

Ensiffriga vinstmultiplar i välmående tillväxtbolag

God tillväxt & nya affärer breddar intäktsbasen

DevPort levererade ett stabilt kvartal tillväxtmässigt trots tuffa jämförelsesiffror och ofördelaktiga kalendereffekter. Nettoomsättningen för kvartalet landade på 141 mkr (135), motsvarande en organisk tillväxt om 5%, troligen drivet av prishöjningar. Expansionen av personalstyrkan har stannat av och endast ökat med fem (totalt 529) under de senaste året. Däremot ska kommas ihåg att fjolåret var ett rekordår med mycket högt tryck medan marknaden varit något trögare under H1-23. Analysguiden antar att DevPort anpassat sig efter marknaden och avvaktat, vilket faller väl in med beläggningsgraden som kvarstår på historiskt höga nivåer. Ledningen ser dock indikationer på ett ökat behov hos kunderna under nästkommande halvår, vilket bör innebära att rekryteringsaktiviteter återigen accelereras. Vidare fortsätter DevPort att växa med kunder utanför fordonsindustrin (ex. försvar, energi, elbåtstillverkning) och under kvartalet tecknades även ett leveransavtal med en av de största tågoperatörerna i Sverige. Dessutom förväntas satsningen inom ett nytt område XR (Extended Reality) generera en handfull nya kunder under H2-23.

Färre arbetstimmar slår hårt på lönsamheten

DevPort redovisade ett justerat rörelseresultat om 8,7 mkr (10,4) motsvarande en rörelsemarginal vid 6,1% (7,6). Det lägre resultatet förklarades av färre arbetstimmar i relation till Q2-22. Teknikaliteten slår hårt mot konsultbolagens lönsamhet på grund av att fasta kostnader (ex. admin, kontorsyta och egenanställda med fast lön) inte kan fördelas på lika många arbetstimmar och intjänade kronor. Värt att notera är att både Q3 och Q4 innehåller en arbetsdag mindre än förra året. Positivt framåt är att DevPort fortsätter ta mer betalt för konsulttjänsterna och att denna utveckling förväntas fortsätta. Avslutningsvis lyckas DevPort upprätthålla en historiskt hög beläggningsgrad medan många andra börsnoterade konsultbolag har aviserat fallande siffror. Förklaringen är troligen att DevPort haft öronen nära marknaden och aktivt avvaktat med rekrytering. Rekryteringstakten påverkas förstås också av den allmänna ingenjörskrisen.

Lockande värdering trots kortsiktig osäkerhet

Analysguiden anser fortfarande att DevPorts aktie handlas till för låga vinstmultiplar jämfört med andra börsnoterade konsultbolag. En rabatt är motiverad givet storleken samt en hög exponering mot en historiskt konjunkturkänslig bransch, men inte av denna rang. Dessutom ska tilläggas att stora investeringar, härledda från rådande elektrifiering, inom fordonsindustri är nödvändiga. Arbetet med att växa med kunder utanför nämnda industri fortskrider och DevPort förväntas nå målet vid 25% från andra sektorer i slutet av 2023 (jämfört med ~20%, 2022). Utvecklingen bör på sikt minska värderingsdiskrepansen mot andra konsultbolag. Analysguiden upprepar motiverat värde vid 40-45 kr, motsvarande 8-9x EV/Ebit 2024p.

DevPort

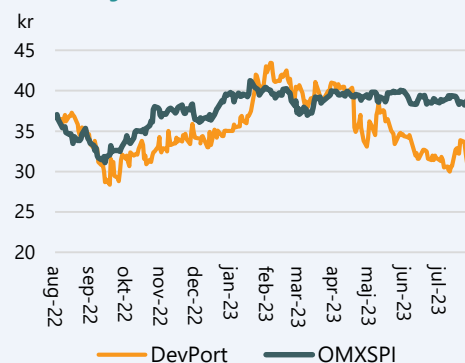
Rapportkommentar Q2-2023

Datum 18 augusti 2023
Analytiker Erik Pilbackes

Basfakta

Bransch Teknikkonsult
Styrelseordförande Per Rodert
Vd Nils Malmros
Noteringsår 2017
Listning First North Premier Growth Market
Ticker DEVP B
Aktiekurs 32 kr
Antal aktier, milj. 10,1
Börsvärde, mkr 318
Nettokassa (-), mkr -16,5
Företagsvärde, mkr 302
Webbplats www.devport.se

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	528	555	591	639
Just. rörelseres	45	43	49	53
Rörelseres.	47	45	49	53
Nettoresultat	36	35	38	42
Vinst per aktie	3,56 kr	3,47 kr	3,79 kr	4,13 kr
Utd. per aktie	1,25 kr	1,25 kr	1,33 kr	1,44 kr
Omsättningstillväxt	29%	5%	7%	8%
Just.rörelsemarginal	8,6%	7,8%	8,3%	8,4%
Rörelsemarginal	8,9%	8,1%	8,3%	8,4%
P/e-tal	8,9	9,1	8,3	7,7
EV/ebit	6,4	6,7	6,2	5,6
Direktavkastning	4,0%	4,0%	4,2%	4,6%

Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Not: Analysguidens prognoser exkluderar förvärv

Investeringstes

Starka trender i fordonsindustrin ökar efterfrågan

Inom fordonsindustrin pågår en stor teknikomvandling inom flera områden drivet av en ökad digitalisering i samhället och ständig efterfrågan på ny teknik. Ett av områdena som väntas växa kraftigt är uppkoppling av fordon. Enligt Fortune Business Insights spås en årlig tillväxt om ~18% från 2021–2028 och uppgå till 192 miljarder dollar vid slutåret. Liknande mönster syns även inom utvecklingen av autonoma fordon. I Berylls studie "The autonomous future" förväntas var tionde nysåld privatbil i USA år 2030 vara självkörande. Pwc stärker denna syn och skissar i ett scenario med hög adaptation att vid 2030 kan upp till 40% av totalt körda mil i Europa vara i ett autonomt fordon. Lägg därtill den pågående elektrifieringen av fordon vars marknad enligt Meticulous Research väntas växa med cirka 34% från 2020 till 2027. DevPorts satsningar på affärsområdet Digitala Lösningar i syfte att bli mer it-fokuserat ligger således helt rätt i tiden.

Väl positionerade att kapitalisera på industri 4.0

Industri 4.0, eller som vissa beskriver det "industrins Internet of Things", är nästa fas i den industriella revolutionen. Det handlar om effektivisering, smarta fabriker och smart tillverkning vilket möjliggörs genom sammankoppling av fysisk produktion och processer med smart digital teknik såsom maskininlärning, "Big Data" och robotteknik. För tillverkande företag är det av största vikt att följa med i omställningen för att i framtiden kunna bevara konkurrenskraften. Genom att kombinera kompetens inom Digitala Lösningar och Produktionsutveckling kan DevPort erbjuda kunder en helhetslösning inom samma koncern, vilket är unikt på marknaden.

Historiskt låg värdering och rabatt mot peers

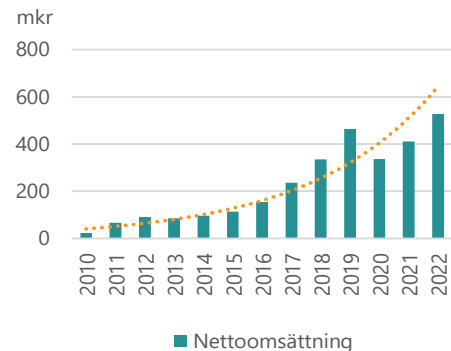
DevPort har sedan börsnoteringen 2017 i snitt värderats till ~12x EV/Ebit och under de blomstrande åren 2017-2018, med hög tillväxt och god lönsamhet, uppgick siffran till ~15-18. I skrivande stund värderas koncernen på rullande tolv månader till 6,3x EV/Ebit. I relation till vår jämförelsegrupp sticker värderingen ut (se figur). På analytikerens prognoser för 2023 värderas konsultbolagen i genomsnitt kring 13-14x EV/Ebit. Förklaringen till skillnaden tror vi främst är den relativt lilla storleken samt den höga fordonsexponeringen, vilket gör affären mer konjunkturkänslig. För innevarande år förväntar vi oss att DevPort levererar en rörelsemarginal om 8,1%, en bra bit över jämförelsegruppens median vid 6,6%. Å andra sidan skissar vi på en tillväxt om 5% för 2023, något under gruppens 7,8%. På kort sikt är osäkerheten relativt stor och en större värderingsrabatt är befogad. När visibiliteten kring fordonsindustrin förbättras ser vi potential för att DevPorts vinstmultiplar bör närma sig jämförelsebolagens.

"Skin in the game" & stark institutionell ägarbas

Förtroendeingivande i DevPort är det stora ägandet hos styrelse och ledning som summerar till 23,3% av kapitalet. Över 12% ägs av styrelseordförande Per Rodert och vd Nils Malmros ägarandel överstiger 5% av kapitalet. Därtill skall institutionsägandet lyftas fram. Bland koncernens fem största aktieägare finner vi Nordea, Swedbank och Didner & Gerge.

Nedställt från pandemin återhämtat

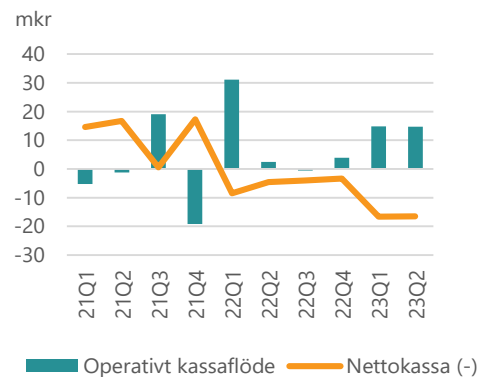
Återhämtningen från de tungt pandemidrabbade 2020 har gått snabbt. DevPort har växt omsättningen med i genomsnitt 25 procent årligen från 2020 till 2022



Källa: Bolaget, Allabolag.se
*Orange linje är exp. trend ~31%/år

Nettokassa tillåter förvärv

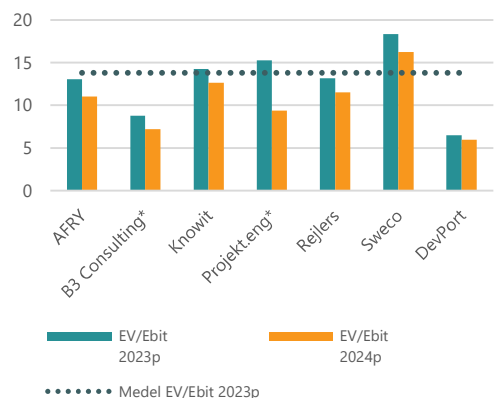
Utöver ett förbättrat kassaflöde och en nettokassa vid 16,5 mkr har DevPort utnyttjade kreditlöften om 50 mkr



Källa: Bolaget

Vinsten värderas lägst i sektorn

Värderingsjämförelse mot peers, EV/Ebit 2023p-2024p



Källa: Analysguidens prognoser, Refinitiv
*Medel för jämförelsebolag 13,8x EV/Ebit 2023p
**B3 avser framåtblickande rullande tolv

Utsikter och värdering

Efter åtta kvartal i rad av hög tvåsiffrig tillväxt, dock från låga nivåer 2020, landade tillväxten på 5% för kvartalet. Förklaringen bakom den lägre tillväxttakten är dels tuffa jämförelsesiffror i kombination med en ofördelaktig kalendereffekt, dels att personalstyrkan endast växt med fem jämfört med ett år sedan. I rådande makroekonomiska läge är vi dock positiva kring försäljningen som var omkring 6% bättre än ett intäktsstapp som vi befarade. Vad gäller volymtillväxt resterande delen av 2023 tolkar vi ledningens utsikter som blandade.

I den negativa vågskålen beskrivs en svagare tillväxt under året och en viss försiktighet noteras hos kunder, främst inom fordonsindustrin, påverkat av konjunktur- och makroläget. En svagare marknad är i linje med hur vi uppfattat rapporter från ett antal andra börsnoterade konsultbolag. Å andra sidan ser DevPort indikationer på ett ökat konsultbehov hos kunderna under hösten/vintern, bland annat hos aktörer som varit mer avvaktande under Q2-23.

Efterfrågan hos kundgrupper som försvar, energi och elbåtstillverkning är även hög och DevPorts nysatsning inom området XR förväntas bära frukt under kommande halvår. Därtill har ett leveransavtal ingåtts med en av Sveriges största tågoperatörer.

Blickar vi till likviditeten och balansräkningen ser det stabilt ut. Nettokassan uppgår till 16,5 mkr, vilket tillsammans med outnyttjade kreditlöften ger ett förvärvsutrymme vid 66,5 mkr. Historiskt har ledningen hintat om att 1-2 förvärv kan förväntas genomföras per år och vi skulle inte bli förvånade om det åtminstone aviseras ett förvärv under 2023. Förvärv ingår dock inte i våra prognoser utan får ses som en optionalitet i investeringscasen.

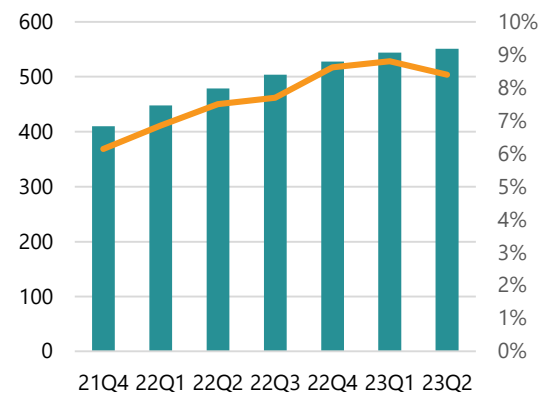
Lönsamhetsmässigt rapporterade DevPort ett justerat rörelseresultat om 8,7 mkr, en bra bit under de 10,6 mkr vi skissat på. Differensen förklaras av att vi underskattat den negativa kalendereffektens påverkan på resultatet. Givet att beläggningsgraden rapporteras vara kvar på höga nivåer samt att DevPort fortsätter höja sina priser lägger vi ingen större vikt vid ett sämre resultat förklarar av färre arbetsdagar. Teknikaliteten i sig är relativt ointressant i de långa perspektivet men det försvårar kvartalsvisa jämförelser. Ledningen berättade under videopresentationen kring kvartalet att en mindre arbetsdag påverkar rörelseresultatet med 0,5-1,0 mkr. Analysguiden skissade på 0,2 mkr.

Under resterande del av 2023 möter DevPort dels tuffa jämförelsekvartal, dels två färre arbetsdagar än fjolårets. Avseende personalstyrkan förväntar vi oss att den ökar succesivt från nästa kvartal med en förhoppning om förbättrade marknadsutsikter. Försäljningsmässigt gör vi mindre förändringar och räknar med 555 mkr (545) 2023p och 591 mkr (595) 2024p. På rörelseresultatnivå räknar vi med 45 mkr (46) 2023p och 49 mkr (51) 2024p.

På våra prognoser nästa år värderas DevPort till låga 6,2x EV/Ebit, vilket vi anser är för billigt. Efter rapporten upprepar vi vårt motiverade värde vid 40-45 kr, motsvarande 8-9x EV/Ebit 2024p. Värderingsmultipeln får ses konservativ och en bra bit under DevPorts historiska snitt (~12x) samt vår jämförelsegrupp (se intill). Kortsiktigt är den största risken att konsultmarknaden drabbas av en större ekonomiska svacka men ett sådant utfall är inte vårt huvudscenario.

Kortsiktigt nedställd i marginalen

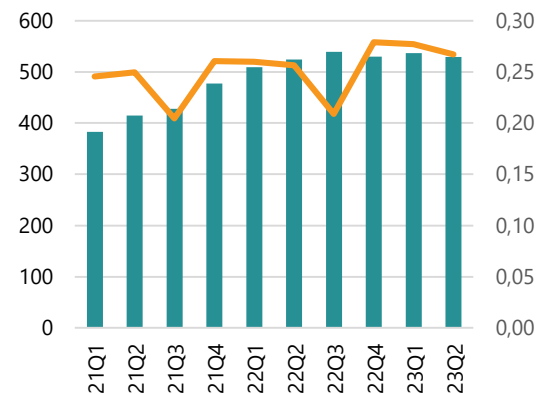
Nettoomsättning mkr (stapel) & Just.ebit-marginal (linje), R12



Källa: Bolaget, Analysguiden

Tufft att växa personalstyrkan

Antal anställda (stapel) & oms/anställd (linje), kvartalsdata



Källa: Bolaget, Analysguiden

Omotiverat stor rabatt för Devport

Urval av svensklistade konsultbolag med analytikerestimater

Bolag	Börsvärde	Tillväxt		EBIT%		EV/Ebit	
		2023p	2023p	2023p	2024p	2023p	2024p
AFRY	16 130	9,5%	7,1%	13,1	11,0		
B3 Consulting*	907	6,2%	10,0%	8,8	7,2		
Knowit	4 060	4,6%	5,0%	14,3	12,7		
Projekt.eng	230	-1,9%	2,9%	15,2	9,4		
Rejlers	2 602	14,5%	6,1%	13,1	11,5		
Sweco	39 635	13,3%	9,2%	18,3	16,2		
Medel	10 594	7,7%	6,7%	13,8	11,3		
Median	3 331	7,8%	6,6%	13,7	11,3		
DevPort	318	5,1%	8,1%	6,7	6,2		

Källa: Refinitiv, Analysguidens prognoser

*Markerade fält avser framåtblickande tolv månader

Risker

Konjunkturkänslig verksamhet

Fordonsindustrin är starkt beroende av det ekonomiska läget. Eftersom cirka 80 procent av DevPorts intäkter härleds till fordonsindustrin är således verksamheten mycket konjunkturkänslig. Vårt huvudscenario bygger på att investeringstakten inom fordonsindustrin är god under de kommande åren. Om motsatsen infaller kommer det ha stor påverkan på våra estimat. DevPort har dock utstakade mål om att år 2025 ska andelen utanför fordonsindustrin minskat till 40%. Ett delmål på vägen är att uppnå 25% under 2023, vilket ledningen är komfortabla med att uppnå.

Stort beroende av ett fåtal kunder

Sett till 2017 representerades 60 procent av koncernens intäkter från Volvo Cars och Scania. Huruvida denna siffra ser ut idag är inte kommunicerat men beskrivs av DevPort vara väsentligt lägre. Dock föreligger fortfarande ett stort kundberoende då DevPorts fyra största kunder utgjorde 77 procent av omsättningen under 2021.

Om det blir tuffare omständigheter för enskilda fordonstillverkare, såsom för personbilar, kommer berörda konsulter roteras in till andra kunder. Svårigheten i det beror förstås på kompetensbredden hos den enskilda konsulten, men troligen är arbetsuppgifterna hos andra fordonstillverkare någorlunda snarlika. En sådan rotation bör således vara betydligt enklare men bygger förstås också på att efterfrågan ser annorlunda ut där.

Ser vi till affärsområdet Digitala Lösningar (näst störst) med bland annat mjukvaruutvecklare bör möjligheten var mycket god att rotera till andra sektorer. Produktionsutveckling, det minsta men snabbast växande affärsområdet, har sedan start även fokuserat på kunder utanför fordonsindustrin. Utöver det finns som nämnt flera andra sektorer och kunder som växer starkt, bland annat NKT som har mycket stora investeringar framför sig.

Resultattapp i de två största segmenten

Segmentsrapportering – DevPorts tre affärsområden

Produktutveckling, mkr	Q2-23	Q2-22	R12
Intäkter	62	66	251
Tillväxt	-5%	43%	11%
Rörelseresultat (ebit)	3,8	3,9	18,0
Ebit-marginal	6,1%	6,0%	7,2%
Andel av oms	44%	49%	46%

Digitala Lösningar, mkr	Q2-23	Q2-22	R12
Intäkter	58	52	212
Tillväxt	11%	22%	10%
Rörelseresultat (ebit)	3,0	5,8	18,7
Ebit-marginal	5,2%	11,0%	8,8%
Andel av oms	41%	39%	39%

Produktionsutveckling, mkr	Q2-23	Q2-22	R12
Intäkter	21	16	87
Tillväxt	25%	209%	48%
Rörelseresultat (ebit)	0,2	0,0	5,1
Ebit-marginal	1,2%	0,1%	5,8%
Andel av oms	15%	12%	16%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock 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.

Analytikern Erik Pilbackes äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Erik Pilbackes