

Sammanfattning
Enea (ENEA.ST)
Kraftig vinstökning

- Bolaget överraskar något positivt med en försäljningsökning på 2 procent jämfört med föregående år och vinstökning om 26 procent jämfört mot samma kvartal föregående år. I absoluta tal blev försäljningen 101 miljoner och vinst per aktie 0,88 kronor. Framöver förväntas ökade royaltyintäkter bidra till en starkare försäljningstillväxt.
- Enea har en rekordstark kassa på 142 miljoner (efter utdelning 2 maj), vilket ger en god grund för framtida förvärv.
- Vi har endast gjort mindre förändringar på försäljning och skattesats efter rapporten för första kvartalet. Vi ser positivt på den för säsongen starka rörelsemarginalen på 17,8 procent och höjer riktvärdet något till 54 kronor per aktie.

Lista:

Börsvärde:

1 066 MSEK

Bransch:

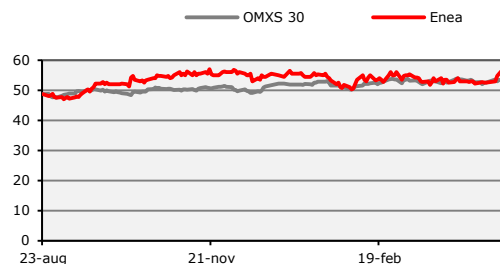
Information Technology

VD:

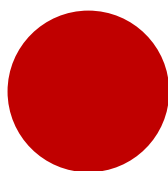
Anders Lidbeck

Styrelseordf:

Anders Skarin

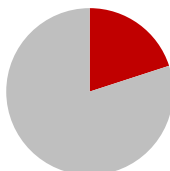

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



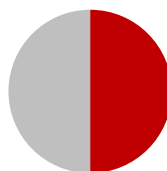
10,0 poäng

Ägarskap



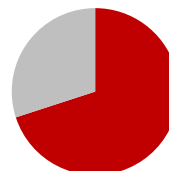
2,0 poäng

Tillväxtutsikter



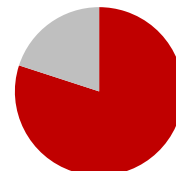
5,0 poäng

Lönsamhet



7,0 poäng

Finansiell styrka



8,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning, MSEK	468	409	429	462	530
Tillväxt	-35%	-13%	5%	8%	15%
EBITDA	91	91	99	108	135
EBITDA-marginal	19%	22%	23%	23%	26%
EBIT	72	82	82	90	115
EBIT-marginal	15%	20%	19%	19%	22%
Resultat före skatt	77	84	85	97	122
Nettoresultat	54	63	65	75	90
Nettomarginal	11%	15%	15%	16%	17%
Utdelning/Aktie	0,00	3,00	3,00	3,00	2,75
VPA	3,18	3,84	3,99	4,56	5,51
P/E	0,00	14,34	16,28	14,25	11,80
EV/S	Neg	1,81	2,08	1,88	1,62
EV/EBITDA	Neg	8,08	9,03	8,01	6,36

Fakta

Aktiekurs (SEK)	65,0
Antal aktier (milj)	16,4
Börsvärde (MSEK)	1 066
Nettoskuld (MSEK)	-172
Free float (%)	73 %

Analytiker:

 Erik Kramming
 erik.kramming@redeye.se

 Henrik Senestad
 henrik.senestad@redeye.se

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Kraftig vinstökning

Trots en relativt svag generell marknad lyckades Enea öka omsättningen något och överträffa våra förväntningar. Försäljningen kom in 3 procent högre än väntat på 101 miljoner kronor och resultatet för kvartalet var stark på 14 miljoner kronor (eller 0,88 kronor per aktie). Försäljningsökningen berodde till stor del på ökad försäljning inom programvarudelen i Asien och Europa. Jämfört med samma kvartal föregående år ökade rörelseresultatet med hela 29 procent. Rörelsemarginalen var 17,8 procent vilket är lägre än målet på 20 procent, men man ska komma ihåg att första kvartalet alltid är relativt svagt. Vi förväntar oss att målet uppfylls på helårsbasis för 2014 och kommer att pendla runt 21-23 procent de nästkommande kvartalen.

Enea - Förväntat vs. Utfall				
SEKm	Q1'13	Q1'14	Utfall	Diff
Försäljning	99,3	98,0	101,1	3%
EBITDA	18,6	20,1	22,2	10%
EBIT	14,0	15,7	18,0	15%
PTP	15,3	17,3	18,7	8%
VPA, SEK	0,70	0,77	0,88	14%
Försäljningstillväxt	-15,3%	-1,3%	1,8%	
Bruttomarginal	69,2%	72,1%	71,5%	
EBIT marginal	14,1%	16,0%	17,8%	
VPA tillväxt (y/y)	7%	9%	25%	

Källa: Redeye Research, Enea

Anledningen till att Enea kom in starkare på EBITDA och EBIT beror till stor del på att bolaget har en väldigt hög bruttomarginal, vilket gör att en försäljningsökning påverkar resultatet väldigt positivt. Under ytan på kostnadsbasen hade vi räknat med en något högre forskning- och utvecklingskostnader och en lägre kostnad för administration. Sammantaget tog differensen i kostnaderna ut varandra. Att forskning och utveckling samt kostnad för administration varierar över kvartalen är inget konstigt och ska inte övertolkas. Bruttomarginalen var i linje med våra förväntningar, och högre än föregående år, men något svagare än andra halvåret 2013.

Första kvartalsrapporten bekräftar även att Enea lyckats med sitt arbete av renodling och nerskärning av olönsamma intäktsströmmar. Enea visar också att de lyckas få till viss försäljningsökning, vilket de förmedlade i slutet på förra året att de skulle satsa på. Då en stor del av Eneas försäljning kommer ifrån mjukvaruförsäljning, med höga bruttomarginaler, och till största delen genom befintliga kunder förväntar vi oss att en ökad försäljning ska kunna ske med bibehållen rörelsemarginal.

Programvaruförsäljningen ökande något

Programvaruförsäljningen ökade något under första kvartalet jämfört med föregående år. På rullande kvartalsbasis minskade försäljningen med runt 8 procent från fjärde till första kvartalet, vilket beror på normala säsongvariationer. Programvaruförsäljningen av tidsdefinierade licenser är fortsatt hög även fast den förefaller ha fallit tillbaka något under kvartalet. Värt att nämna är ett nytt licensavtal för Enea Linux USA med ett globalt telekombolag, vilket är viktigt för fortsatt framgång för det relativt nylanserade Enea Linux operativsystemet. Övergången mot mer återkommande intäkter innebär som tidigare förmedlats en något lägre försäljning under 2013 än under tidigare år. Total räknar Enea med att runt 10 miljoner har omfördelas till senare år (i huvudsak 2014 och 2015).

Vändning anas i tjänsteförsäljningen

Det senaste året har den amerikanska marknaden varit svag. En tredjedel av tjänsteintäkterna är beroende av amerikanska försvarsprojekt finansierade av statsbudgeten. Minskade anslag från staten har lett till att Eneas kunder blivit tvungna att dra ned på projekten, kraftigt, vilket i sin tur påverkat Enea negativt.

Minskade anslag från staten har lett till att Eneas kunder blivit tvungna att dra ned på projekten kraftigt vilket i sin tur påverkat Enea negativt.

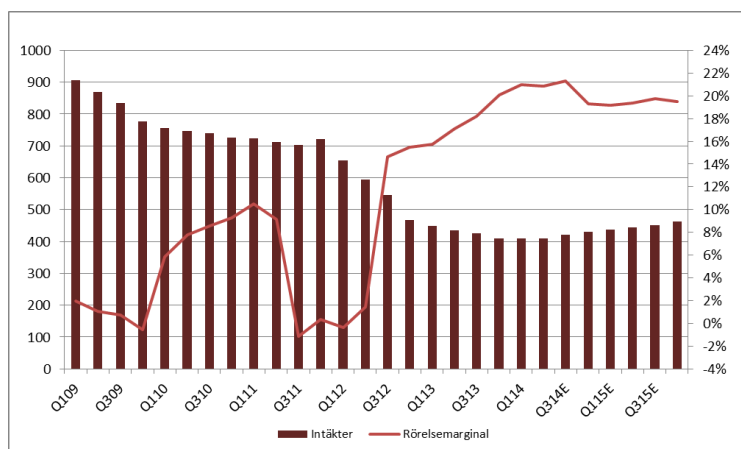
Tjänsteförsäljningen i det första kvartalet föll fortsatt tillbaka något, 2 procent jämfört med samma kvartal föregående år. Men, sekventiellt mellan fjärde och första kvartalet steg den med runt 3 procent, vilket vi ser som positivt och indikerar att försäljningen är på väg uppåt igen. Ytterligare ett avtal inom Bridged Services slöts under kvartalet, vilket är den tjänsteförsäljning med högst bruttomarginaler. Framöver förväntar vi oss att tjänsteförsäljningen stärks något på rullande kvartalsbasis men att den är fortsatt svag jämfört med tidigare år.

Tjänsteintäkterna har fallit totalt med 2 procent i det första kvartalet jämfört med första kvartalet 2013.

Intäktsmixen påverkar marginalen positivt

Enea levererar en fortsatt stark marginal i det första kvartalet mycket tack vare en stark intäktsmix där mindre lönsamma produkter och områden har sorterats bort. Tjänsteintäkterna som bidrar med en lägre marginal stod för 29 procent av försäljningen för helåret jämfört med 30 procent ifjol. Detta fick även till följd att bruttomarginalen uppgick till 71,5 i år jämfört med 69,2 för ett år sedan. Det finns dock fler förklaringar till att bruttomarginalen var starkare än bara en svag tjänsteförsäljning. Eneas egen målsättning är att prestera en rörelsemarginal på årsbasis som överstiger 20 procent. Det är viktigt att Enea visar på en fortsatt tillväxt inom programvarudelen för att upprätthålla höga bruttomarginaler och därmed även höga rörelsemarginaler.

...bruttomarginalen uppgick till 71,5 i år jämfört med 69,2 för ett år sedan

Enea Omsättning & Rörelsemarginal R12M (2009-2015E)


Avgörande för Enea är hur de ska få igång tillväxten i programvaruförsäljningen. Problematiken ligger till stor del i att telekomkunderna är pressade och därmed försiktiga med nya investeringar. Detta ställer högre krav på Enea produkter så att de bidrar med tillräckligt stort mervärde för kunderna för att motivera investeringen. Det är därför viktigt att Enea fortsätter att spendera pengar på utveckling av sina programvaror, vilket de också gör. Enea återinvesterar en tredjedel av programvaruintäkterna i produktutveckling vilket är en hög nivå. Merparten av pengarna går till bolagets största produktgrupp, OSE, följt av framtidsatsningen på Linuxlösningar. Bolaget flaggar för att tillväxten kommer komma från royaltyintäkter, som är beroende av hur Eneas kunders försäljningsvolymerna är. Det är högre marginaler på royalties men i längden förlorar Enea försäljningspotential, vilket så klart är negativt. Inom OSE kan även trenden med Internet-of-things att bidra positivt då fler och fler saker behöver bli uppkopplade till internet. Ett tidigt exempel som har fått stor spridning är inom fordonsindustri där Eneas operativsystem används flitigt.

Ett annat område som är intressant för framtiden är Eneas satsning på middlewareprodukten Element, där en ny version lanserats under förra året. Den satsningen ligger närmare i tiden att generera intäkter åt bolaget än Linuxsatsningen och den väntas kunna bidra positivt till omsättningen redan under 2014. Det är därför det amerikanska avtalet som tecknades under kvartalet är viktigt som en indikator på fortsatt försäljning inom detta område.

Helst ser Enea att de kan öka försäljningen organiskt, men Enea lyfte även möjligheten att de kunde tänka sig att köpa ett bolag för att få upp försäljningen. Vi skulle inte bli förvånade om Enea genomför ett eller flera förvärv inom programvaruförsäljning eller middleware under 2014, då bolagets finansiella situation tillåter det.

Starkt kassaflöde

Enea uppvisade ett fortsatt starkt kassaflöde i det fjärde kvartalet, från den löpande verksamheten, på 23 miljoner kronor. Kassan uppgår nu till cirka 190 miljoner kronor vilket ger fortsatt goda möjligheter till en hög direktavkastning i bolaget. Styrelsen föreslog även en utdelning, samma som föregående år, (genom inlösenförfarande) på 3 kr per aktie (49,2 miljoner kronor). Aktien handlas utan utdelning den 2 maj.

Prognosförändringar

Vi har inte gjort några större förändringar i våra prognoser efter rapporten för det första kvartalet. Vissa mindre justeringar har gjorts på försäljning, skattesatsen och inom avskrivningar.

Enea - Detaljerade estimat											
SEKm	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014E
Försäljning	467,7	99,3	105,7	97,1	106,3	408,4	101,1	100,0	112,0	116,0	429,1
Software	322,3	69,7	77,6	71,8	78,0	297,1	72,0	68,0	81,0	82,0	303,0
Consulting	145,4	29,6	28,1	25,3	28,3	111,3	29,1	32,0	31,0	34,0	126,1
EBIT	72,4	14,0	22,0	21,0	25,1	82,1	18,0	13,1	27,9	23,2	82,2
Vinst före skatt	76,6	15,3	23,4	19,9	25,3	83,9	18,7	13,8	28,6	23,9	85,0
VPA, SEK	3,18	0,70	1,04	0,92	1,18	3,84	0,88	0,65	1,34	1,12	3,99
Försäljningstillväxt	-35%	-15%	-12%	-10%	-13%	-13%	2%	-5%	15%	9%	5%
Bruttomarginal	70,4%	69,2%	73,6%	74,2%	73,7%	72,7%	71,5%	70,1%	72,7%	71,7%	71,5%
EBIT marginal	0,3%	13,3%	15,3%	16,8%	16,7%	15,5%	14,1%	20,8%	21,6%	23,6%	14,1%
VPA tillväxt (y/y)	n/a	7%	18%	19%	35%	21%	25%	-37%	47%	-5%	4%

Källa: Redeye Research, Enea

Värdering

I vår värdering av Enea använder vi oss av diskonterad kassaflödesvärdering (DCF) och en relativvärdering där vi tittar på hur olika globalt verksamma programvarubolag värderas.

DCF-värdering

Vi har använt ett avkastningskrav (WACC) om 11,1 procent. För åren 2014 och 2015 räknar vi med en tillväxt om 5,0 procent respektive 7,7 procent samtidigt som rörelsemarginalen antas vara stabil runt 20 procent för 2014-2016. Under perioden 2017-2022 har vi räknat med en genomsnittlig tillväxt om 7,5 procent och en genomsnittlig rörelsemarginal om 18 procent. Investeringarna antas uppgå till i snitt 2,6 procent av försäljningen under denna period. Vi har vidare använt en skattesats om 23 procent för 2014-2015E samt 26 procent för resterande år, vilket är högre än gällande bolagsskatt i Sverige men lägre än tidigare estimat. Vår DCF-värdering indikerar ett motiverat värde om 54 SEK per aktie per aktie.

Relativvärdering

Vi tittar även på hur Enea värderas jämfört med andra globala programvarubolag. Vi kan till att börja med konstatera att det finns få direkt jämförbara bolag som även är börsnoterade, vilket gör det svårt att hitta en relevant jämförelsegrupp. De bolag som vi valt ut uppfyller dock kriteriet att de är globala programvarubolag, varav Cavium är en direkt konkurrent till Enea.

Enea värderas till P/E 15,8 respektive 13,8x för 2014E och 2015E samtidigt som medelvärde för sektorn uppgår till 24,2x respektive 18,4x. Vi noterar att Enea värderas med en rabatt om 30-50 procent då vi jämför bolagens multiplar för 2014 och 2015. Samtidigt så växer vinsten för flera av bolagen i referensgruppens mycket snabbare än Eneas, vilket motiverar högre multiplar samtidigt som även rörelsemarginalen är högre, uppåt 26-30 procent. Relativvärderingen indikerar tillsammans med vår DCF-värdering att Enea idag handlas ungefär till sin rätta värdering.

Relativvärdering		EV/SALES			EV/EBIT			P/E		
Bolag	Börsvärde	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
Siffror i MSEK										
INDUST & FINANCIAL SYSTEM	4 630	1,6	1,5	1,4	23,9	12,1	9,8	33,7	17,7	14,8
OPERA SOFTWARE ASA	11 229	5,6	3,9	3,0	26,1	17,2	11,9	51,3	26,4	18,7
CAVIUM INC	14 435	7,0	5,6	4,6	35,5	22,3	17,4	40,2	28,5	21,7
Medel		4,7	3,7	3,0	28,5	17,2	13,0	41,7	24,2	18,4
Enea	1033	1,8	2,0	1,8	9,0	10,5	9,3	14,3	15,8	13,8

Källa: Redeye Research, Bloomberg

Triggers och hot

Enea är fortsatt väldigt beroende av hur det går för Ericsson och framförallt när i tiden en utrullning av ett nytt telekommunikationssystem kan ske. Vi har tagit höjd för en lägre nivå av royaltyintäkter under 2014 men ifall en utrullning helt skulle utebli kommer det påverka Eneas chanser för ökade royaltyintäkter negativt. På samma sätt kan en tidigarelagd eller större utrullning än beräknat påverka positivt.

En annan trigger skulle kunna vara ett bud på Enea från en hårdvaruleverantör som vi bedömer skulle kunna leda till en budstrid med processortillverkaren ARM, som vi också bedömer kan vara intresserad av att få till kontroll över en viktig underleverantör och affärspartner.

Investeringslutsats

Enea är ett globalt programvaruföretag som bland annat utvecklar operativsystem för realtidssystem (RTOS) vilka finns inbyggda i tekniska produkter som mobiltelefoner, basstationer, bilelektronik och medicinsk utrustning. RTOS-marknaden beräknas vara värd drygt 1,3 miljarder USD och visa en genomsnittlig årlig tillväxt om 8,8 procent de närmaste åren. Enea har en marknadsandel om 11 procent och är den tredje största aktören inom RTOS. Eneas komparativa styrka finns inom telekomindustrin som historiskt sett svarat för omkring 70 procent av bolagets totala intäkter. Ericsson är den största kunden som svarar för cirka 50 procent av Eneas omsättning.

Det är framför allt telekomindustrin som driver marknaden för RTOS för inbyggda system. Det som påverkar utvecklingen är att användningen av kommunicerande enheter som smartphones, laptops, surfplattor etc ökar, vilket leder till att datatrafiken ökar kraftigt. Det innebär att operatörerna måste investera i infrastrukturen, bland annat basstationer, för att bygga ut kapaciteten. I varje basstation kan det finnas flera hundra hårdvarukort som behöver RTOS, varför utbyggnaden av 4G (LTE) kan innebära stora tillväxtmöjligheter för Enea. Konkurrenten från de andra RTOS-utvecklarna är dock hård och kunders plattformar blir mer komplexa, vilket kräver större resurser från leverantörer som Enea, och inte minst utgör den ökade användningen av open source lösningar ett allvarligt hot.

Eneas strategi för att ta tillvara på tillväxtmöjligheterna och möta de stora utmaningarna består av främst tre delar: 1) Kraftansamla resurserna och fokusera på de stora nyckelkunderna, främst de inom telekom. 2) Utveckla och utöka partnerskap med hårdvaruleverantörerna för att komplettera de egna säljkanalerna och komma tidigt in i kunders produktplaner. 3) Utveckla Linuxanpassade lösningar som skapar mervärde för telekomkunderna.

Om Enea lyckas väl med sin strategi ser vi goda möjligheter för bolaget att visa en stark tillväxt de närmaste åren. I vårt basscenario utgår vi dock från att Enea visar en tillväxt i linje med vad RTOS-marknaden förväntas växa.

Enea avyttrade i början av 2012 den nordiska konsultverksamheten för att förbättra förutsättningarna för strategin, vilket medförde en reavinst om 61,7 MSEK. Eneas ökade fokus på programvara har lett till att bruttomarginalen nu stärks till drygt 72 procent, och rörelsemarginalen till runt 20 procent. Enea väntas nu satsa mer på försäljning, vilket gör att vi nu tror på tillväxt under 2014 och framåt. Vår DCF-värdering indikerar ett

motiverat värde om 54 kronor per aktie, vilket är en höjning med 2 kronor från tidigare estimat.

Detaljer estimat

Enea

SEKm	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014E
Försäljning	467,7	99,3	105,7	97,1	106,3	408,4	101,1	100,0	112,0	116,0	429,1
varav Software	322,3	69,7	77,6	71,8	78,0	297,1	72,0	68,0	81,0	82,0	303,0
varav Consulting	145,4	29,6	28,1	25,3	28,3	111,3	29,1	32,0	31,0	34,0	126,1
varav avyttrad verksamhet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor	-138,5	-30,6	-27,9	-25,1	-28,0	-111,6	-28,8	-29,9	-30,6	-32,8	-122,1
Bruttoresultat	329,2	68,7	77,8	72,0	78,3	296,8	72,3	70,1	81,4	83,2	307,0
Försäljnings- och marknadsföringskostnader	-102,1	-17,4	-20,6	-18,3	-19,8	-76,1	-20,3	-21,0	-21,0	-26,0	-88,3
Produktutvecklingskostnader	-85,3	-24,6	-22,1	-20,4	-23,3	-90,4	-22,5	-24,0	-22,0	-24,0	-92,5
Administrationskostnader	-69,4	-12,7	-13,1	-12,3	-10,1	-48,2	-11,5	-12,0	-10,5	-10,0	-44,0
EBIT	72,4	14,0	22,0	21,0	25,1	82,1	18,0	13,1	27,9	23,2	82,2
Finansnetto	4,2	1,3	1,4	-1,1	0,2	1,8	0,7	0,7	0,7	0,7	2,8
Resultat före skatt	76,6	15,3	23,4	19,9	25,3	83,9	18,7	13,8	28,6	23,9	85,0
Skatt	-23,1	-3,7	-6,3	-4,8	-5,9	-20,7	-4,3	-3,2	-6,6	-5,5	-19,5
Extraordinära poster											
Nettoresultat	115,2	11,6	17,1	15,1	19,4	63,2	14,4	10,6	22,0	18,4	65,5
VPA, SEK	3,18	0,70	1,04	0,92	1,18	3,84	0,88	0,65	1,34	1,12	3,99
VPA tillväxt	n/a	7%	18%	19%	35%	21%	25%	-37%	47%	-5%	4%
Försäljningstillväxt y/y	-35%	-15%	-12%	-10%	-13%	-13%	2%	-5%	15%	9%	5%
varav Software	8%	-11%	-4%	1%	-15%	-8%	3%	-12%	13%	5%	2%
varav Consulting	-1%	-23%	-29%	-30%	-8%	-23%	-2%	14%	23%	20%	13%
Bruttomarginal	70,4%	69,2%	73,6%	74,2%	73,7%	72,7%	71,5%	70,1%	72,7%	71,7%	71,5%
EBITDA-marginal	19,4%	18,7%	25,0%	26,4%	28,0%	24,6%	22,0%	17,3%	28,7%	23,6%	23,1%
EBIT marginal	15,5%	14,1%	20,8%	21,6%	23,6%	20,1%	17,8%	13,1%	24,9%	20,0%	19,2%
Nettoskuld	-147	-143	-175	-156	-157	-157	-177	-200	-250	-247	-177
Utdelning (SEK/aktie)	3,00					3,0					3,0
Direktavkastning	4,8%					4,8%					4,8%

Källa: Redeye Research, Enea

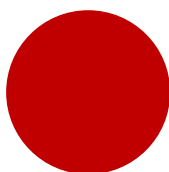
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

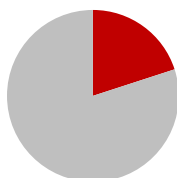
Inga förändringar

Ledning 10,0p



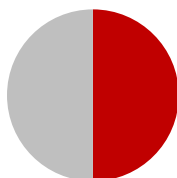
Enea har en stark ledningsgrupp med vd Anders Lidbeck i spetsen. Anders Lidbeck har lång erfarenhet av att framgångsrikt driva bolag inom IT-sektorn och var bland annat tidigare vd på Telelogic. Enea har satt upp som mål att nå en rörelsemarginal på 20 procent vilket de stadigt närmat sig. Ledningen är framtidsfokuserade och återinvesterar en stor del av vinsten i utveckling vilket är nödvändigt för ett bolag av Eneas karaktär.

Ägarskap 2,0p



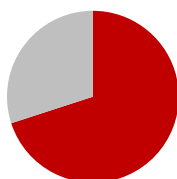
Enea får en mycket låg rating när det kommer till ägarskap vilket till största del beror på att bolaget inte har en känd huvudägare. Största ägare är ValorLife med 24 procent av aktierna vem som ligger bakom den posten är däremot okänt. Vi skulle även se det som positivt om såväl ledning som styrelse hade större egna innehav i bolaget.

Tillväxtutsikter 5,0p



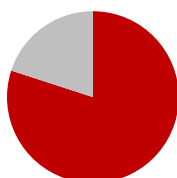
En risk i Enea är det stora beroendet de har av en enskild kund vilket drar ned ratingen, Ericsson står för drygt 50 procent av intäkterna. Konkurrenten på marknaden är hård och tillväxtpotentialen ligger både i att växa på befintliga som nya kunder och på nya vertikaler. En viktig satsning för den långsiktiga tillväxten ligger även i Eneas Linuxsatsning.

Lönsamhet 7,0p



Enea visar en tilltagande lönsamhet trots att de fortsätter att satsa hårt på utveckling. Rörelsemarginalen närmar sig målsättningen på 20 procent och bör kunna passera den nivån under 2014 vilket kan få oss att öka ratingen framöver.

Finansiell styrka 8,0p



Bolaget är skuldfritt och har starka kassaflöden. Dock är bolaget en relativt liten spelare sett till omsättning vilket drar ned ratingen.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	468	409	429	462	530
Summa rörelsekostnader	-377	-317	-330	-354	-395
EBITDA	91	91	99	108	135
Avskrivningar materiella tillg.	-6	-3	-4	-6	0
Avskrivningar immateriella tillg.	-13	-7	-13	-12	-20
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	72	82	82	90	115
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	4	2	3	7	7
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	77	84	85	97	122

Skatt	-23	-21	-20	-22	-32
Net earnings	54	63	65	75	90

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	147	164	177	200	230
Kundfordringar	143	117	148	159	183
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	28	24	26	28	30
Summa omsättn.	318	304	351	387	443

Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	14	10	7	1	2
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	82	83	83	83	83
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	40	39	38	37	28
Övr. anlägg. tillg.	1	1	1	1	1
Summa anlägg.	136	133	128	121	113
Uppsk. skatteford.	6	2	3	3	3

Summa tillgångar	460	439	481	512	559
-------------------------	------------	------------	------------	------------	------------

Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	12	7	13	14	16
Kortfristiga skulder	0	0	4	3	25
Övriga kortfristiga skulder	74	49	67	72	79
Summa kort. skuld	86	56	84	88	120

Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	86	56	84	88	120

Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	7	12	6	6	6

Eget kapital	367	371	391	417	433
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	367	371	391	417	433

Summa skulder och E. Kap.	460	439	481	512	559
----------------------------------	------------	------------	------------	------------	------------

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	468	409	429	462	530
Sum rörelsekost.	-377	-317	-330	-354	-395
Avskrivningar	-19	-9	-17	-18	-20
EBIT	72	82	82	90	115
Skatt på EBIT	-22	-20	-19	-21	-30
NOPLAT	51	62	63	69	85

Avskrivningar	19	9	17	18	20
Bruttokassaflöde	69	71	80	88	106
Föränd. i rörelsekap	53	1	-10	-7	-17
Investeringar	-11	-6	-12	-12	-12

Fritt kassaflöde	111	67	58	69	77
-------------------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	80%	85%	81%	81%	77%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	1%	1%	6%
Nettoskuld	-147	-164	-172	-197	-205
Sysselsatt kapital	221	208	219	220	228
Kapit. oms. hastighet	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	-35%	-13%	5%	8%	15%
VPA-tillväxt (just)	-953%	21%	4%	14%	21%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	7,2 %	NPV FCF (2013-2015)	164
Betavärde	1,3	NPV FCF (2016-2022)	280
Riskfri ränta	2,1 %	NPV FCF (2023-)	327
Räntepremie	4,0 %	Rörelsefrämjade tillgångar	114
WACC	11,1 %	Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	885

Antaganden 2015-2021			
Genomsn. förs. tillv.	6,9 %	Motiverat värde per aktie, SEK	54,0
EBIT-marginal	17,3 %	Börskurs, SEK	65,0

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	14%	17%	17%	19%	21%
ROCE	20%	23%	22%	24%	28%
ROIC	18%	28%	31%	32%	39%
EBITDA-marginal	19%	22%	23%	23%	26%
EBIT-marginal	15%	20%	19%	19%	22%
Netto-marginal	11%	15%	15%	16%	17%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	3,18	3,84	3,99	4,56	5,51
VPA just	3,18	3,84	3,99	4,56	5,51
Utdelning	0,00	3,00	3,00	3,00	2,75
Nettoskuld	-8,71	-9,98	-10,52	-12,03	-12,50
Antal aktier	16,85	16,40	16,40	16,40	16,40

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	-146,7	738,4	893,5	868,7	861,0
P/E	0,0	14,3	16,3	14,2	11,8
P/S	0,0	2,2	2,5	2,3	2,0
EV/S	-0,3	1,8	2,1	1,9	1,6
EV/EBITDA	-1,6	8,1	9,0	8,0	6,4
EV/EBIT	-2,0	9,0	10,9	9,6	7,5
P/BV	0,0	2,4	2,7	2,6	2,5

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
1 mån	23,8 %	Omsättning	-4,2 %
3 mån	28,1 %	Rörelseresultat, just	6,55 %
12 mån		V/A, just	12,1 %
Årets Början	19,3 %	EK	3,2 %

Aktiestructur %	Kapital/Röster
Six SIS AG	25,6 %
Avanza Pension Försäkring	14,2 %
DNB fonder (Norge)	7,6 %
Per Lindberg	5,6 %
Handelsbanken fonder	3,6 %
Lihem Förvaltning	3,4 %
Skandia fonder	1,5 %
Caceies Bank Luxembourg	1,3 %
Skandia fonder	1,2 %
Holmen Specialfond	1,0 %

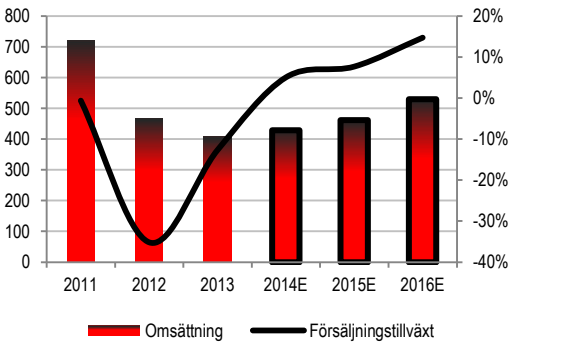
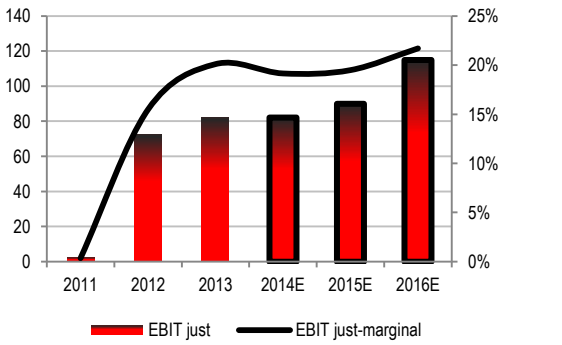
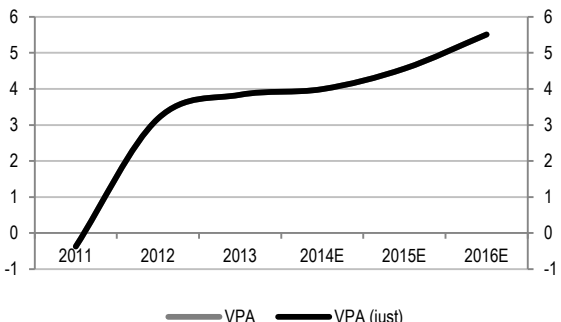
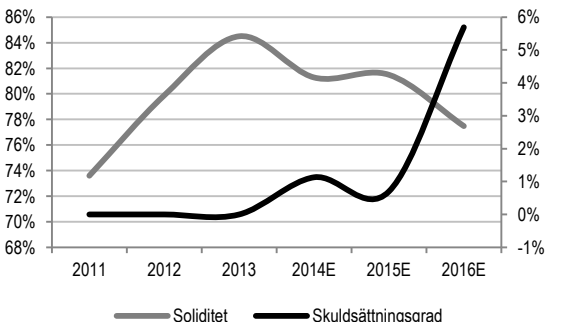
Aktien	
Reuterskod	
Lista	
Kurs, SEK	65,0
Antal aktier, milj	16,4
Börsvärde, MSEK	1066,0

Bolagsledning & styrelse	
VD	Anders Lidbeck
CFO	Håkan Rippe
IR	Catharina Paulcén
Ordf	Anders Skarin

Nästkommmande rapportdatum	
----------------------------	--

Analytiker	Redeye AB
Erik Kramming	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
erik.kramming@redeye.se	114 35 Stockholm

Henrik Senestad	
henrik.senestad@redeye.se	

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 Legend: ■ Omsättning — Försäljningstillväxt	 Legend: ■ EBIT just — EBIT just-marginal
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 Legend: — VPA — VPA (just)	 Legend: — Soliditet — Skuldsättningsgrad
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Henrik Senestad äger aktier i bolaget: Nej Erik Kramming äger aktier i bolaget: Nej Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	Enea är ett globalt programvaruföretag som bland annat utvecklar operativsystem för realtidssystem (RTOS) som finns inbyggda i tekniska produkter som mobiltelefoner, basstationer, bielelektronik och medicinsk utrustning. Enea har en marknadsandel om 11 procent och är den tredje största aktören inom RTOS. Eneas komparativa styrka finns inom telekomindustrin som historiskt sett svarat för omkring 70 procent av bolagets totala intäkter och Ericsson är den största kunden som svarar för cirka 50 procent av Eneas omsättning.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckningen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektiva och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2013-12-12)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	18	14	8	9	16
3,5p - 7,0p	39	46	27	41	41
0,0p - 3,0p	9	6	31	16	9
Antal bolag	66	66	66	66	66

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.