

Daniel Svensson: 24SevenOffice hoppas norska moln kan täcka även Sverige



Norska 24SevenOffice vill noteras på Aktietorget och idag är sista teckningsdag för den som vill vara med i introduktionen. I bästa fall kan detta bli ett nytt Fortnox, även om 24SevenOffice här och nu varken kan mäta sig i tillväxt eller lönsamhet med det svenska succébolaget. Men normmännen har tagit en stor del av hemmamarknaden med sina molntjänster vilket är klart lovande. Får man fäste även i Sverige kan aktien bli bra - trots en hög prislapp.



Att få redovisningsbolagen att använda och sälja 24SevenOffice abonnemang och moduler är viktigt för att nå framgång. Här partnern PwC:s kontor i Oslo.

24SevenOffice är ett norskt affärssystemföretag med 50 anställda och knappt 80 Mkr i årsomsättning. Bolaget påminner om den svenska börsuccén Fortnox med sina helt webbaserade affärssystem. Skillnaden är att normmännens system är lite mer avancerat och vänder sig till större kunder. Och att bolaget är i en tidigare utvecklingsfas än det superlönsamma Växjöföretaget.

24SevenOffice				
Börskurs:	6,50 kr			
Antal aktier (miljoner):	53,3			
Börsvärde:	347 Mkr		VD	Staale Risa
Nettokassa:	30 Mkr		Styrelseordförande	Karl-Anders Grønland
SvD Börsplus huvudscenario				
	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	62	80	100	120
- Tillväxt		28,0%	25,0%	20,0%
Rörelseresultat	2	6	6	13
- Rörelsemarginal	2,6%	8,0%	6,0%	11,0%
Resultat efter skatt	1	5	5	10
Vinst per aktie	0,02	0,09	0,09	0,19
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
Avkastning på eget kapital	-6%	399%	19%	32%
Operativt kapital/omsättning	-32%	-14%	-14%	-14%
Nettoskuld/EBIT	1,2	-5,1	-6,7	-4,0
P/E	325,0	72,2	72,2	34,2
EV/EBIT	194,4	49,5	52,8	24,0
EV/Sales	5,1	4,0	3,2	2,6

SvD Webbaseerade affärssystem är en nisch med god tillväxt. Allt fler kunder byter ut lokalt installerade system mot webbaserade abonnemangstjänster. 24SevenOffice har en helt webbanpassad produkt för bland annat redovisning, fakturering, CRM, projektstyrning med mera.

Företaget vill nu noteras på Aktietorget. Investerare erbjuds att teckna nyemitterade aktier för 40 Mkr. Sista teckningsdag är idag 6/12 så den som är intresserad får vara snabb. Motivet till emissionen är främst att få in pengar för en rejäl etablering i Sverige.

Börsnoteringen	24SevenOffice
Lista	Aktietorget
Omsättning rullande tolv månader	77 Mkr
Antal anställda	50
Teckningskurs	6,50 kr
Rådgivare	Partner Fondkommission
Storlek på erbjudande	40 Mkr (varav 100% nyemission)
Börsvärde efter IPO	Cirka 347 Mkr
Emissionskostnad	Cirka 4 Mkr (10,0% av erbjudandet)
Säkrad andel av IPO*	61%
Investerare som ska teckna i IPO	Humle Kapitalförvaltning, O.Molse, Quiq Distribution, G.Dal, S.Rustad m.fl. (61% i åtagande)
Garanter	-
Varningsflaggor**	Inga upptäckta varningsflaggor
Sista teckningsdag	2017-12-06 kl 15.00
Beräknad första handelsdag	2017-12-21 (15 dagars väntetid)
* Andelen av antalet aktier i erbjudandet som på förhand är säkrade via förbindelser (garantiåtagande/teckningsåtaganden).	
** Särskild metodik. Se faktaruta nedan.	
Källa: SvD Börsplus / bolaget	

Varningsflaggor enligt Börsplus IPO-guide

Artikeln [IPO-guidens 24 varningsflaggor](#) beskriver den granskningsmetod som Börsplus använt för cirka 100 noteringar.

Flertalet IPO-er får någon eller några varningsflaggor. En varningsflagga är alltså inte så allvarligt i sig utan mer en signal om att man som investerare bör fundera ett extra varv kring vissa aspekter.

Börsplus hittar inga varningsflaggor i 24SevenOffice

24SevenOffice är redan stora i Norge med en marknadsandel på nästan 25 procent i sitt segment av marknaden, nämligen små- och medelstora företag med 2-200 anställda. Men bara runt 700 av de totalt 24 000 kunderna finns i Sverige. Genom att rekrytera ett Sverige-team på ett 10-tal personer och knyta upp återförsäljare hoppas man ändra på det.

En viktig del av strategin är att expandera med hjälp av återförsäljare och partners. Nyligen slöt man avtal med Telenor som ska erbjuda 24SevenOffice abonnemang som del i ett större erbjudande riktat mot företagsmarknaden. Men den viktiga försäljningskanalen är redovisningsbranschen. I Norge har framgångarna med att få bolag som PwC att sälja 24SevenOffice lösningar till sina kunder varit en stor faktor i framgången. Runt 60 procent av intäkterna genereras av återförsäljare och partners.

Ledningen lyfter fram att bolaget investerat mycket i ett erbjudande av SvD. Ledningsbolag som både låter dem själva sköta sitt bolag med hjälp av 24SevenOffice mjukvaror och ger dem en möjlighet att tjäna pengar på att sälja abonnemang och moduler till sina kunder. Vi känner igen den här strategin från Fortnox som knutit så gott som alla stora svenska byråer till sig. 24SevenOffice hoppas få en liknande roll men för lite större slutkunder än de Fortnox vänder sig till.

Målsättningen är att växa 30 procent om året de kommande åren medan 24SevenOffice inte säger mycket om vilken lönsamhet som är att vänta. På rullande 12 månader får vi det till att företaget omsätter cirka 77 Mkr med 6,5 Mkr i rörelseresultat motsvarande 8,2 procent marginal (siffrorna är otydliga efter att 24SevenOffice nyligen delats upp i en del som ska lansera produkten i USA och i den nordiska del som nu noteras, mer om det i fördjupningen nedan). Tillväxten har snittat 30 procent sedan 2015, enligt bolaget.

Aktien säljs för 6,50 kronor vilket ger ett börsvärde på knappt 350 Mkr. Bolaget får en nettokassa på 30 Mkr. Detta ger en värdering på EV/Sales 4,1 räknar på rullande intäkter. Det låter skyhögt men den typ av abonnemangintäkter som bolaget har tenderar att värderas högt på börsen.

Det ligger nära till hands att jämföra 24SevenOffice med Fortnox som värderas ännu högre. Det är liknade drivkrafter på marknaden som gynnar bägge bolagen och de har liknande affärsmodeller. Som tabellen nedan visar värderades Fortnox högre än 24SevenOffice när bolagen var jämnstora, men växte också ett par snäpp bättre med högre marginal. Värderingsskillnaden kan nog vara befogad. Utvecklingen för Fortnox mellan 2013 och 2017 visar vilken stor potential som finns i affärsmodellen vid tillväxt.

24SevenOffice och Fortnox			
	24SevenOffice*	Fortnox 2017**	Fortnox 2013***
Intäkter, Mkr	77	248	82
Tillväxt	30%	44%	43%
Personalkostnad/intäkt	50%	44%	49%
Rörelseresultat, Mkr	6,3	63	11,5
Rörelsemarginal	8,2%	25,4%	14,0%
Antal kunder	24000	191000	70000
Intäkt/kund och år, kr	3417	1298	1171
Börsvärde, Mkr	347	2800	505
Nettokassa, Mkr	30	90	27
EV/Sales (rullande)	4,1	10,9	5,8
EV/Ebit (rullande)	50,3	43,0	41,6
* Flera uppgifter är uppskattningar av SvD Börsplus			
** Rullande 12 månader tom september 2017			
*** Kalenderår 2013			

24SevenOffice och Fortnox i jämförelse

Växjöbolaget Fortnox har blivit en enorm börsuccé genom sin starka tillväxt inom affärssystem för få- och emansbolag. 24SevenOffice har en liknande affärsmodell men vänder sig till lite större kunder.

Något som kan förklara lönsamhetsskillnaden är att det norska bolaget har en mindre hemmamarknad och valt att utveckla en svensk version av sin produkt. Fortnox underhåller däremot endast en version av sin mjukvara, något som drar mindre kostnader. Å andra sidan är den tillgängliga marknaden också mindre.

Det finns skönhetsfläckar i den här IPO:n. En otydlig ägarbild (se **SyD**), bristande finansiell historik och en absolut sett hög prislapp. Det är alltid lätt att känna skepsis mot utländska bolag som noterar sig i Sverige. Är de ute efter en hypevärdering de inte kan få hemma där de är välkända och mindre exotiska?

Sammantaget överväger de positiva inslagen ändå:

Vinstankare i Norge. Mogna abonnemangsbaserade mjukvarubolag (så kallade SaaS-bolag) är notoriskt lönsamma. Det syns inte så mycket av det i 24SevenOffice trots att de kämpat i många år. Vi tror ändå att om man isolerar den norska rörelsen skulle marginalerna vara höga (kanske 20 procent) givet att tillväxten håller i sig något år till. Detta är stabila vinster då kunderna ogärna byter affärssystem när de väl infört ett. 24SevenOffice tappar runt sju procent av sina kunder årligen ("churn") vilket är en måttlig siffra.

Rimlig tillväxtplan. Bolaget har lyckats ta en stor del av marknaden i sin nisch i Norge under, föreställer vi oss, hård konkurrens från Visma. Även om det är skillnad mellan länderna så lovar det gott för Sverigesatsningen. Om något är marknaden mer mogen för skiftet till molntjänster nu än för några år sedan vilket är gynnsamt. Konkurrensen är tuffare, men enligt vad vi hör från upphandlingskonsulter har bolaget en konkurrenskraftig produkt trots att den har många år på nacken. En pusselbit som återstår att lägga är avtal med svenska redovisningsbolag.

Chans till bra avkastning i ett halvoptimistiskt scenario. Det kostar runt 25 Mkr över 2018-19 att bygga upp en rörelse i Sverige så mogna marginaler lär inte bolaget ha förrän i ett senare skede. Därför väljer vi att värdera det på EV/Sales. Håller tillväxten i sig i nuvarande takt är det klart rimligt att marginalerna utvecklas i riktning mot 20 procent om ett par år. Ligger en sådan utveckling i korten vore det inte konstigt med en värdering på 4 gånger intäkterna, vilket ger en godkänd avkastningspotential på 50 procent för aktien.

Huvudägare i 24SevenOffice är bolaget 24SevenOffice AS ("AS") med cirka 80 procent efter den nu aktuella emissionen. Ägarbilden i AS är otydlig. En stor ägare är Stian Rustad som varit VD och en av grundarna av 24SevenOffice. Han driver idag ett bolag som har rätt att kommersialisera 24SevenOffice produkt i USA. Rustad äger över 10 procent i AS, enligt prospektet.

Det är inte långsökt att tänka sig att AS är säljare av aktier när lock-up-en går ut om ett år givet att USA-satsningar kan kräva kapital. För övrigt har ägare av AS konverterat aktier i AS till drygt 330 000 24SevenOffice aktier, värda drygt 2 Mkr, inför noteringen. Dessa lyder inte under lock-up utan kan säljas.

Fondbolaget Humle agerar tyngsta ankarinvestor och får 3,6 procent av aktierna initialt efter notering. Deras småbolagsfond har varit framgångsrik (5 stjärnor hos Morningstar) men har inget rykte som pricksäker IT- och teknikinvesterare.

Ägarbilden är ett minus, anser vi.

VD Staale Rise kommer att äga 2,8 procent av bolaget efter noteringen. Han har varit verksam i 24SevenOffice sedan starten på 1990-talet.

Värdering

Aktien säljs till EV/Sales kring 4 vilket är en mycket hög värdering generellt sett. Jämfört med bolag med en SaaS-modell som nått storlek är det däremot inte särskilt dyrt (se tabell nedan). Fortnox värderas väsentligt högre liksom Xero, från Nya Zeeland, som är de mest jämförbara bolagen. Dessa bolag är dock väsentligt större rent intäktsmässigt än 24SevenOffice.

Utdelning

Ingen utdelning är att vänta de närmaste åren eftersom bolaget vill prioritera tillväxt och att etablera en stark position i Sverige.

Bolag	Avkastning 1 år %	P/E 2018E	EV / EBIT 2018E	EV / Sales 2018E	EBIT-marginal 2018E %	Årlig omsättningstillväxt 2017-2019 %	Omsättning 2018E (lokal valuta)
Autodesk	53,0	92,3	65,0	9,3	14,3	26,0	2 550,0
Adobe	68,9	30,6	22,1	8,9	40,4	18,7	8 722,9
Fortnox	51,8	35,6	26,6	7,5	28,3	26,9	346,0
Xero	80,8	241,7	256,4	7,7	3,0	30,0	547,4
Workday	35,3	83,3	66,5	6,8	10,2	23,7	2 661,6
salesforce.com	46,0	57,9	33,3	5,3	16,1	19,6	12 537,6
Genomsnitt	55,9	90,2	78,3	7,6	18,7	24,2	4 560,9
Källa: SvD Börsplus/Factset							
Definition	Aktiens totalavkastning 12 månader, inklusive utdelning	Börskurs delat på förväntad vinst per aktie för 2018E	EV = Börsvärde + Nettoskuld. EBIT = förväntat rörelseresultat 2018E	EV = Börsvärde + Nettoskuld. Sales = förväntad omsättning 2018E	Förväntad rörelsemarginal 2018E	Förväntad årlig tillväxt 2017-2019	Förväntad omsättning 2018E

Information

Detta är en aktieanalys från SvD med köp- och säljråd. SvD är inte ansvarigt för någon form av vinst eller förlust, varken direkt eller indirekt, som uppstår till följd av att SvD:s råd följts. [Läs mer.](#)

