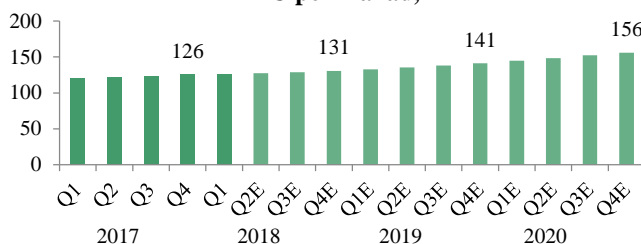
**ARPU väntas öka med CAGR 7 % till 2020E.** Q1-18 uppgick den månatliga *average revenue per user*, ARPU, till 126 SEK. Då majoriteten av Bolagets produkter kostar 99 SEK per månad innebär de att antalet sålda produkter per kund uppgår till cirka 1,27, förmodligen något högre hänförligt rabatter och olika partnerlösningar. Då det anses vara naturligt för kunder med ytterligare behov att vända sig till lösningar inom samma ekosystem är potentialen för utökad försäljning till befintliga kunder mycket stor. Bolaget har 9 basprodukter som inte är direkt överlappande. Att produkterna dessutom är lågt prissatta (de flesta 99 SEK per månad) på en absolut nivå bedöms barriärerna att köpa ytterligare tjänster för den enskilda kunden som låga. Utöver detta erbjuder Fortnox även försäkring och finanstjänster. Dessa utgör idag en mindre del av omsättningen (cirka 15 %) men är på sikt en ytterligare möjlighet till merförsäljning till befintliga kunder. Sammantaget estimeras ARPU öka till 151 SEK 2020E motsvarande en CAGR om 7 % -

### NUVARANDE KURS

61,1 kr



### ARPU per månad, R12



**Ökad konkurrens kan försämra tillväxten.** Under tiden som Fortnox erövrat en stor marknadsandel har flertalet konkurrerande molnbaserade alternativ tillkommit. Trots Bolagets ledande position kan det innebära svårigheter för att bibehålla marknadsandel för de som konverterar till molnbaserat. Vidare finns idag flertalet mindre bolag som vänder sig till samma kundgrupp med en betydligt mer automatiserad lösning. Framgent blir det således en nyckelfaktor att kunna utveckla plattformen för att bibehålla befintliga samt erövra nya kunder.

**I ett Base scenario** förväntas Fortnox växa antalet kunder med CAGR 24 % och ARPU med 7 % till 2020E. Sammantaget ger det en omsättningstillväxt om CAGR 36 %. EBIT-marginalen estimeras öka från 23 % 2017 till 37 % 2020. Detta hänförs till skalbarheten i licensieringen av mjukvara. Dessutom väntas merförsäljningen till befintliga kunder medföra lägre kostnadsökningar jämfört med försäljning till nya kunder.

Base scenario	2018E	2019E	2020E
Omsättningstillväxt	41 %	38 %	34 %
EBIT-tillväxt	62 %	63 %	52 %
EV/EBIT	34,8x	21,3x	14,0x

Värderingen baseras på en peer-grupp av svenska snabbväxande mjukvaruföretag vilka estimeras växa EBIT med i instt 30 % 2018E och 2019E.<sup>1</sup> Dessa handlas till en median-EV/EBIT om 19x 2019E. Utifrån detta bestäms en targetmultipl om 17,5x på nästa års vinst. Applicerat på EBIT 2020 ges en implicit uppsida om 18 % på 12 månaders sikt.

**I ett Bull scenario** estimeras Fortnox växa antalet kunder med 26 % och ARPU med 9 % till 2020E. EBIT-marginalen förväntas öka till 39 %. Givet en targetmultipl om 18,5x ges en implicit uppsida om 51 % på 12 månaders sikt.

**I ett Beare scenario** estimeras Fortnox växa antalet kunder med 18 % och ARPU med 5 % till 2020E. EBIT-marginalen förväntas öka till 28 %. Givet en targetmultipl om 18,5x ges en implicit nedside om 38 % på 12 månaders sikt.

# 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, DDM Holding, TalkPool, Stillfront Group, Nordic Leisure, Aspire Global, Fortnox och Nordic Waterpoofing.

## Emil Erbing 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.