

Tillväxttenden håller i sig

Fortsatt tillväxt & MRR tangerar historisk toppnivå

Nettoomsättningen i Q3 kom in på ~5,0 mkr (4,5). Det var lägre än våra förväntningar vid 5,7 mkr. Avvikelsen härleds till en svagare försäljning inom konsultsegmentet. På koncernnivå summerades tillväxten till 11% på årsbasis. Prenumerationsintäkterna växte med 12% till 4,8 mkr (4,3) och konsultintäkterna minskade med 45% till 0,1 mkr (0,3). Den sistnämnda är slagig mellan kvartalen och Q3 är historiskt sett ett svagare kvartal. Prenumerationsintäkterna utgörs av månatligt återkommande intäkter, MRR, vilka växte med 7%. Kvartalet utgör det tredje raka med sekventiell tillväxt och MRR är nu uppe på historiska toppnivåer kring 151 tusen dollar. Det är positivt. Skillnaden i tillväxt mellan MRR och prenumerationsintäkter, fem procentenheter, utgörs sannolikt av valuta. Det är dock inget Divio specificerar i rapporten

Välfylld kassa skapar utrymme för tillväxtingsatsningar

Under de senaste kvartalen har Divio varit framgångsrika med att hålla nere kostnaderna. I kvartalet kom bruttomarginalen in bättre än förväntat. Sannolikt en effekt av en låg andel av konsultintäkter med lägre marginal. Dock kom personalkostnader in på 5,8 mkr (3,8). Det avvek kraftigt jämfört med våra estimat på 4,3 mkr. Inte helt oväntat då ledningen har flaggat för ytterligare rekryteringar, i kvartalet anställde Divio exempelvis Fredrik Hansson som ny CPO. Vi räknade dock med att det ytterligare rekryteringar låg något kvartal bort. Rörelseförlusten ökade till 3,6 mkr (2,3). Vi räknade med 2,3 mkr och avvikelsen förklaras av lägre försäljning och högre personalkostnader. Att nå svarta siffror har varit viktigt för Divio, då injektioner av externt kapital har varit kostsamt sedan räntenivåerna skruvades upp. Nu har bolaget dock erhållit en förskotts betalning på 21 mkr samt 5 mkr via warranten. Kassan summeras vid utgången av kvartalet till 20,8 mkr. Det är bra och ger tillräckligt med utrymme för tillväxtingsatsningar till dess att svarta siffror uppnås.

Hög värderingsrabatt efter tre kvartal med tillväxt

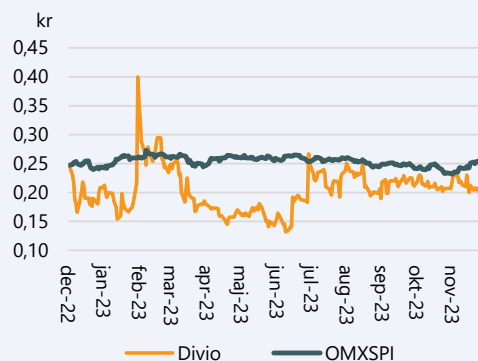
Förskotts betalningen som erhållits motsvarar flera års tjänster. Det signalerar en styrka i affärsmodellen och vittnar om att Divio är värdeskapande för deras kunder. Efter kvartalet sänker vi våra omsättningsprognoser för 2024 och 2025 med ~10%. Personalkostnaderna ökade och ledningen avser att investera mer i produktutveckling samt fortsatt stärka personalstyrkan. Det gör att vi justerar upp våra kostnadsantaganden framåt och räknar med positivt ebitda-resultat under H2-25. Vår kassaflödesmodell indikerar ett motiverat värde vid 0,3 kronor. Vår jämförelsegrupp handlas i snitt strax under 2,5x 2023 års försäljning. Med dom premisserna bör Divio handlas strax under 40 öre. Mot rådande kursnivå motsvarar det en rabatt på ~70%. Med tre raka kvartal av växande MRR, nya kunder och en solid kassa framstår värderingsrabatten lite väl tilltagen. Motiverat värde sätts vid 0,3 kronor och Analysguiden ser ytterligare kundavtal och kvartalsrapporter som triggers som kan minska värderingsgapet.

Divio Technologies

Rapportkommentar – Q3 2023

| | |
|-------------------------|----------------------------------|
| Datum | 1 december 2023 |
| Analytiker | Oliver Uusitalo |
| Basfakta | |
| Bransch | Mjukvara |
| Styrelseordförande | Leif Liljebrunn |
| Vd | Jon Levin |
| Noteringsår | 2019 |
| Listning | Nasdaq First North Growth Market |
| Ticker | DIVIO B |
| Aktiekurs | 0,2 kronor |
| Antal aktier, milj. | 186,2 |
| Börsvärde, mkr | 43 |
| Nettoskuld, mkr | -21 |
| Företagsvärde (EV), mkr | 22 |
| Webbplats | www.divio.com |

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

| | 2022 | 2023p | 2024p | 2025p |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| Nettoomsättning | 19 | 21 | 28 | 35 |
| Totala intäkter | 23 | 26 | 34 | 41 |
| Bruttoresultat | 15 | 19 | 25 | 30 |
| EBITDA-resultat | -5 | -8 | -8 | -3 |
| Rörelseresultat | -10 | -14 | -14 | -9 |
| Nettoresultat | -9 | -15 | -14 | -10 |
| Vinst per aktie | -0,05 kr | -0,08 kr | -0,08 kr | -0,05 kr |
| Omsättningstillväxt | 11% | 18% | 31% | 28% |
| Bruttomarginal | 65% | 72% | 73% | 73% |
| EBITDA-marginal | -21% | -30% | -22% | -7% |
| Rörelsemarginal | -44% | -53% | -40% | -22% |
| P/e-tal | -2,5 | -1,1 | -1,2 | -1,6 |
| EV/ebit | -1,9 | -1,2 | -1,2 | -1,8 |
| EV/ebitda | -4,1 | -2,0 | -2,2 | -5,3 |
| EV/omsättning | 0,9 | 0,8 | 0,6 | 0,5 |

Källa: Analysguiden

Investeringstes

Finjusterar strategin & satsar på mellanstora kunder

De senaste åren har Divio justerat sin affärsmodell flertalet gånger. Först från konsultintäkter till en SaaS-modell med prenumerationsintäkter. Därefter låg fokus på marknadsföringsinsatser och bolaget rekryterade seniora enterprisesäljare vars fokus var relationsbyggande. Marknadsnärvaron ökade och referenskunder samlades i syfte att bygga varumärke. Därtill började Divio bearbeta kunder genom partneravtal med erfarna konsultbolag. Men omsättningstillväxten ebbade ut och från och med Q2 2022 har bolaget tagit nya tag och riktar sitt erbjudande nu även mot mellanstora företag. Fördelen med att rikta erbjudandet mot mellanstora bolag ligger främst i de kortare säljcyklerna, vilket möjliggör för bearbetning av fler kunder. Det minskar även kundberoendet då varje enskild kund utgör en mindre del av den totala omsättningen. Utöver det erbjuder mellanstora kunder även möjligheten att de adderar tjänster i takt med att organisationen växer, vilket är en effektiv och billig modell för Divio att fortsätta växa med.

Underliggande marknader spås växa kraftigt

Genom omfattningen av Divios plattform är bolaget verksamt på de två snabbväxande marknaderna PaaS (Platform-as-a-Service) och CMP (Cloud Management Platform). Marknaderna står inför stark tillväxt drivet av kortare time-to-market samt kostnadsreduceringar. Den förväntade marknadstillväxten uppgår till omkring 18% per år fram till 2027. Om vi adderar marknaderna nås en totalmarknad som spås uppgå till närmare 40 miljarder USD år 2024. Enkelheten i Divios plattform utgör en tydlig differentiering och det är därmed sannolikt att bolaget kan kapitalisera på den goda marknadstillväxten.

God kostnadskontroll bäddar för lönsam tillväxt

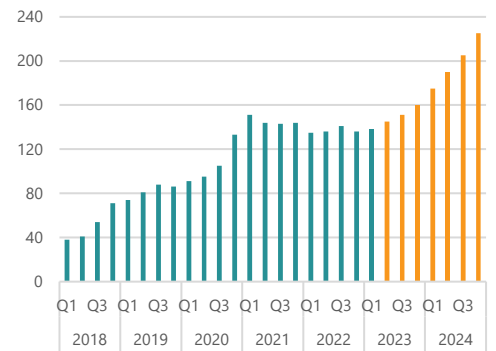
I samband med omstruktureringen passade bolaget på att rensa bland kostnadsposterna. Detta resulterade i att onödiga och överflödiga kostnader togs bort och som en effekt minskade bolagets kostnadsbas och lönsamheten förbättrades. Nu har bolaget en färdigsydd kostnadskostym som är anpassad för skalbar tillväxt.

Starka referenskunder validerar plattformen

Trots minimala marknadsföring- och säljinsatser har Divio lyckats er hålla multinationella företag som kunder. Dessa kunder utgör starka referenscase i försäljningsarbetet, speciellt Fidelity, UBS och nu senast Swiss Army, i och med Divios fokus på kunder inom bank, finans och försäkring. Att ett bolag av Divios storlek lyckats attrahera denna typ av kunder är imponerande och validerar likväl plattformen som värdeerbjudandet.

Långsiktig tillväxt i MRR...

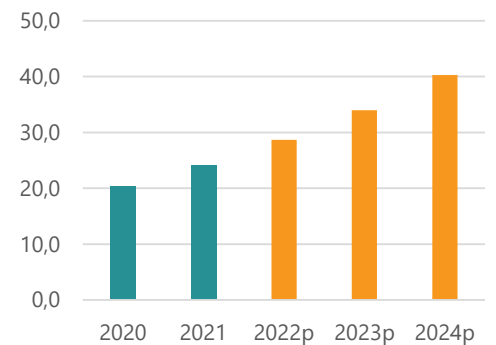
Månatligt återkommande intäkter (MRR), 2018Q1-2024Q4



Källa: Refinitiv, Analysguiden

... backas av en växande marknad

Den kombinerade marknadsutvecklingen i bUSD för CMP & PaaS 2020-2024p

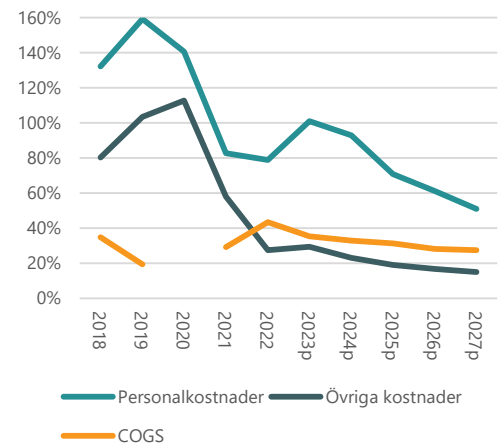


Källa: Bolaget

... och en skalbar affärsmodell

Divios kostnadsposter som andel av omsättningen, 2018 – 2027p.

Not* 2020 redovisades inte bruttomarginal.



Källa: Bolaget, Analysguiden

Utsikter och värdering

Förskottsbetalningen som erhållits av en av Divios större kunder motsvarar flera års tjänster. Det signalerar en styrka i affärsmodellen och vittnar om att Divio är värdeskapande för deras kunder. Det stärker även bolagets rörelsekapital och vi bedömer att bolaget har tillräckligt med kapital för att avancera utan ytterligare externt kapital.

I en kvartalspresentation med Divios VD och CFO uppges att säljdiskussionerna går bra men att det tar lite längre tid givet det osäkra omvärldsläget. Divio är dock nöjda med sin organisation och avser nu undersöka nya segment på marknaden, närmare bestämt små och medelstora mjukvarubolag som ska flytta verksamheten till molnet.

Den osäkra omvärlden gör att vi sänker våra omsättningsprognoser för 2024 och 2025 med ~10%. Vi räknar med fortsatt hög tillväxt, strax under bolagets finansiella mål. Försäljningsprognoserna stöds av två nya större kunder inom säkerhets- och den finansiella sektorn, Swiss Army respektive Novogradac, Divio är tillbaka på tillväxtbanan. Det är positivt, men kostsamt. Personalkostnaderna ökade i kvartalet och ledningen avser att investera mer i produktutveckling för att vässa plattformen samt fortsatt stärka sälj- och utvecklingsorganisationerna. Det gör att vi justerar upp våra kostnadsantaganden framåt. Analysguiden räknar med positivt ebitda-resultat uppnås under slutet av 2025.

Ledningen påpekar att tillväxt genom ökad MRR är högst på prioriteringslistan. Långsiktigt räknar vi med att Divio når 100 mkr i försäljning med en rörelsemarginal omkring 20%.

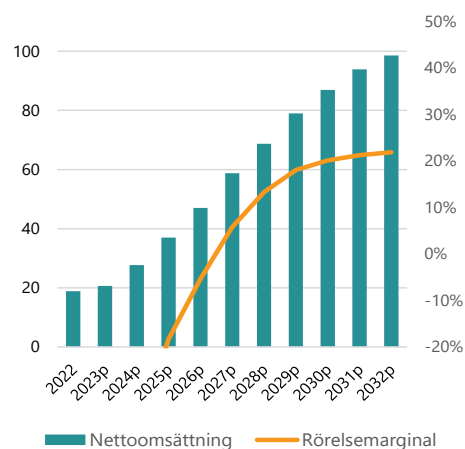
Tre kvartal med tillväxt – överdriven marknadsoro?

Senaste året har aktien handlats i sidled och pendlat kring 20 öresstreck. Det är lågt men inte orimligt. Divio har haft ett par svaga kvartal i ryggen, varpå marknaden sällan uppvärderar en aktie. Lägg därtill ett allmänt svagt börsentiment för mindre tillväxtbolag. Vår kassaflödesmodell indikerar ett motiverat värde vid 0,3 kronor (se sammanfattning i grafen intill).

Bland vår jämförelsegrupp, bestående av över 70 nordiska mjukvarubolag, handlas genomsnittsbolaget strax under 2,5x innevarande års försäljning (rensat för bolag vars multipel överstiger 10). Med dom premisserna bör Divios aktie handlas strax under 40 öre. På rådande kursnivå handlas Divio till en rabatt strax under 70%. Det är mycket och kanske lite väl tilltaget. Vi förstår dock osäkerheten som aktiemarknaden uppenbarligen känner. Men en rabatt på ~70% vittnar om en blygsam prissättning och en indikation om att marknaden inte tar fasta på Divio finansiella mål. Med tre raka kvartal av växande MRR, en växande kundbas och en solid kassa framstår målsättningen dock som alltmer uppnåelig. Motiverat värde sätts vid 0,3 kronor och Analysguiden ser fortsatt nya kundavtal och kvartalsrapporter som potentiella triggars, vilket kan minska nuvarande värderingsgap.

God långsiktig potential

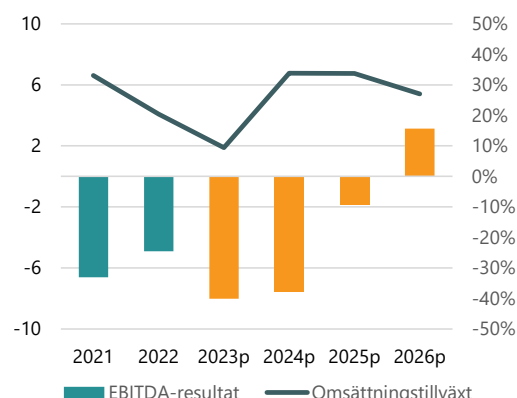
Nettoomsättning (stapel, vänster). Rörelsemarginal (linje, höger) 2022 – 2032p



Källa: Bolaget

Tillväxt fördröjer lönsamheten

Ebitda-resultat (stapel, vänster). Omsättningstillväxt (linje, höger) 2021 – 2026p



Källa: Holdings

Motiverat värde vid 0,3 kronor

| | |
|---------------------------------------|---------------|
| WACC | 12% |
| Snitttillväxt 2022-2027 | 24% |
| Snitttillväxt 2028-2032 | 10% |
| Långsiktig ebit-marginal | 22% |
| Evig tillväxttakt | 2% |
| Enterprise value, SEKm | 27 |
| Nettoskuld | -21 |
| Börsvärde, SEKm | 48 |
| Antal utestående aktier, milj | 186,2 |
| Motiverat värde per aktie, SEK | 0,3 kr |

Källa: Analysguidens prognoser

Om Divio

Divio är ett mjukvarubolag med huvudkontor i Stockholm som utvecklar och säljer en mjukvaruplattform där företag på ett säkert, kostnadseffektivt och användarvänligt sätt kan driva och utveckla webbapplikationer. Plattformen underhåller och övervakar kundens molninfrastruktur samt förenklar förflyttning av webbprojekt från lokala servrar till molnet. Bolaget noterades på Nasdaq First North Growth Market den 18 december 2019 och har ett börsvärde på cirka 63 mkr.

Historik

Divio grundades år 2005 i Schweiz som en webbyrå och bistod kunder med utveckling av deras webbprojekt. Omkring den tiden började Django, ett ramverk inom programspråket Python, bli mer uppmärksammat. Divio var tidigt engagerade i utvecklarcommunityn för Django och främsta drivare vid utvecklandet av Django CMS, ett open-source CMS-system¹, som lanserades 2007. Django CMS var ett bra sätt för Divio att få in konsulttimmar och nyttjades av flertalet välrenommerade organisationer såsom Nasa, National Geographic och L'Oreal.

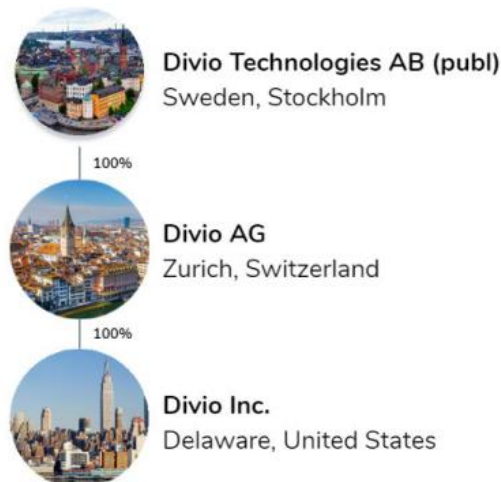
I samband med utveckling av webbprojekt började Divio finna dåtidens hosting-lösningar, förflyttning av webbapplikationer från lokala till virtuella servrar (moln), besvärliga och onödigt komplexa. Divio utvecklade en intern lösning med syftet att automatisera de processer som var möjliga. Med fokus på automation och enkelhet hade Divio efter några år utvecklat en egen hosting-lösning, adderat fler funktioner och skapat en hel plattform. Plattformen lanserades år 2016 och kombinerar PaaS (Platform-as-a-Service) med CMP (Cloud Management Platform). Där PaaS förenklats kan beskrivas som en utvecklingsmiljö för användaren att driva och utveckla webbapplikationer och CMP ett hjälpmedel för konfiguration, underhåll och övervakning av molninfrastrukturer.

Lanseringen av plattformen var starten på en förändringsresa. Divio gick från en webbyrå till ett produktbolag, vilket medförde att resning av kapital var nödvändigt. Divio var vid tidpunkten baserade i Schweiz där riskaptiten hos investerare är låg varpå bolaget valde att börsnotera sig i Sverige år 2019. Sedan börsnoteringen har Divio successivt utvecklats webbyråverksamheten och står idag som ett renodlat produktbolag med plattformen i fokus. Antalet betalande kunder på plattformen överstiger idag 500 med en geografisk majoritet i Schweiz, Storbritannien och USA. Flertalet prestigefyllda kunder såsom kapitalförvaltaren Fidelity, Financial Times och GWM Innovation Lab av UBS Switzerland, står på kundlistan. Affärsmodellen bygger på en SaaS-modell där kunderna betalar i förskott på kvartals- eller årsbasis.

¹ Ett CMS-system är en applikation för att hantera, skapa och publicera innehåll på en webbsida, ett exempel är Wordpress.

Koncernstruktur

Moderbolaget i Sverige, dotterbolag i Schweiz och USA



Källa: Bolaget

Stort insynsägande

Största aktieägare i % av kapitalet

| | |
|-------------------------------|------------|
| Avanza Pension | 6,9% |
| Alarik Förvaltning AB | 6,3% |
| Broomhilda AB (VD) | 5,1% |
| Marcus Franck | 4,7% |
| Christian Bertschy (grundare) | 4,1% |
| Carl Palmstierna | 3,3% |
| Leif Edlund | 2,7% |
| Dick Levin | 1,6% |
| Nordnet Pensionsförsäkring | 1,5% |
| Christian Zenker | 1,3% |
| Summa 10 största ägare | 38% |

Källa: Holdings



Risker

Storkundsberoende skapar viss osäkerhet

Under första halvan av 2019 utgjorde Fidelity 46 procent av bolagets återkommande intäkter. Huruvida denna siffra ser ut idag är inte kommunicerat men med tanke på att omsättningstillväxten har varit modest under de senaste kvartalen, är vår bästa gissning att kapitalförvaltaren fortsatt utgör en relativt stor del av Divios totala omsättning. Om detta kontrakt skulle avslutas eller skalas ner lär det ha en signifikant påverkan på bolagets resultat. En faktor som sänker denna risk är inlåsningseffekten. I takt med att fler applikationer flyttas över till plattformen har ett visst beroende skapats och kostnaderna bör vara höga om Fidelity skulle vilja byta leverantör.

Småbolagsrisk – mindre aktör på en stor marknad

En utmaning för Divio är att bolaget är relativt litet och okänt bland dess målgrupper. Vi tror att det försvårar försäljningsarbetet och medför att vissa kunder väljer bort Divio gentemot andra, ofta större aktörer, trots att Divios värdeerbjudande kan vara mer lockande. I takt med att fler kunder ansluter sig till plattformen och Divios verksamhet växer bör denna risk succesivt avta. Därtill bidrar ISO-certifikat och partnerskap med Amazon Web Service med en seriös ton, vilken Divio kan använda i kommande kundsamtal för att påvisa att man är en stabil och seriös aktör på marknaden.

Fortsatt negativt resultat

Divio är ett bolag i expansionsfas där tillväxt prioriteras framför lönsamhet. Det innebär att verksamheten i dagsläget redovisar förlust. Rörelseförlusten under det andra kvartalet uppgick till 3,2 mkr och det löpande kassaflödet för samma period uppgick till ~2,2 mkr. Divio har varit flitiga med att skära i onödiga kostnader vilket har visats i och med den minskade förlusten. Det är en uppmuntrande utveckling. Efter den senaste nyemissionen uppgår Divios kassa uppgår till ~,1 mkr och givet nuvarande burn-rate samt förskottsbetalningen från bolagets största kund anser Analysguiden att finansieringsrisken har minskat. Vi utesluter dock inte fortsatta förlustkvartal med tillväxt högst upp på dagordningen.

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 Oliver Uusitalo äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Oliver Uusitalo