



ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS  
27 februari 2020

**NETMORE**

Bygger vidare på sitt nät

## Innehåll

Bygger vidare på sitt nät.....	2
Investment case .....	3
Utvecklingen under helåret 2019.....	5
Ny produktportfölj ger nya marknader.....	6
Fastighetsägare och utvalda industrisegment.....	6
Publik sektor – städer och kommuner .....	7
IoT applikationsleverantörer via M2M SIM och LoRaWAN.....	7
Säkerhetssystem för företag och hem.....	7
Prognoser och värdering .....	8
Disclaimer .....	11

# Bygger vidare på sitt nät

**Omställningsresan som Netmore påbörjade i början på 2019 fortsätter. Under kv4 2019 visar bolaget på en god omsättnings-tillväxt inom flertalet av sina nyckelområden. För helåret 2019 har även rörelseresultatet förbättrats där bolaget går in i 2020 väl positionerad för en fortsatt tillväxt.**



Netmore är en operatör som erbjuder lösningar baserade trådlösa anslutningstjänster för smarta städer och fastigheter. Historiskt har bolaget haft svårt att hitta en konkurrenskraftig position, men i våras ändrade bolaget fokus och satsar nu på en affärsmodell inriktad mot IoT lösningar och tjänster. Den nya inriktningen har utvecklats väl med nya kunder och ökande omsättning.

Genom förvärv under året har Netmores lösningar och tjänster vidgats till att omfatta både sensorer och ställdon för det smarta samhället samt nya radio-lösningar och mjukvara för interaktion med molnbaserade applikationer. Netmore erbjuder kostnadseffektiva lokala nätlösningar, baserade på cellulär teknologi (3G/4G/5G/NB-IoT) och LoRaWAN samt ett flertal IoT applikationer och integrationstjänster riktade mot smarta städer och fastigheter.

Under kv4 2019 visade Netmore på en ökande omsättning, speciellt inom de nya affärsområdena "Connected Cities and Industries" och "Connected Property". För helåret 2019 landade både omsättning och rörelseresultat i linje med våra förväntningar. Trots de initiala framgångarna är Netmore bara i början av omställningsprocessen till ett IoT-bolag och mycket återstår fortfarande att bevisa.

Vi höjer våra intäktsprognoser från 55 till 80 miljoner kronor år 2020 samt från 95 till 120 miljoner kronor år 2021. Ökningen förklaras av en antagen organisk tillväxt plus förvärvet av Bredbandsson. Vi ökar vår riktkurs för Netmore-aktien i Bas-scenariot från 1,08 kronor till 1,61 kronor.

## Utfall och riskjusterade prognoser, Bas-scenario

	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Omsättning	3,5	8,7	4,4	30,8	80,0	120,0
Rörelseresultat	-9,1	-22,7	-31,0	-20,7	-7,3	13,4
Årets resultat	-10,6	-22,2	-31,4	-22,8	-8,6	10,6
Resultat per aktie, kr	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	0,09
P/E-tal, ggr	0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	17,6
Nettokassa	0,7	6,0	-9,0	10,8	5,1	17,6
Eget kapital	9,2	26,9	4,8	37,0	28,5	39,1

Källor: Netmore (utfall) och Carlsquare (prognoser).

Datum: 27 februari 2020  
Analytiker: Bertil Nilsson, Carlsquare  
Lars Johansen

Företagsnamn: Netmore Group  
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM  
Vd: Erik Hallberg  
Styrelseordförande: Rolf Norberg  
Marknadsvärde: 187 MSEK  
Senast: 1,555 SEK  
Kort om Netmore: Bolaget erbjuder företag och fastighetsägare IoT nätlösningar som ger bättre prestanda inomhus och möjliggör automatisering av fastigheternas driftsystem. Till det adderas abonnemangs- och IT-integrations-tjänster. Med förvärvet av Blink Services och Omnipoint har överföringsenheter i smart stadsmiljö samt sensorer för det smarta hemmet tillkommit. Med förvärvet av Bredbandsson kan Netmore förstärka sitt core nätverk via noder främst i Skåne.

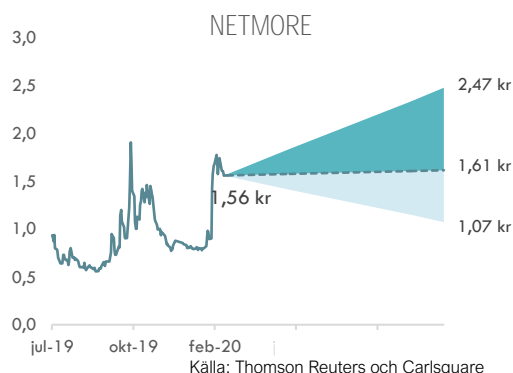
**Möjligheter och styrkor:** Från att tidigare ha adresserat en svensk mobilmarknad, har det nya Netmore en affärsmodell och fokusområden som till viss del adresserar en global IoT-marknad värd omkring 300 miljarder USD år 2020. Vi skulle beteckna Netmore som en europeisk nischleverantör inom denna sektor.

Företagsledningens kontaktnät inom telekomsektorn ökar sannolikheten för att hitta intressanta samarbetspartners 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 har lyckats lyfta sina intäkter i tillräcklig omfattning.

Telekomsektorn har stora skalfördelar som det är nödvändigt att nå för att kunna genomföra investeringar. Netmore har en fördel av sitt eget Core-nät, men får ändå betecknas som en nischaktör.

Värdering: **Bear** 1.07 kr **Bas** 1.61 kr **Bull** 2.47 kr





## Investment case

Netmore har de senaste åren lagt ned betydande teknikutveckling och förberedelse inför sin kommersiella lansering som en mobiloperatör, vilket skedde i slutet av 2017. Affärsidén har varit att erbjuda mobilabonnemang med garanterad mobil inomhustäckning via lokala mobilnät som byggs specifikt för en kund/fastighet. 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 och har sedan dess vidareutvecklats av företaget. Försäljningen av mobilabonnemang har dock gått trögt och Netmore har haft svårt att hävda sig mot traditionella mobilnätlösningar baserade på passiva inomhusnät och operatörsinplacerade accesspunkter. För att skapa tillväxt har företaget bytt fokus till att bli en heltäckande operatör inriktad mot IoT (Internet of Things). Detta sker utifrån småskaliga och energisnåla trådlösa nät baserade på 3G/4G/5G och LoRaWAN.

I december 2018 förvärvade Netmore bolagen Blink Services och Omnipoint med riktade nyemissioner av aktier i Netmore Group. Inom ramen för samma nyemission skapades och förvärvades även bolaget New Deal. Företagets nya ledning har strukturerat bolagets enheter och erbjudanden enligt nedan.

### Netmore Groups nya produktstruktur och lösningserbjudande efter förvärv av Blink Services och Omnipoint



Källa: Bolagets finansiella rapporter, illustration Carlsquare.

Med detta blir Netmore Group en leverantör av produkter både inom smarta byggnader, stadsnät och smarta hem. I gruppen ingår sedan tidigare Tarifflex Telecom AB som erbjuder IT-integrationstjänster. Försäljningen fokuseras mot fastighetsägare, kommunala stadsnät, industriella nischer och säkerhetslösningar. Koncernens erbjudande kan genomföras i flera länder samtidigt, vilket visas av den under 2019 annonserade ordern från fastighetsägaren Akelius. Netmore avser nu att etablera samriskbolag för lokal kundanskaffning i olika europeiska länder (där Storbritannien, Irland och Tyskland har blivit de första) med en tyngdpunkt mot uppkopplade fastigheter.

Den cellulära 3G/4G/5G lösning för inomhustäckning baserat på det fria mikrooperatörsfrekvensbandet på 1800 MHz som Netmore tidigare riktat mot fastighetsägare för att skapa generell mobiltäckning fokuseras nu om mot en lösning för trådlös internetaccess. Med cellulär radioteknologi erbjuds mycket tillförlitlig internet access med inomhustäckning som ansluter av IoT ändpunkter till molnbaserade applikationsmjukvaror. Trots att tonvikten ligger på trådlös internetaccess kan Netmore liksom tidigare med sitt cellulära core nät där AXE-växeln utgör kärnan, erbjuda kunderna en fullvärdig mobiltäckning. 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. Det under fjärde kvartalet 2019 annonserade förvärvet av Bredbandsson innehåller även ett nät i Skåne som kommer att kopplas ihop med Netmores eget nät. I ett längre perspektiv kan de cellulära näten även utnyttja NB-IoT (Narrow-Band Internet of Things), vilket är en cellulär lösning för LPWAN (Low power wide area network).

I februari 2020 annonserades att Netmore hade ingått ett partneravtal med Elisa som har en stark marknadsposition i Finland. Netmore kommer att bli Elis partner i Sverige mot industrikunder som vill bygga lokala nätverk. Omvänt kan Netmore använda Elisa som support för att etablera motsvarande lösningar för svenska industrikunder i Finland.

Förvärvet av bredbandsoperatören Bredbandsson med en lokalt stark marknadsposition i Skåne och Halland stärker upp Netmores eget core-nätverk genom sammankoppling med Bredbandssons hyrda nätverk med en knutpunkt i Landskrona.

Bolaget Blink Service erbjuder lågkapacitet trådlös internetaccess för IoT ändpunkter (sensorer, etc) genom den trådlösa och öppna teknologin LoRaWAN. Detta är en förkortning för Long Range Wide Area Network som är en radioteknologi speciellt utvecklad för att enkelt och billigt kunna ansluta IoT ändpunkter med mycket låg effektförbrukning. Lösningen utnyttjar licensfria frekvenser och opererar i Sverige på 868 MHz. LoRaWAN är delvis en konkurrerande men även komplementär teknologi till den cellulära standarden NB-IoT. I samarbete med ett 50-tal kommuner har Blink Service installerat LoRaWAN nät som nu opereras och erbjuds som nätlösningar. Många funktioner i den kommunala verksamheten kan göras mer kostnads- och energieffektiv. El- och vattenmätare kan kostnadseffektivt fjärranslutas till internet och manuell avläsning, sophantering kan optimeras med smarta soptunnor som känner av när de behöver tömmas och smart fjärrstyrning av gatubelysning kan spara energi. Utvecklingen av bolagets tjänster befinner sig fortfarande i ett mycket tidigt skede och förväntas växa kraftigt framöver.

Bolaget Omnipoint levererar trådlösa säkerhetssystem och tjänster (kameror, detektorer, låsenheter och dörrkameror) till det smarta hemmet och företaget. Genom ett samarbete med Securitas kan systemen anslutas och övervakas av Securitas larmcentral. Bolagets viktigaste konkurrenter är Verisure och Sektor Alarm, där Omnipoint strävar efter att leverera mer funktionalitet i sina produkter till ett lägre pris.

IT-konsult-bolaget Tarifflex besitter en stor kompetens inom integration och anpassning av IT-system. Denna kompetens kommer väl tillrätta när vertikala IoT-lösningar ska samverka och integreras med befintliga IT-plattformar.

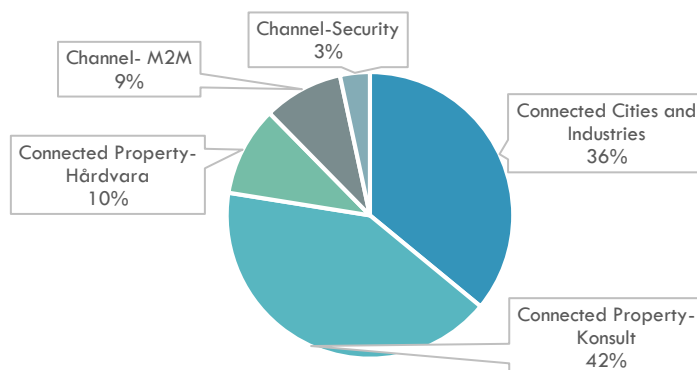
### Utvecklingen under helåret 2019

Under första kvartalet 2019 genomförde Netmore ett antal strategiska bolagsförvärv med vars hjälp företagsledningen lanserade en ny koncernstruktur och affärsmodell. Den nya affärsmodellen har inneburit en tämligen drastisk omstyning av verksamhet, med ett tydligt fokus på IoT i smarta fastigheter och smarta hem.

Under andra kvartalet 2019 fortskred arbetet med implementering av koncernens nya strategi och satsning på IoT marknaden. Det resulterade även i, om än blygsamt, ökade intäkter i alla de nya affärssegmenten. Det andra kvartalet 2019 var det första för koncernens del med de båda nyförvärvade dotterbolagen Blink Services och Omnipoint med under hela tremånadersperioden.

I diagrammet nedan visar vi fördelningen av koncernens omsättning mellan de nya affärsområdena under andra halvåret 2019. Under andra kvartalet 2019 tecknade Netmore ett 5-årigt ramavtal med Akelius fastigheter avseende mjukvaruutveckling som möjliggör centralisering och automatiserad hantering av driftdata och därmed sänkta driftkostnader för fastigheterna. Det totala ordervärdet översteg 50 miljoner kronor. Inledningsvis, under fas 1, är intäkterna små men förväntas sedan växa snabbt. Som synes stod Connected Property för omkring hälften av Netmore-koncernens omsättning under det andra halvåret 2019.

Fördelning omsättning mellan Netmores nya affärsområden under andra halvåret 2019:



Källa: Bolagets finansiella rapporter, Carlsquare.

På sikt avser Netmore att utnyttja lösningarna som utvecklas för Akelius även mot andra fastighetsägare runt om i Europa. De inledande stegen för detta arbete har tagits, men en kommersialisering har nu inletts under 2020.

Ytterligare LoRaWAN gateways installerades i olika kommunala stadsnät och antalet aktiva ändpunkter ökade kopplat till ett flertal olika applikationer. Bland annat tecknade bolaget ett avtal med Elvaco avseende internetanslutning av kommunala vattenmätare.

Inom Connected Cities and Industries är huvuddelen av intäkterna kopplade till en fortsatt utbyggnad av kommunala LoRa WAN-nät och inom Connected Property är det konsultavtalet med Akelius som utgör lejonparten av omsättningen under perioden.

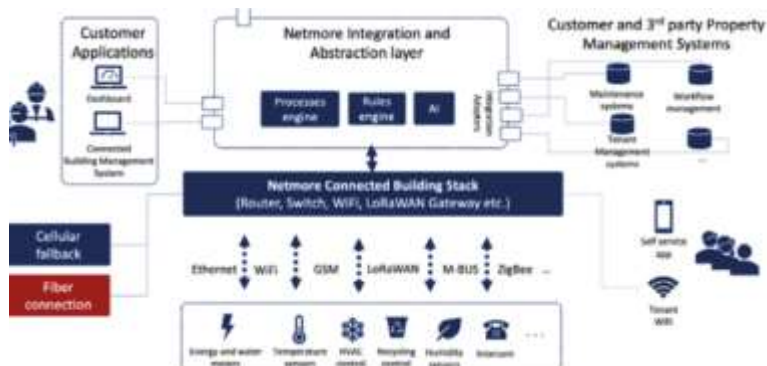
## Ny produktportfölj ger nya marknader

Netmore Group fokuserar sina insatser kring valda segment där skalbarhet och nyttighet för de valda områdena är i centrum.

### Fastighetsägare och utvalda industrisegment

Netmore Group använder sina trådlösa accessnät för att hjälpa fastighetsägaren att samla in data från sina olika driftsystem via Netmore Property Tech lösning och sedan överföra data till respektive fastighetsägares datacenter. Konceptet kan på kundens begäran utökas med möjligheten att ansluta flera sensorer via LoRaWAN, 3G/4G eller WiFi. Fastighetsägaren erbjuds också möjligheten att bygga privata WiFi nät inom respektive fastighet eller industri för eget behov. Anslutning till WiFi-nätet kan också erbjudas fastighetsägarens hyresgäster. Detta är en utveckling som är lockande för fastighetsägare som vill öka sina redovisade intäkter, samtidigt som det är ett hot för de större teleoperatörerna och kabel-TV-företagen.

#### Illustration av Netmores erbjudande till fastighetsägare.



Källa: "Smarter Living with Connected Real Estate", Bolagets presentationsmaterial.

Inom området fastighetsstyrning har Netmore som tidigare nämnts fått en viktig genombrottsorder för integration och utbyggnad av IoT-lösningar för fastighetsbolaget Akelius, med leverans i flera olika städer varav det mesta utanför Sverige. Installationer sker av ett stort antal API:er som samlar information från vart och ett av en fastighets många driftsystem i ett mellanlager och sedan distribueras för central avläsning hos kunden, se principskiss i figur nederst på förra sidan. Utrullning av Akelius-orderen skedde under kv4/2019 på drygt 25 fastigheter. Nu väntar en upprampning med kraftigt ökade leveranser under kommande kvartal.

En generell integrationsplattform TAlE har utvecklats av bolaget med en middleware mjukvara. Därutöver adderas kundspecifika moduler till de nya fastighetsägarkunderna. Idag pågår förhandlingar med andra kommersiella fastighetsägare. Vissa order har redan erhållits med efterföljande leveranser om än i mindre skala.

### Publik sektor – städer och kommuner

Med de 50-tal avtal som Netmore har via Blink Services erbjuds stadsnätens kunder såsom kommuner tillgång till en bredd av applikationer via LoRaWAN där ett 40 tal applikationsutvecklare erbjuder dessa för viktiga områden. Samtidigt erbjuds kommunernas olika fastighetsägare att använda Netmores fastighetsägarlösning för att lösa IoT behov inom sina fastigheter snabbt.

### IoT applikationsleverantörer via M2M SIM och LoRaWAN

Detta är paketerade abonnemangserbjudanden som kan kanaliseras via olika kanaler som WEB, återförsäljare, distributörer, IoT applikationsutvecklare som snabbt och enkelt behöver access för sina lösningar för valda målgrupper.

### Säkerhetssystem för företag och hem

Netmore Group har via sitt dotterbolag Omnipoint tillgång till en modern IP baserad plattform som säkrar säkerhet i kontor eller bostad. Denna lösning kommer att marknadsföras via WEB samt partners och som en del i ett utvecklat fastighetsägarkoncept. För säkerheten vid olika typer av larm har bolaget ett avtal med Securitas för de kunder som vill ha en tjänst med åtgärd vid larm/larmutryckning.

#### Netmore Groups olika erbjudanden mot olika kundvertikaler

Target group	Cities & municipalities	Property owners & selected industries	IoT solutions providers	Homes and small businesses
Offering	Private mobile 3 and 4G, LoRaWAN, Wifi network together with right applications	Private mobile and WiFi network deployment and management and LoRaWAN	IoT solutions marketplace, M2M and LoRaWAN subscriptions	Smart Home/Office Security solutions with the Securitas security service
Sales channel	Key account management team, dedicated project support and aftersales support.		Web, telemarketing and partners channel	

Källa: Bolagets finansiella presentationer.

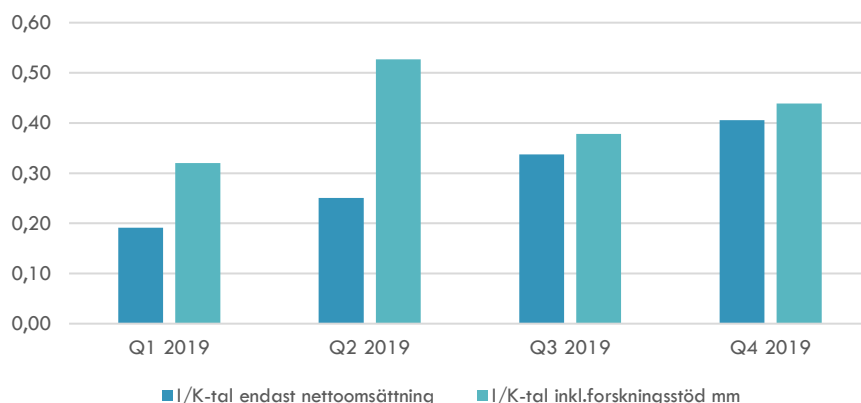


## Prognoser och värdering

Netmore arbetar inom några nischområden där bolaget har goda förutsättningar att etablera en marknadsposition, men tillväxtförutsättningar finns inom alla marknadssegment. Nu gäller det att snabbt komma upp i en tillräcklig försäljningsvolym för att kunna bära kostnaderna för bolagets infrastruktur. I dagsläget har bolaget etablerat både en egen försäljningsorganisation, men också ett antal återförsäljare. Med de nya bolagen Blink Services och Omnipoint med i koncernen från 29 januari 2019 ökar intäkterna där bland annat Stadsnäten som kan bidra under det närmaste året. En fastighet som ansluts via koncernens Connected Building-koncept bedöms generera intäkter på 80 tusen kronor under de kommande fem åren inräknat installation av hårdvara samt service och underhåll. Förvärvet av bredbandsoperatören Bredbandsson ökar omsättningen med ytterligare cirka 22 miljoner kronor på helårsbasis.

I nedanstående diagram har vi räknat på koncernens Intäkts/Kostnads-tal under de fyra kvartalen 2019. Vi har mätt detta dels som endast nettoomsättning, med tillägg för forskningsstöd mm (övriga intäkter exklusive förvärvs- och bokförings-mässigt relaterade poster).

Netmore-koncernens I/K-tal exklusive och inklusive forskningsstöd mm under 2019:



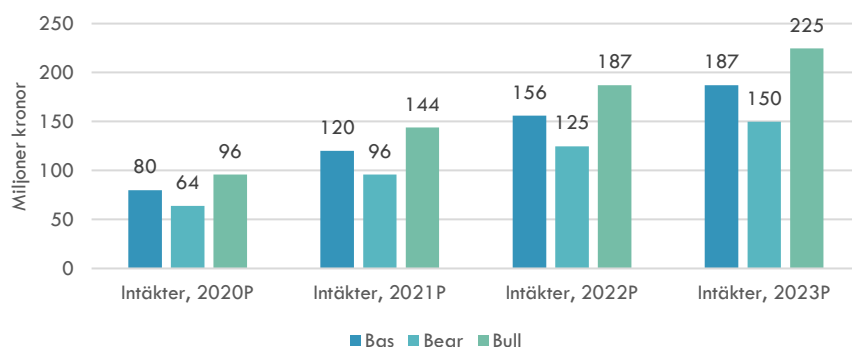
Källa: Bolagets finansiella rapporter. Forskningsstöd mm är övriga intäkter exklusive justeringar av värde förvärvat bolag i kv2/2019.

Koncernens operativa kostnader låg på knappt 12 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2019, vilket var en ökning med cirka 2 ½ miljon kronor jämfört med kvartal 3/2019. Men vi kan ändå se en positiv tendens vad gäller I/K-talet även om det fortfarande är en bra bit kvar till ett break-even resultat. Företagsledningen prioriterar idag att bygga ut sitt nätverk och ta nya affärer mer än att resultat-optimera ett enskilt kvartal.

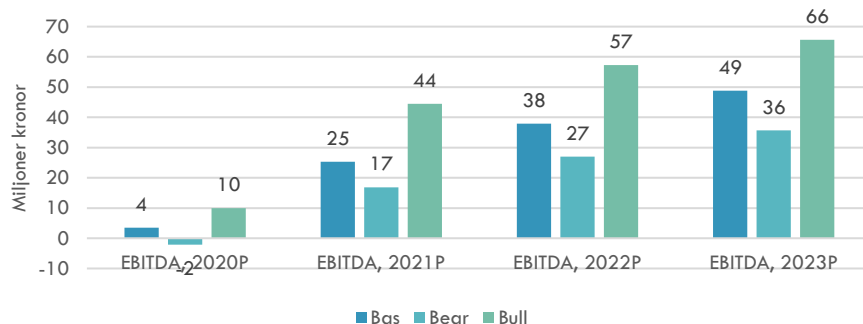
Under det fjärde kvartalet 2019 tog bolaget in totalt cirka 53 miljoner kronor i en företrädesemission samt en riktad emission till en investerare, Vincero AB. Det ger bolaget en kapitalbas, även om 18 miljoner kronor nu går till kontakt köpeskilling för Bredbandsson (utöver nyemitterade Netmore-aktier för 4,5 miljoner kronor).

Vi har applicerat våra uppdaterade intäkts- och resultatprognoser i tre olika scenarion (Bas-, Bear- och Bull). Resultatet illustreras i graferna överst på nästa sida. På intäktsidan har vi utgått från vårt Bas-scenarion och sedan antagit 80 procent av dessa intäktsnivåer under åren 2020-2023 i Bear-scenariot och 120 procent av basscenarion-intäktsprognosen under perioden 2020-2023 i Bull-scenariot.

### Prognoser, intäkter



### Prognoser, EBITDA



Källa: Carlsquare

Variationerna i lönsamhet (EBITDA) har vi kalkylerat som en funktion av intäkterna där rörelseresultatet förändras med 35 procent av intäkterna under prognosperioden. Sambandet mellan rörelseresultatets och intäkternas förändring har vi erhållit genom att bryta ned företagets kostnadskalkyl på enskilda poster (handelsvaror, externa kostnader, personalkostnader, avskrivningar och övriga externa kostnader). Avgörande för den bruttomarginal som företaget når är produktmixen. Bruttomarginalerna på bolagets operatörstjänster är goda, vilket även gäller egna programvaror med utveckling. Däremot är bruttomarginalen på bolagets hårdvaruprodukter lägre.

En sammanställning av våra använda värderingsparametrar för vårt Bear, Bas- respektive Bull-scenariot återfinns i tabellen DCF-värdering nedan. Vårt Bas-scenario ger ett värde på 1,61 kronor (1,08). Det varierar sedan från 1,07 kronor (0,51) per aktie i Bear-scenariot till 2,47 kronor per aktie (2,28) i Bull-scenario. Vi utgår från en årlig kalkylränta om 14 procent.

Det eviga tillväxtantagandet i DCF-värderingen 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.

### DCF-värdering

	Bear	Bas	Bull
Wacc	14,0%	14,0%	14,0%
CAGR, 2019 – 2023P	48%	57%	64%
Tillväxt, evighetsvärde	2,5%	3,0%	3,5%
Rörelsevärde (EV), mkr	135,8	200,0	303,4
Nettoskuld, mkr*	-7,2	-7,2	-7,2
Aktievärde, mkr	128,6	192,9	296,3
<b>Antal aktier efter utspädning, miljoner</b>	<b>120,0</b>	<b>120,0</b>	<b>120,0</b>
Värde per aktie, SEK	1,07	1,61	2,47
Implicit EV/Sales, 2022P	1,0x	1,2x	1,6x
Implicit EV/EBITDA, 2022P	4,8x	5,1x	5,2x

\*Nettokassa per 31 december 2019 med avdrag för kontant köpeskilling för Bredbandsson (18 miljoner kronor).

Källa: Carlsquare

## Disclaimer

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare 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 Carlsquare. Carlsquare 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 Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

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