



LULEÅ CAPITAL MANAGEMENT

# AKTIEANALYS

# Nepa

Analytiker: Lukas Broman

DATUM: 20-02-2022

LULEÅ CAPITAL MANAGEMENT

Ansvariga utgivare:

Isak Jonsson , Ordförande

Robin Strömberg, Kapitalansvarig



## INTRODUKTION

Nepa är ett konsultbolag med fokus på onlinebaserad varumärkesuppföljning. Detta sker via automatiserad datainsamling, dataanalys och distribution av insikter och förslag till åtgärder.

Nepa är grundat av Ulrich Boyer i Stockholm 2006, han är för tillfället också VD för bolaget sedan ett kort tag tillbaka. Nepa är värderat till 604 miljoner Kronor och är listat på First North. De hade i slutet av 2019 över 350 kunder över hela världen och de har kontor i Stockholm, Helsingfors, Köpenhamn, Mumbai, New Dehli och New York.

Från att Nepa gick till börsen 2016 så har de inte imponerat på marknaden. Bolaget genomför nu en förändringsresa från en traditionell konsultverksamhet mot en SaaS-modell (software as a service) med mål om högre marginaler, stabila intäktströmmar och högre omsättningstillväxt.

## BESKRIVNING AV BOLAGET

Nepa delar upp deras intäkter utifrån vilka lösningar, intäkstyp samt vilka marknader intäkterna generar på. Här kommer en beskrivning om samtliga.

### Lösningar

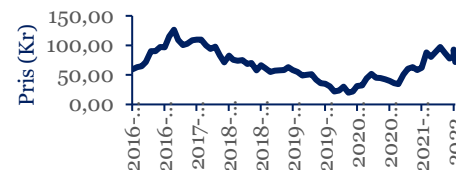
Nepa hjälper kunden med tre områden vilket är optimering av marknadsföring (Marketing optimization, MO). Det här området står för 71% av intäkterna och innefattar brand health tracking samt marketing mix modellering. Som namnen antyder så handlar det om att underhålla och utveckla företags varumärken. Detta gör man via undersökningar mot konsumenten samt simulering av hur kundens marknadsföring driver försäljning. Nästa område är, förbättra kundupplevelsen (Customer experience, CX och Path to Purchase PtP) som står för 13% av intäkterna. Nepa undersöker här kundens upplevelse, ofta genom att fråga, exempelvis vid ett besök eller vid en retur. Svaren analyseras i mjukvaran och bildar en uppfattning om vilka investeringar som kan bidra till kundnöjdhet. Path to purchase hjälper kunden att se konsumentens väg genom butiken. Sist har vi Innovation acceleration (IA), 16% av omsättningen. Här får man hjälp att fastställa vilka produkter och tjänster som har potential i framtiden för kunden. Detta sker via lösningar som undersöker behoven hos kunden, om det är kommersiellt görbart, samt proaktiv planering av marknadsföringsmixen innan lansering av den nya produkten eller tjänsten.

Dessa tjänster kan både utföras endast via mjukvaran/plattformen, men man kan även tillsätta konsulter. Ett tydligt exempel är vid CX, där mjukvaran kan ge dig insikter och förslag till förbättringar. En konsult kan sedan koppla ihop den potentiella CX förändringar och finansiella utfall, samt analysera om förändringen ger samma värde i praktiken.

# Nepa

Nepa Kursutveckling

## Nepa kursgraf



### Nyckeltal

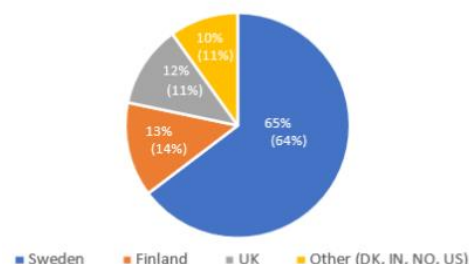
Omsättning: 285 (mkr)	Vinst: 32,4 (Mkr)
Nettokassa: 66,37 (mkr)	ROE: 35,1%
EV/S: 1,8	EV/EBIT: 15,2:
Utdelningsandel: 0%	Nettokassa%: 45,4%

### Största ägare

### Röster %

Ulrich Boyer	19
Elementa Fonder	16,4
Swedbank Robur	12,1
P-O Westerlund	5,4
Alcur Select	5,2

Sales split by market, Jan-Sep 2021



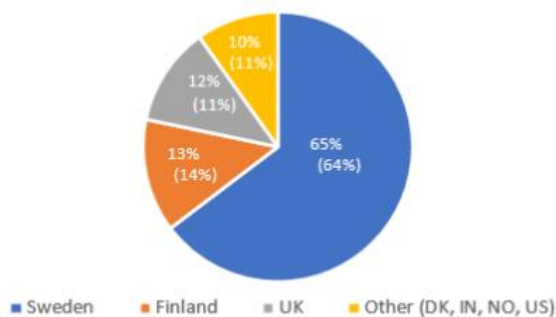
## Intäktsstyp

Intäktsströmmarna består av återkommande intäkter (ARR) i form av en abonnemangsmodell där man signar upp sig på minst 12 månader, eller av engångskaraktär (Ad hoc). Det kan även vara en kombination av båda där vissa återkommande kunder väljer att köra Ad hoc utöver den abonnemangsmodellen vid exempelvis vissa speciella projekt. I q3 2021 var fördelningen av intäkterna 63% ARR, 37% Ad hoc samt 82% en kombination av båda. Målet är att fler kunder ska gå från den traditionella konsultmodellen mot den nya mjukvaran och därmed ökar andelen ARR.

## Marknader

De primära marknaderna för Nepa är Sverige, Finland och UK samt lite mindre aktivitet i övriga marknader där Indien är en mer framstående marknad. En marknad som man har en liten exponering mot men som visade sig vara svår att ta marknadsandelar på är USA. Det har förklarats med att man där signar längre abonnemang vilket gör det svårare att ta marknadsandelar på kort tid.

Sales split by market, Jan-Sep 2021



## Kunder

Trots att Nepa är ett relativt litet företag så har man avtal med några av de största varumärkena i världen. Många känner kanske igen varumärken som Spotify, ICA, Gant, Coca-Cola, Carlsberg och Disney vilket är ett axplock av Nepas kunder. Se tabellen till höger för en mer utförlig kundlista.

acast	Media Markt
AEG	MTG
Amazon (Prime)	NENT Group
Anheuser-Busch Inbev	MEC Global
Bain & Company	Nokia
Bauer Media	Orbitz
BBC	Paradox
BMW	phd
Boots	Postnord
Burger King	Procter & Gamble
Carat	Psyonix
Carlsberg	RTL
China Unicorn	SAS
Citroën	SBAB
Coca-Cola	SCA
Discovery	Schibsted
Disney	Sony
Dolby	Spotify
Electrolux	Starcom
Ericsson	Storytel
Fazer	Svenska spel
Fiskars	Synsam
FIVE	Tata Motors
Fora	Tele2
Gant	Telenor
Eckes-Granini	Telia
Godrej	The Independent
HBO	The O2
Hemnet	3
Hennes & Mauritz	Unibet
Ikea	Unilever
Kellogg's	Verdane (ad-hoc)
King	Viaplay
Klarna	Virgin Voyages
Kry	Viu
LEGO	Vivo
L'oreal	Willys
Lyko	Wrigley
Mango	Youku
Maxus	ZenithOptimedia
McKinsey	

## ANALYS

### Möjligheter

Ett kännetecken för ett företag som säljer mjukvara är att man har höga bruttomarginaler samt att nettomarginalen växer snabbt då försäljningen ökar, dvs en marginalexpansion. Detta sker då kostnaderna sällan blir väsentligt mycket större när man adderar försäljning. Nepa har som mål att långsiktigt ha en rörelsemarginal (Ebit) som överstiger 20% vilket jag tror är försiktigt räknat då det redan är på god väg dit. Innan övergången till en SaaS-modell så var marginalen som högst 2014 då den låg på 7,5%. 2021 låg den på 12% vilket enligt mig bekräftar tesen att man framgångsrikt rör sig från den traditionella konsultverksamheten till att mer fokusera på mjukvara. Marknaden i Finland ska vara helt migrerad till den nya plattformen och enligt Nepas IR-avdelning så håller den svenska marknaden på att migreras för tillfället och UK kommer migreras i slutet av 2022.

Om man tittar på värderingen så känns den inte alls så farlig. P/E ligger på 18,6, om man i stället kikar på EV/Ebit vilket många anser är lite mer rättvist så visar den 15,2. EV står för enterprise value vilket betyder att man adderar nettoskulden till börsvärdet. Eftersom Nepa har en nettokassa så kommer EV istället bli lägre än börsvärdet. Om man tittar på Ev/S så ligger det på 1,8. Både EV/ebit och Ev/S ligger ganska i linje med den genomsnittliga värderingen på stockholmsbörsen om inte aningen billigare enligt min uppfattning. Frågan är dock om det ska värderas till samma multiplar som ett genomsnittligt bolag på Stockholmsbörsen?

SaaS bolag kännetecknas av att ha höga värderingar på grund av potentialen, det kan ofta handla om värderingar som är fem gånger högre än Nepas. Jag anser inte att de förtjänar en sådan värdering men jag tror att det är betydligt större chans att en rimlig värdering är högre från dessa nivåer än tvärt om.

Det nämns inte vilket mål bolaget har gällande omsättningstillväxten. Exklusive 2020 som var ett lite annorlunda år på grund av pandemin så har tillväxten varit kring 10% de senaste åren och de två senaste kvartalen växt närmare 20% enligt börsdata. Jag ser en rimlig omsättningstillväxt kring 10-15%. Detta eftersom man lyckats växa dessa siffror



tidigare samtidigt som de nu även anlitat en säljavdelning som inte funnits tidigare. Det är desto svårare för en utomstående att veta när investeringen i säljteamet börjar bära frukt. Jag känner att man som utomstående har svårt att analysera detta och väljer därmed att räkna med lite säkerhetsmarginal.

Avslutningsvis gällande möjligheter så vill jag säga att för att ge extraordinär avkastning är omsättningstillväxt, marginalexpansion samt multipelexpansion bra att sträva efter. Nepa har potential att uppfylla alla dessa kriterier men som med alla Case finns det även risker.



## RISKER

En risk är att likviditeten är väldigt låg i aktien vilket kan medföra att aktien kan röra sig kraftigt på nyheter, positiv som negativa. Man har däremot sett att under den nyligen turbulenta tiden så har aktien stått emot relativt bra. Detta kan kanske härledas till den låga värderingen och en stabil aktieägarbas som har förtroende i caset.

En annan kortsiktig risk kan vara att investeringar i säljteamet samt andra nödvändiga investeringar i plattformen skulle kunna slå på marginalen kortsiktigt.

En annan riskfaktor är konkurrenter som kan ta marknadsandelar av Nepa av olika anledningar. Eftersom Nepas SaaS-modell är ganska unik och inte har övertygat hela marknaden så blir det också att man konkurrerar med mera traditionella aktörer, som exempelvis Accenture.

Det finns även aktörer som också jobbar med SaaS-lösningar, här ska man hålla ett extra öga på den brittiska konkurrenten YouGov som jag tycker liknar Nepa fast är aningen större. Hur vet man att Exempelvis Yougov inte är mycket bättre än nepa och ta deras kunder? kvalitén i mjukvaran är svår för utomstående att verifiera. Det jag kan säga är att VD Ulrich säger att kunderna älskar den nya plattformen

Nutid			
EV/Ebit	15,4	15,4	15,4
Börsvärde Tot och per aktie	624	624	624
Nettokassa Tot	89,62	45%	
EV	534,38	534,38	534,38
Ebit	34,7	34,7	34,7
Omsättning	285	285	285
Antaganden			
	Baise	Medel	Bull
omsättningstillväxt	1,05	1,1	1,15
Ebit marginal	0,16	0,2	0,25
Ev/Ebit	17	20	25
Nettokassa	44,81 kr	44,81	44,81
Framtiden 2024			
Ebit	52,7877	75,867	108,3623
EV	897,3909	1517,34	2709,059
Börsvärde	942,2009	1562,15	2753,869
nettokassa	44,81	44,81	44,81
Avkastning 3år %	50,993734	150,344551	341,3251
CAGR %	0,1472366	0,35783203	0,640286
CAGR %	14,7	35,8	64

och trots att priserna för den nya lösningen är högre än innan så har ingen kund sagt nej till migreringen. Trots att Ulrich visar förtroende för affärsmodellen så anser att den största risken för aktien är om nepa skulle tappa kunder av någon anledning. Det blir då direkt svårt att räkna hem caset eftersom de positiva effekterna av SaaS-lösningen blir det omvända.

## SERVETTKALKYL

Investeraresn Edgar Wachenheim III säger i sin bok common stocks and common sense, att om du får en homerun så spelar det ingen roll vart på läktaren du träffar. Jag tolkar det som att det viktigaste i ett investeringsbeslut är inte hur nära din analys är det verkliga utfallet, utan jakten på ett bra bolag och bra framtida avkastning. Jag kommer därmed inte göra en DFC (diskonterad kassaflödesanalys) eller liknande som ger mig en exakt rikt Kurs. Utan via konservativa antaganden som presenterats under analysens gång ta fram en potentiell utveckling på hur nepa skulle kunna gå de närmsta tre åren. Mina antagande är att nepa ska handlas till EV/ebit 20, efter tre år ha en Ebit-marginal om 20% och växa omsättningen 10% årligen. Antagandet utgår också ifrån att Nepa har halverat nettokassan (för enkelhetens skull). Det ger en uppgång på 150% på tre år eller nästan 36 procent årligen. Det är en siffra som är över LCMs långsiktiga mål. Sedan kan man justera dessa uppskattade siffror om man är mer optimistisk eller pesimistisk men oavsett anser jag att risk/rewarden är bra och chansen att bollen hamnar på läktare finns där. Se figur tabell 2 för servettkalkylen där även ett mer optimistiskt och ett pesimistiskt scenario förekommer. Observera att det negativa scenariot fortfarande innefattar en tillväxt, även om den är låg. Jag har alltså inte räknat med ett scenario där tillväxten är negativ eftersom jag inte anser det troligt. Ett sådant scenario hade dock orsakat ett sämre utfall.





*Ulrich Boyer, Tf.VD*



*Niclas Öhman, CPO*



*P-O Westerlund,  
Styrelseledamot/storägare*

## VD OCH STYRELSE

Jag ska här snabbt nämna några nyckelpersoner i styrelse och ledning. Urvalet är baserat på tidigare erfarenheter men även hur investerade de är i företaget, vilket skapar incitament att skapa aktieägarvärde. Grundare och största ägare i Nepa med 1 492 624 aktier och 19% av rösterna är Ulrich Boyer. Han har tidigare erfarenheter som entreprenör och har startat flera framgångsrika företag innan. Han är före detta styrelse ordförande sedan 2009 men valde att ta över som VD när tidigare VD och storägare P-O Westerlund valde att sluta på egen begäran. P-O fortsätter istället som styrelseledamot och har ett innehav på 426 169 aktier.

En till viktig person anser jag är Niclas Öhman som är chief product officer. Han följer också pilotskolan och har nästan 200 000 aktier i bolaget. Jag kan gissa att hans roll innefattar mycket kring kvaliteten i den nya plattformen vilket också gör honom till en nyckelperson.

## SAMMANFATTNING

Nepa är ett konsultföretag som inriktar sig på att hjälpa sina kunder med sin markandsföring. De är just nu mitt uppe i en förändringsresa där de håller på att ändra sin affärsmodell från den klassiska konsultmodellen till en SaaS-modell. Plattformen heter Consumer science platform och har som mål att öka Nepas rörelsemarginaler, öka omsättningstillväxten samt driva mer kunder mot en prenumerationsmodell. Värderingen är attraktiv och insiderägandet är stort.

Riskerna i det här caset är kortsiktig volatilitet på grund av låg likviditet i aktien. En annan risk är om den hitills lyckade migreringen till den nya plattformen av någon anledning skulle avta.

Om man ser till den data som är presenterad så går det här caset lätt att räkna hem och nedsidan är begränsad. Nepa passar även bra in i LCMS portfölj ur ett diversifieringsperspektiv.

*Lukas Broman*

### **Disclaimer**

*De köp- och säljmotiveringar som Luleå Capital Management publicerar är varken investeringsråd eller rekommendationer. Före ni genomför ett köp respektive sälj bör ni alltid genomföra en egen analys och därmed inte handla enbart baserat på vad Luleå Capital Management presenterar. Handel med finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk och Luleå Capital Management friskriver sig helt från ansvar för det resultat som kan bli följden.*