



UPPDRAGSANALYS
3 maj 2018

NETMORE ANALYSGUIDEN



Innehåll

På tröskeln till genombrott	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Netmore	4
Marknad	7
Skalfördelar inom telekombranschen.....	8
Kundcase: Mobilabonnemang/växel	9
Företagserbjudandet (branschoberoende volymprodukt).....	10
Ledning och ägare	13
Vd Koncern	13
CFO.....	13
CTO.....	13
CIO.....	13
Styrelseordförande	13
Tio största ägare	13
Risker	14
Beroendet av nyckelpersoner.....	14
Försäljnings- och marknadsutveckling	14
Samarbete med teknikpartners	14
Ökad konkurrens.....	14
Teknikutveckling.....	14
Investment case.....	15
Prognoser och värdering.....	15
Disclaimer	18

På tröskeln till genombrott

Netmore, tidigare North Net Connect, satsar på att skapa riktig bra inomhustäckning till svenska mobilkunder via lokala mobilnät, där användningen gäller både röst och data. Behovet av bättre inomhustäckning kommer att öka ytterligare när 5G introduceras.



Datatraffiken fortsätter att växa snabbt och bristfällig mobiltäckning finns idag på många platser. Inte minst gäller det modernt byggda isolerade hus, men även andra miljöer som sjukhus, bergum, industrier, köpcentrum etc där radiosignaler lätt stängts ute. Netmore erbjuder lokala mobilnät där kunden kan roama med en annan mobil-operatör utanför fastigheten.

Netmore erbjuder sina kunder att köpa radioutrustningen, en liten basstation och WiFi-access punkter för de lokala mobilnäten. Dessa kopplas sedan upp med bolagets molntjänst som baseras på en AXE-växel och en WiFi-controller. Detta kallas core nät och har köpts och sedermera utvecklats av bolaget. Kunderna måste byta till Netmores SIM-kort som fungerar i det lokala nätet. Utanför huset roamar kunden med någon annan av de mobiloperatörer som samarbetar med bolaget. För Netmores del är trafik- och andra återkommande intäkter från mobilkunderna det intressanta i kalkylen, där kapacitet idag finns för 2 miljoner användare. För industrikunder erbjuder Netmore förutom bra inomhustäckning även integration av kundens IT-system via bolagets patenterade lösning Tarifflex technology. Ett företagskontrakt kan variera från 20 tusen till flera miljoner kronor.

Vi räknar med att Netcom behöver ta in 20 miljoner kronor till 20 procent kursrabatt under 2018 innan bolaget kan bli kassaflödespositivt från år 2019. Detta förutsätter en snabb intäktsstillväxt. Värderingsmässigt kommer vi fram till ett Bas-scenariot på 1,9 kronor per aktie, som varierar från 0,6 kronor per aktie i Bear-scenariot till 6,7 kronor per aktie i Bull-scenariot. Kalkylerna är gjorda med 14 procent diskonteringsränta samt 2 ½-3 ½ procent årligt tillväxtantagande vid kalkylperiodens slut.

Utfall och riskjusterade prognoser, Bas-scenariot

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Omsättning	3,5	8,7	20	70	100	150
Rörelseresultat	-9,1	-22,7	-25,3	1,4	13,5	35,3
Årets resultat	-10,6	-22,2	-26,5	0,9	12,9	32,9
Resultat per aktie, kr	neg.	neg.	neg.	0,04	0,53	1,36
P/E-tal, ggr	0	n.m.	n.m.	52,6	3,7	1,5
Nettokassa	0,7	6,0	-0,5	0,4	13,3	46,2
Eget kapital	9,2	26,9	20,3	21,3	34,2	67,1

Källor: Netmore och Jarl Securities.

Datum: 3 maj 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Netmore (North Net Connect)
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Rikard Slunga
Styrelseordförande: Rolf Norberg
Marknadsvärde: 23 MSEK
Senast: 2,00
Kort om Netmore: Bolaget erbjuder företag och fastighetsägare lokala nätlösningar som ger bättre prestanda inomhus och smidig övergång mellan olika nät. Till det adderas abonnemangs- och IT-integrations-tjänster.

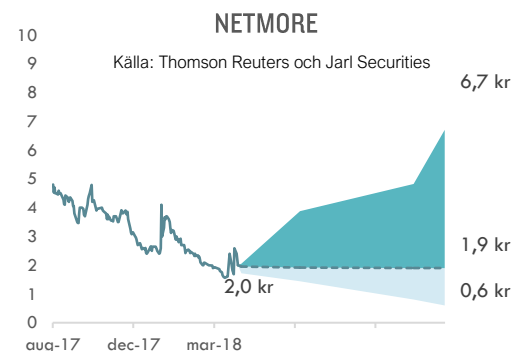
Möjligheter och styrkor: Bolaget vänder sig till en mobilmarknad som totalt sett är värd 50 miljarder kronor (avser Sverige) varav 80 procent av trafiken sker inomhus. Med 25 procent intresserade kunder och 3 procent marknadsandel motsvarar det potentiellt 300 miljoner kronor i årliga intäkter för Nremores del.

Företagsledningens kontaktnät inom telekomsektorn ökar sannolikheten för att hitta intressanta samarbetspartners både på leverantörs- och operatörssidan.

Risker och svagheter: Det finns historiska exempel på liknande företag inom teknik- och telekomsektorn som trots mycket bra teknik och kunskaper kring sektorn ändå inte lyckats lyfta sina intäkter i tillräcklig omfattning.

Telekomsektorn har stora skalfördelar som det är nödvändigt att nå för att kunna genomföra nödvändiga investeringar. Netmore har dock redan en stor kapacitet som kan koppla upp lokala nät i alla länder och behöver inte investera några nämnvärda belopp den närmaste tiden.

Värdering: Bear 0,6 kr Bas 1,9 kr Bull 6,7 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



VD Rikard Slunga, CTO Johan Jobér och CIO Thomas Norberg har alla ägnat i stort sett hela sina yrkesverksamma liv åt telekom- och IT-branschen. Sammantaget har ledningen ett mycket högt kunnande om och kontaktnät inom dessa sektorer. Övriga nyckelpersoner är styrelseordförande Rolf Norberg, styrelseledamoten Hans Berndorf samt bolagets säljchef Edward Rasmus.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Arnfinn Röste är huvudägare i Netmore via sitt bolag Advanced Research Sweden AB, medan Johan Jobér är tredje största ägare i bolaget. Tillsammans med VD Rikard Slunga drev de tidigare bolaget Nordisk Mobiltelefon. Näst största ägare är LMK-bolagen som brukar dyka upp i denna typ av potentiella tillväxtföretag.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Bolaget hade en nettoskuld på cirka 6 ½ miljoner kronor per 31 mars 2018. Med en burn-rate på 2 miljoner kronor per månad och en checkräkningskredit på 5 miljoner kronor kommer bolaget att behöva anskaffa nytt kapital inom ett kvartal. Totalt under 2018 uppskattar vi kapitalbehovet till cirka 20 miljoner kronor. Vi har tagit hänsyn till att bolaget nyligen beviljades cirka 6 miljoner kronor i bidrag för ett par Vinnova-finansierade projekt tillsammans med bl.a. det allmännyttiga bostadsbolaget SABO.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Netmore jobbar inom ett nischområde, bättre inomhustäckning för mobiltelefoner, datorer och alla enheter som behöver kopplas upp till internet. Eftersom allt användning sker inomhus, datatrafiken fortsätter att växa samtidigt som 5G men även sakernas internet (fastigheter, fordon etc.) bör behoven växa kraftigt.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Det finns en risk att bolagets försäljningsprocesser drar ut på tiden. Utvecklingen så här långt indikerar att fastighetsägare är den kundkategori där detta är mest påtagligt, även om många fastighetsägares idag visar ett stort intresse för företagets lösningar.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Netmore

Netmore grundades 2011 av Mats Ragnarsson och Johan Jobér. Bolagets nuvarande styrelseordförande Rolf Norberg anslöt sig till bolaget år 2013. Bolagets nuvarande VD Rikard Slunga har en mångårig bakgrund från telekomindustrin, både inom Ericsson-, Telia- och Vodafone. Grundarkonstellationen ägde och jobbade under åren 2003 till 2009 med bolaget Nordisk Mobiltelefon. Visionen var då att bygga upp ett mobiltelefonnät med den dåvarande teknologin, 3G.

Tidigare hette bolaget North Net Connect men bytte namn till Netmore efter ett bolag som förvärvades i december 2017 och sysslar med optimering av nät drift.

Netmore har de senaste åren lagt ned betydande satsningar på teknikutveckling och förberedde sin kommersiella lansering som en mobiloperatör, vilket skedde i slutet av 2017. Affärsidén är att erbjuda mobilabonnemang med garanterad mobiltäckning via ett eget lokalt mobilnät. Bolaget kopplar sedan upp de lokala mobilnäten till sitt core nät som en molntjänst. Bolagets core nät har kapacitet för två miljoner användare. Det förvärvades för ett antal år sedan från en annan aktör och har sedan dess vidareutvecklats av företaget.

Bolagets tjänster är uppbyggda kring det fria frekvensbanden 1800 MHz, 2400 MHz och 5,2 GHz. Idag har endast Sverige och Nederländerna sådana här fria frekvensband i Europa. Men antalet länder som kommer att kunna erbjuda sådana här fria frekvensband lär växa snabbt i takt med att 5G- lanseras. Detta kommer att göra det möjligt för Netmore att inte bara växa i Sverige, utan även i ett antal andra länder i Europa de närmaste åren.

Vad gäller mobiltelefonkunderna och inom en aktuell fastighet så fungerar det lokala nätverk självständigt med Netmores lösning. Utanför fastigheten kan abonnenterna slå på roamingen på sin telefon då bolaget hyr in sig hos olika operatörer via samarbetsavtal. Den idag mest anlitade samarbetspartnern bland operatörerna är Tre.

Bolagets mobilabonnemangstjänster har fått sina första kunder under kvartal 1/2018. Målet är att nå 5000 mobilabonnemangskunder under 2018 för att sedan

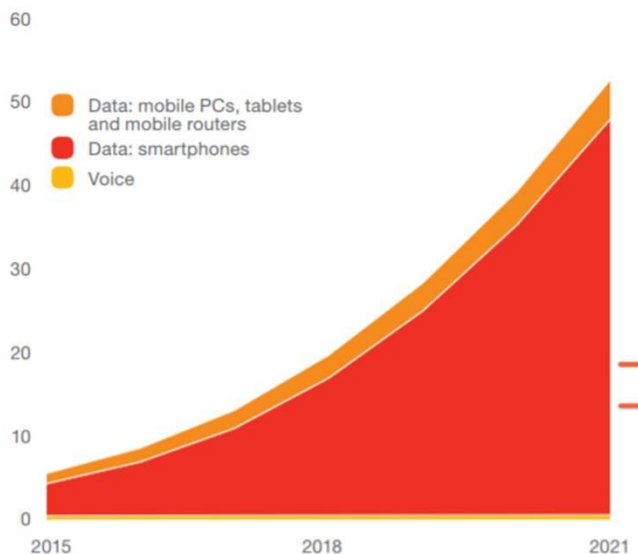
nå kostnadsmässig break-even som ligger omkring 7000 mobilabonnemang i Netmores fall och räknat på en genomsnittlig intäkt om 238 kronor per månad från varje mobilabonnent. Till det kan läggas möjliga intäkter från försäljning av utrustning, system eller IT-integrationstjänsten Tarifflex mot företagskunder.

Det sistnämnda innebär att bolagets företagskunder får ett erbjudande om att kunna integrera sina IT -system så att de blir leverantörsberoende och även fungerar ihop med andra till exempel interna säkerhetssystem hos kunden ifråga. En sådan integration kan ske efter att bolaget levererat en basstationslösning (lokalt nätverk) till en företags-kund. Men det kan också vara ett sätt för företaget att komma in som konsult hos ett medelstort eller större företag där nuvarande operatörlösning (ofta någon av de större) inte fungerar särskilt bra. Typfallet för detta är en industriell miljö eller ett sjukhus.

Historiskt har alla prognosmakare underskattat tillväxten inom datakom. När tekniken utvecklas och allt högre datahastigheter tillåts, så lanseras nya applikationer som äter upp allt bredband.

Datatrafiken fortsätter att skjuta i höjden, framför allt driven av efterfrågan på video

Global mobile traffic (monthly ExaBytes)



Källa: Ericsson

Ju högre upp i frekvensbanden man arbetar desto mer data kan överföras. Men i grunden handlar det om hur mycket spektrum som kan frigöras och användas. Nackdelen är att högre frekvenser når kortare sträcka och blir allt mer känsliga för störningar. Det räcker med ett kraftigt regn för att störa datatrafiken i ett radionät. Men även inne i en enskild fastighet kan mottagningen redan idag vara dålig. Det beror bland annat på att moderna byggnader kan vara tätt byggda vad gäller

exempelvis fönster, men även att sikten mot en mast kan vara sämre än den bör vara. Det är enklast att jämföra med vanligt ljus för att förstå fenomenen. Ljus är ju också våglängder. För att kunna använda ljus så ska det vara öppen sikt mellan sändare och mottagare. I praktiken gäller detsamma för radionät som arbetar i de högre frekvenser vi talar om här. Men utmaningen är att det är mycket ineffektivt att skapa radiovågor i basstationer utomhus som sedan ska nå användaren inne i fastigheten. Ju mer tjänster som användaren kopplar upp, desto sämre fungerar det. Så ökar också behovet av en radiolösning inomhus och nära användaren. Det är en sådan lösning Netmore kan erbjuda och de har idag möjlighet att ta in två miljoner användare i sitt system.

Ett alternativt sätt att förbättra internettäckningen är att installera repeaters. Det är i stor utsträckning den konkurrens som Netmore idag möter. Dessa lösningar är dock generellt dyra för kunden och kvaliteten varierar med den input-signal som kan erhållas utomhus.

Med 5G förväntas datahastigheterna öka med en faktor tio till 100, antalet uppkopplade apparater öka med tio till 100 gånger och fördröjningen minska med fem gånger. Allt detta kommer att öka den samlade datatrafiken med en faktor 1000 jämfört med idag. Samtidigt kan den nya tekniken givetvis också reducera en del av problemen med svag internettäckning i mer utmanande miljöer, även om problemen inte blir lösta ens då.

De stora näten drar väsentligt mer energi än de mindre lokala näten. Även om användning av antenner inom högfrequens med låga förluster är en teknik för framtiden, kommer de lokala näten fortsatt att förbruka mindre energi. Frågan är hur tungt hållbarhetsfrågan kommer att väga i enskilda kunders beslut kring nya internettäckningssystem.

Streamad video och framför allt dataspel kräver också snabbhet i nätet där datamängden är underordnad snabbheten i form av fördröjning. Förutom gigantiska datamängder är fördröjningen huvudfokus i nästa generation av mobilnät. Visionen är att kirurgen ska kunna stå på ena sidan av jordklotet och utföra en operation på distans och aldrig uppleva någon fördröjning mellan att han/hon rör ett instrument på sin sida jorden och att detta sker i operationsrummet på den andra sidan av jordklotet. Detsamma gäller drift av utrustning i områden som är hälsofarliga som de i djupet nere i gruvor. Alternativt styrning av de allt vanligare drönarna liksom självstyrande bilar. I båda fallen inses att en god internettäckning är en förutsättning för säker drift.

Visionen är att utbyggnaden av 5G ska vara stor och att fördröjningen i 5G-näten ska vara omkring en millisekund vilket är ett enormt högt kvalitetskrav. Standarden för 5G har faktiskt redan börjat sättas redan i början av 2018. Branschens företrädare räknar dock i allmänhet med att peaken i 5G-investeringarna ska infalla under perioden 2020 till 2025. När 5G-näten byggs ut kan en följd bli att lokala och större nät byggs ihop.

Utbyggnaden av sakernas internet och framförallt de som är kopplade till hemmiljön är en annan kommande händelse som kan skapa en stor potential för Netmore. För att dessa styrfunktioner inom ett hem ska fungera krävs naturligtvis ett internet som fungerar med högsta tekniska prestanda.

Illustration av ägarens fjärrstyrning av det smarta hemmet.



Repeater på hustak



Marknad

WiFi är mycket bra för höga datahastigheter framförallt inomhus. Mobilsystem har lägre datahastighet men har mycket bättre mobilitet vilket ger mer robusthet.

De etablerade telekomoperatörerna inriktar sig i första hand på de större företagskunderna och anläggningarna. Det betyder att fastighetsägare i allmänhet och bostadsrättsföreningar i synnerhet är ett segment där Netmore kan verka med en begränsad konkurrens. Däremot bör en del av de industriella kunderna vara intressanta för operatörerna, förutsatt att de är tillräckligt stora i volymer och intäkter.

Netmore kan med sitt core nät, där AXE-växeln utgör kärnan, erbjuda kunderna fullvärdig mobiltäckning där kunden (till exempel bostadsrättsföreningen) äger radiodelarna och kontrollerar rätten att använda systemet tack vare fria frekvensband. Med en repeaterlösning måste en kund be telekomoperatören om lov att få använda frekvensen ifråga. Tack vare Netmores core nät som levererar en molntjänst kopplas de lokala mobilnäten med olika radioutrustningar upp, styrs och övervakas och ansluter till andra publika nät.

En nedbrytning av den mobilmarknad som Netmore riktar in sig mot och som sedan bedöms vara möjlig att nå är nedbruten i flera steg enligt nedan:

1. Total mobilmarknad i Sverige: 50 miljarder kronor per år.
2. 80 procent av trafiken sker inomhus, 40 miljarder kronor per år.
3. PTS marknadsundersökning visar att 25 procent av kunderna är missnöjda med inomhustäckningen, vilket motsvarar 10 miljarder kronor per år.
4. Netmore vill ta 3 procent av denna marknad, 300 miljoner kronor per år.
5. I framtiden och särskilt med 5G och sakernas internet kan bolagets ambitioner komma att skruvas upp. Det finns också möjlighet att nå utanför Sverige till andra länder i Europa i takt med att fria frekvensband blir lediga för detta ändamål.

Netmores försäljning inriktar sig i huvudsak mot tre olika kundkategorier:

- Industri och logistik. Försäljningen av ett lokalt nätverk för mobiltäckning inom anslutande ytor.
- Företag och kontor. Försäljning av system/nätverk som fungerar lokalt precis som Industri och logistik inte sällan kombinerat med systemintegrationstjänster.
- Bostadsrättsföreningar och andra fastighetsägare. Försäljning av ett lokalt nätverk (system) för förbättrad mobiltäckning i fastigheten. Priset brukar motsvara omkring 7 tusen kronor per lägenhet, alltså cirka 400 tusen kronor för ett mindre punkthus med 60 lägenheter. För större förvaltningsenheter sjunker priset per lägenhet.

AstaZeros testbana för självkörande bilar (samägd av Chalmers och Statens Bilprovvningsanstalt)



Källa: Netmore

På industri- och företagssidan har Netmore ett antal kundreferenser som AstaZero, Käppalaverket, Norrvatten, Täby Centrum och Edströms Logistics. På en gård sex mil utanför Stockholm har Netmore kopplat upp ett lantbruk som är en helt unik lösning i glesbygd. Edströms Logistics-fallet illustrerar behoven i logistik-anläggningar som är stora och ganska kompakta industrihallar med högt i tak. AstaZero slutligen är en föraranläggning för bilar där internettrafiken är driftsäker.

Netmore har konkurrenter som arbetar med att lösa kunders problem med dålig internettäckning inomhus och i svåra miljöer som exempelvis sjukhus och tunnlar. Ett sådant företag är det Kista-baserade MIC Nordics som bland annat installerat sina lösningar på ett antal svenska sjukhus, däribland i Danderyd strax norr om Stockholm. Dessa konkurrerande lösningar handlar ofta om att sätta in antennsystem och förstärkande utrustning i olika former. Netmore erbjuder kunder även dessa produkter.

Skalfördelar inom telekombranschen

Telekom är en bransch som kräver stora investeringar samtidigt som den har låga marginalkostnader. Det ger upphov till skalfördelar, vilket förklarar varför sektorn (både på leverantörs- och operatörssidan är så pass konsoliderad som den är idag). På operatörssidan har nationella oligopol i framförallt Europa gjort att konsolideringen här gått långsammare jämfört med på leverantörssidan.

Netmore har med relativt små medel lyckats etablera en fullvärdig mobiloperatörlösning som ger kunderna inomhustäckning med en egen radiosignal.

För en uppstickare gäller det att snabbt komma upp i en tillräcklig trafikvolym för att kunna bära kostnaderna för bolagets infrastruktur. Denna faktor har Netmore identifierat och bolaget satsar nu mycket på att kraftfullt förstärka marknadsföring och försäljningsinsatser till de utvalda kundkategorierna.

Allmänt sett och framförallt gentemot större kunder ställs det samtidigt krav på att en leverantör inom sektorn ska ha tillräcklig finansiell kapacitet för att kunna genomföra sina åtaganden under en längre tid framöver. Även om Netmore väntas

ha tyngdpunkten av sina affärer mot mindre fastighetsägare och företagskunder, så kommer frågan om kapitaltäckning upp till diskussioner med större kunder. I dagsläget kommer bolaget ibland in som IT-konsulter i ett försteg till att senare förhoppningsvis kunna leverera system till dem. Ofta handlar det om industriföretag som arbetar i litet mer utmanande miljöer vad gäller förutsättningen för internettäckning.

Kundcase: Mobilabonnemang/växel

För att få en uppfattning om ungefär hur Netmores potentiella affärer ser ut har vi med bolagets hjälp tagit fram en kalkyl kring hur en typisk kundaffär skulle kunna se ut. Intäktskalkylen utgår från att en lokal växel väljs (det nedersta av de tre abonnemangstyperna i den översta tabellen överst på nästa sida). Kalkylen är en förenkling, men illustrerar hur den fasta kostnaden för nya mobilabbonenter redan är tagen av bolaget. Det innebär att bolaget kan växa ganska mycket innan de behöver investera i ytterligare kapacitet. Bolaget använder sig av extern leverantör för installationerna och har därför inga flaskhalsar på detta område i dagsläget. Det finns heller inga begränsningar just nu på vare sig hårdvaru- eller kapacitetssidan.

Vår slutsats är att bolagets rörelsemarginal bör ligga omkring 40 procent det första året för att i princip bli närmare 100 procent (inga eller nästan inga kostnader) år 2 och 3). Mycket av bolagets intjäningsförmåga hänger alltså på att sälja in så många telefonabonnemang som möjligt. Hur den faktiska mixen mellan systemleveranser, systemintegrations-konsultarbete och abonnemangstjänster faktiskt kommer att se ut är samtidigt svårt att bedöma. Vi landar i våra sammanvägda koncernkalkyler på antagna bruttomarginaler för bolaget mellan 35 och 40 procent.

Följande räkneövning är en affärsmässig kalkyl för potentiella kunder, där själva investeringen utgör en parameter. För att kunna räkna hem en sådan investering måste kunden även ha en uppfattning om de operativa kostnaderna och de besparingar och förbättringar man kan uppnå med en investering.

På Netmores intäktsida utgår den översta tabellen från tre olika kapaciteter (GB) med olika priser mot kund. Abonnemangen bygger på företagets lösning "Flex". Till detta läggs intäkter från själva växeln för det lokala systemet – oftast ett hus. Slutligen har antagits att bolaget kan debitera litet supporttjänster på ett normalt kontrakt. Detta summeras till en total intäkt det första året (då systemet installeras) samt intäkter påföljande år 2 och 3 (när enbart löpande intäkter erhålls).

Företagserbudandet (branschoberoende volymprodukt)

Nuläge kund

Företaget har idag tio säljare och personer som ofta är utanför de egna lokalerna som har mobiltelefoner med fastprisabonnemang 350 kr/mån med 20 GB data inkluderat, Fria sms och samtal.

Företaget har en växel med 40 anknötningar varav tio är mobila

30 personer arbetar inne på kontor och lager. De har olika typer av fasta anknötningar samt DECT-telefoner.

Mobiltäckningen på kontoret från de stora operatörerna är ok, men lagret som är en stor hall 60x100 m har dålig mobiltäckning, det är en plåtbyggnad.

Företagets växel börjar bli gammal och DECT-systemet börjar kosta pengar att underhålla.

Kunden har ett WiFi-nät som fungerar bra på kontoret, men i lagret tappar man ofta kontakten när man rör sig runt mycket.

Behov

Företaget söker en växellösning i molnet med mobila anknötningar för alla.

Företaget vill fortsatt att tio stycken av anknötningarna ska ha likvärdiga mobilabonnemang, men vill ha nya telefoner till dem.

De vill ha olika funktioner såsom kalenderintegration med växeln.

De vill ha låg kostnad för de anställda som mestadels rör sig i de egna lokalerna.

Kunden behöver mobiltäckning över allt i de egna lokalerna.

Lösningen

Netmore erbjuder:

Tio abonnemang med 30 Gbyte data per mån och 30 abonnemang med fria samtal och sms á 350 kr/mån

20 lågprisabonnemang med 1 Gbyte data, fria samtal och sms á 150 kr/mån

Tio lokalabonnemang som endast fungerar i de egna lokalerna á 59 kr/mån

Kunden får en basstation med garanterad täckning och kapacitet samt en uppgradering av WiFi-nätet inkluderat i abonnemangsvavgiften. Bindningstiden är 36 månader.

Netmore använder partner för växeln. Kunden betalar 80 kr/månad per växelanknytning och 20 kr per månad och anknötning som har kalenderintegration 20 st. Netmore tar en provision på 10 procent av växel-affären från partnern.

Business case, intäkter i kronor

Mobilabonnemang				
Antal	Abonnemangstyp	Pris per månad (kr)	Summa per mån (kr)	
10	30 Gb	350	3 500	
20	1 Gb	150	3 000	
10	Lokal	59	590	
Summa per mån			7 090	
Startavgift				
30	-	Engångsavgift	Engångsavgift total	
			249	
			7 470	
Växel				
Antal	Typ	Pris per månad (kr)	Summa per mån (kr)	Provision/mån
40	Anknytning	80	3 200	320
20	kalender integration	20	400	40
40	Övriga tillägg voicemail etc	10	400	40
Summa per mån			4 000	400
Support				
Supportavgifter för WiFi och mobilnät per mån				490
Summa intäkter månatligen				7 980
Summa intäkter månatligen				7 980
Summa intäkter år 1				103 230
Summa intäkter från år 2 -				95 760

Källa: Netmore, Jarl Securities

Följande tabell visar kostnader för motsvarande installation. Kostnadssidan består av två huvuddelar; ett WiFi-nät samt mobilnätet (inklusive installation av hårdvara). När systemet väl är installerat och klart antas inte några ytterligare kostnader tillkomma år 2 och 3, även om detta till viss del är en förenkling.

Utöver dessa basaffärer kan bolaget ta sig an större skräddarsydda lösningar med större industriella kunder till ett ordervärde överstigande fem miljoner kronor och en kontraktstid om minst fem år. Ett sådant paket inkluderar en distribuerad antennlösning, WiFi, support, IT-integration och installation.

Business case, kostnader i kronor

WiFi - hårdvara/installation			
Antal	Typ	Kostnad	Summa
10	Ericsson 6321	1 500	15 000
10	Installation (timmar)	750	7 500
		Summa	22 500
Mobilnät - hårdvara/intallation, Antal			
Antal	Typ	Kostnad	Summa
2	Basstation	15 000	30 000
8	timmar integration	1 000	8 000
2	Installation (timmar)	750	1 500
		Summa	39 500
		Summa kostnader månatligen	0
		Summa kostnader år 1	62 000
		Summa kostnader från år 2 -	0
		Brutto resultatbidrag år 1	41 230
		Brutto resultatbidrag år 1 - 3	232 750

Källa: Netmore, Jarl Securities

Ledning och ägare

Vd Koncern

Rikard Slunga, Civilingenjör med flera decenniers erfarenhet bakom sig från bland annat Ericsson, Telia och Vodafone, där han jobbade både i Sverige och utomlands.

CFO

Thomas Plate, Civilekonom med bred erfarenhet från olika start-up-företag men även från AssiDomän.

CTO

Johan Jobér. Civilingenjör med erfarenhet från telekom, radio och systembyggnad men även marknad inom Ericsson 1994–2000, Orange 2000–2002, Nordisk Mobiltelefon 2003–2009, Wirefree Communications Ltd sedan 2009 samt Netmore sedan 2015.

CIO

Thomas Norberg har en omfattande erfarenhet från IT-branschen som arkitekt och projektledare. Thomas står också bakom företags patenterade IT-metod och plattform Tarifflex.

Styrelseordförande

Rolf Norberg, Teknisk dr. med en yrkesmässig bakgrund från bland annat Assa Abloy och Securitas, där han bland annat initierade Securitas Direct.

De tio största ägarna

Tabell nedan visar de tio största ägarna per den 31 mars 2018.

Bolagets tio största ägare per 31 mars 2018:

	Ägare	%, Kapital	%, Röster
	Advanced Research Sweden AB	24,9	33,8
	LMK-bolagen & Stiftelse	18,3	4,8
	Johan Jobér	12,8	30,7
	Dividend Sweden AB	3,6	0,9
	iTeeCoach AB	3,5	8,3
	Nils Svensson	3,5	0,9
	Nordnet Pensionsförsäkring (PB)	3,2	0,8
	Günther & Wikberg	3,1	0,8
	Avanza Pension (PB)	2,2	0,6
	Capensor Capital	1,8	0,5

Källa: Holdings.se

Risker

Det finns ett antal risker knutna till Netmores verksamhet.

Beroendet av nyckelpersoner

VD Rikard Slunga har samlat ett team med lång branschfarenhet bakom sig från såväl telekomleverantörs- som operatörsbranschen. Det tekniska kunnandet, kontakter med produktutvecklare och leverantörer, förmåga att identifiera rätt nisch för företaget etc. kan vara svårt att ersätta om någon eller några nyckelpersoner skulle lämna företaget. Att nyckelpersonerna har ett stort personligt ägande utgör ett visst skydd mot en sådan utveckling.

Försäljnings- och marknadsutveckling

Även om 5G byggs ut snabbt kan säljcyklerna bli långa och beslut om köp och investeringar skjutas framåt i tiden. Netmore har med en förhållandevis liten kassa inte tid att vänta särskilt länge, utan behöver få årliga intäkter på åtminstone 30 till 40 miljoner kronor inom tolv månader.

Samarbete med teknikpartners

Speciellt roamingavtalet med Tre och serviceavtalet avseende bolagets AXE-växel med Ericsson är viktiga för bolagets verksamhet. Dessa skulle kunna påverkas negativt av faktorer som inte är kända idag och bli utmanande för bolaget att hantera.

Ökad konkurrens

Även om Netmore jobbar inom en nisch av 4G/5G-utbyggnaden är en del av företagets befintliga och potentiella kunder intressanta även för andra aktörer. Speciellt gäller det de litet större industriföretagen, köpcentrumen osv. I dagens läge är Netmores finansiella resurser ett handikapp framförallt inför potentiell konkurrens från större leverantörer och operatörer, som också skulle kunna uppleva Netmore som en besvärlig utmanare som plockar en del av russin ur kakan.

Teknikutveckling

Standarden för 5G börjar sättas nu, men rimligen kommer ändå tekniska nyheter och innovationer att lanseras kommande år i det tekniksprång som sektorn nu tar. Ett antal tiotals miljoner kronor kan ganska snabbt flyga iväg i forskning- och utvecklingspengar i ett eller flera projekt som snabbt kan visa sig nödvändigt att göra för att hänga med i utvecklingen. Även här är Netmores svaga balansräkning ett handikapp och/eller att investerare bör vara medvetna om att mer pengar kan behöva resas framöver till system- och produktutveckling. Uppmuntrande är dock att bolaget nyligen erhölet totalt 6 miljoner kronor till Vinnova-stödda forskningsprojekt.

Investment case

Netmore arbetar inom ett nischområde där bolaget har goda förutsättningar att etablera en god marknadsposition. Speciellt i utmanande miljöer är behovet av en fullgod internettäckning ofta avgörande. Hos denna typ av kunder där internet är en förutsättning för drift och styrning av viktiga funktioner behöver kunderna garanterat en lösning som är Netmores eller något annat företags. Tillväxtförutsättningarna finns otvivelaktigt och ser dessutom attraktiva ut med tanke på att bolaget har tillgång till en växel med stor kapacitet.

Prognoser och värdering

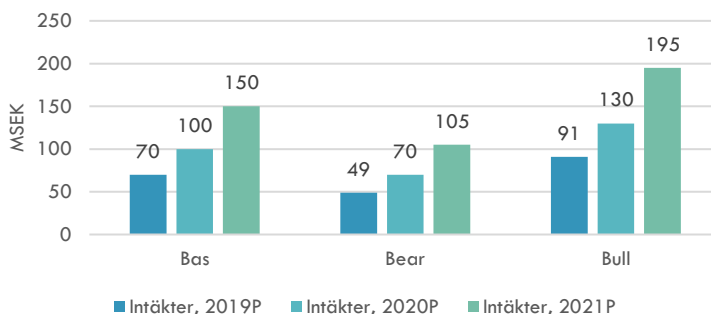
Netmore värderas lågt i dagsläget, vilket beror på att bolagets försäljning inte har tagit fart än, möjligen i kombination med att verksamheten är okänd och/eller anses vara nischat snarare än ett område med stora tillväxtförutsättningar.

Bolagets första kvartalsrapport 2018 visade på att burn-rate ligger på cirka 2 miljoner kronor per månad, jämfört med tidigare ca 1 ½ miljoner kronor. Det innebär att bolagets checkräkningskredit på 5 miljoner kronor bara räcker i knappt tre månader utan några intäkter. Men försäljningsarbetet har börjat nu och riktar in sig på ett ganska brett spektrum av kunder från företagssidan till fastighetsbolag. Detta till trots så är det uppenbart att bolaget kommer att ta in externt kapital för att finansiera verksamheten under resten av 2018 och en bit in i 2019, innan bolaget har nått svarta siffror. Vår bedömning är att behovet av extern finansiering är cirka 20 miljoner kronor och detta kan mycket möjligt delas upp i ett par trancher under det närmaste året, varav ett med all sannolikhet ligger i närtid.

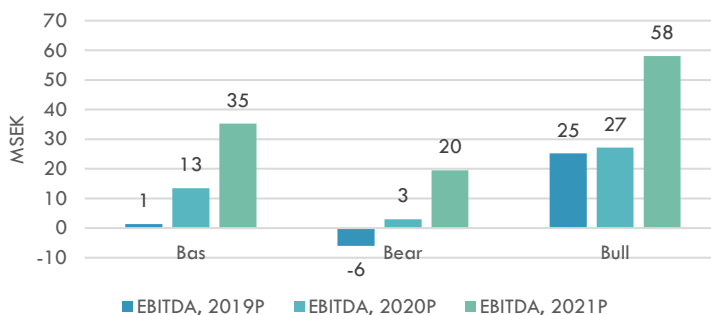
Vi har tagit fram tre olika scenarion (Bas-, Bear- och Bull) där intäkt- och rörelseresultatsprognoser före avskrivningar (EBITDA) illustreras i graferna överst på nästa sida. På intäktssidan har vi utgått från vårt Bas-scenariot och sedan antagit 70 procent av dessa intäktsnivåer från 2019 i Bear-scenariot och 130 procent av basscenario-intäktsprognoserna från 2019 i Bull-scenariot. Denna kalkyl utgår från 20 miljoner kronor i intäkter år 2018 i Bas-scenariot, 14 miljoner kronor år 2018 i Bear-scenariot och 23 miljoner kronor i Bull-scenariot.

Variationerna i lönsamhet (EBITDA) har vi kalkylerat som en funktion av intäkterna där rörelseresultatet i förändras med i genomsnitt omkring 46 procent av en marginalintäkt under åren 2018–2021. Detta samband har erhållits genom att bryta ned företagets kostnadskalkyl på enskilda poster (handelsvaror, externa kostnader, personalkostnader, avskrivningar och övriga externa kostnader separat). Det förutsätter att en relativt sett stor andel av intäkterna de närmaste åren kommer från mobilabonnemang. Våra antaganden på denna mer detaljerade nivå redovisas dock inte i denna analys.

Prognos, intäkter



Prognos, EBITDA



Källa: Jarl Securities.

En sammanställning av våra använda värderingsparametrar för vårt Bear, Bas- respektive Bull-scenariot återfinns i tabellen DCF-värdering på nästa sida. Som framgår ger vårt Bas-scenariot ett värde på 1,9 kronor per aktie. Det varierar sedan från 0,6 kronor per aktie i Bear-scenariot till 6,7 kronor per aktie i Bull-scenario. Vi utgår från en kalkylränta på 14 procent.

Det eviga tillväxtantagandet är 2,5 procent per år från och med år 2021 i Bear-scenariot, 3,0 procent i Bas-scenariot och 3,5 procent i Bull-scenariot. Vi antar vidare att ny- och eller företrädesemission om 20 miljoner kronor kommer att genomföras under 2018 och då till 20 procent aktiekursrabatt jämfört med aktuell aktiekurs (2,00 kronor). Detta är en viktig fråga för ett bolag med tillväxtambitioner och expensionskapital som Netmore. Ett företag inom samma sektor om än ett litet annat segment (Gapwaves) gjorde nyligen en garanterad företrädesemission till kraftig rabatt. Detta bolag lyckades dock driva upp aktiekursen markant inför denna kapitalanskaffning, men valde samtidigt att ta in ett mycket större belopp (150 miljoner kronor) än vad som är aktuellt i det här fallet.

För att återvända till DCF-värderingen av Netmore och dess aktie är hävstångseffekten mycket kraftig och positiv vid försäljningsintäkter överstigande omkring 125 miljoner kronor år 2020. I Bull-scenariot antas bolaget nå en försäljning om 195 miljoner kronor år 2021, vilket i så fall skulle motsvara cirka 2 procent av den adresserbara marknaden enligt bolagets egen bedömning.

DCF-värdering

	Bear	Bas	Bull
Wacc	14,0%	14,0%	14,0%
CAGR, 2018 - 2020	93%	78%	83%
Tillväxt, evighetsvärde	2,5%	3,0%	3,5%
Rörelsevärde (EV), mkr	0	33	148
Nettokassa inkl. nyemission, mkr	13,5	13,5	13,5
Aktievärde, mkr	14,0	46,8	161,1
Antal aktier efter utspädning, miljoner	24,1	24,1	24,1
Värde per aktie, SEK	0,6	1,9	6,7
Implicit EV/Sales, 2020P	0,2x	0,5x	1,2x
Implicit EV/EBITDA, 2020P	4,7x	3,5x	5,9x

Källa: Jarl Securities

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.