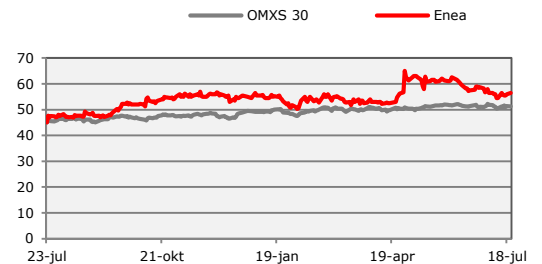


Sammanfattning
Enea (ENEA.ST)
Nya lönsamhetsrekord

- Resultatet efter skatt på 17,8 MSEK var Eneas starkaste Q2-resultat någonsin, tack vare stark återhämtning inom service. Intäkter och EBIT uppgick till 104 och 22,7 MSEK, att jämföra med vår prognos om 104 och 17,1 MSEK.
- Eneas framtid påverkas i stor grad av övergången till Linux. Redeye ser därför positivt på att Enea under perioden lanserat en ny Linux-version och förstärkt denna med funktionen NFV, virtualisering av nätverksfunktioner, där bolaget även har ett intressant partnerskap med HP.
- Vi justerar upp estimaten något och får ett nytt DCF-värde på 56 SEK, i nivå med aktien. Beroende på utvecklingen för Enea Linux finns i vårt bull och bear case en upp- respektive nedsida på 43-47 procent.

Lista: Small Cap
 Börsvärde: 927 MSEK
 Bransch: Information Technology
 VD: Anders Lidbeck
 Styrelseordf: Anders Skarin


Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	468	409	433	462	494	Aktiekurs (SEK)	56,5
Tillväxt	-35%	-13%	6%	7%	7%	Antal aktier (milj)	16,4
EBITDA	91	91	104	106	138	Börsvärde (MSEK)	927
EBITDA-marginal	19%	22%	24%	23%	28%	Nettoskuld (MSEK)	-172
EBIT	72	82	92	90	115	Free float (%)	73 %
EBIT-marginal	15%	20%	21%	19%	23%	Analytiker: Viktor Westman viktor.westman@redeye.se	
Resultat före skatt	77	84	93	97	122		
Nettoresultat	54	63	72	75	90		
Nettomarginal	11%	15%	17%	16%	18%		
Utdelning/Aktie	0.00	3.00	3.00	3.00	2.76		
VPA	3.18	3.84	4.42	4.60	5.54		
P/E	0.0	14.3	12.8	12.3	10.2		
EV/S	Neg	1.8	1.7	1.6	1.4		
EV/EBITDA	Neg	8.1	7.2	6.9	5.2		

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.

De starka vinsterna fortsätter

Omsättning över
förväntan, men 2 procents
negativ tillväxt

Eneas rapport kom in starkt med nya lönsamhetsrekord och över våra förväntningar på alla linjer. Försäljningen för årets andra kvartal uppgick till 104 MSEK, efter en uppgång i serviceintäkterna på 13 procent, i linje med vår prognos. Den negativa försäljningstillväxten på 1,7 procent från förra året var, enligt bolaget, hänförlig till lägre royaltyintäkter inom programvaruförsäljningen än väntat. Skillnaden mellan utfallet och vår estimerade totalprognos över försäljning på 100 MSEK berodde på att vi räknat med snäppet svagare mjukvaruintäkter.

Bästa Q2-marginalerna
någonsin

Resultatet från rörelsen imponerade återigen och blev 22,7 MSEK. Vi reviderade nyligen upp våra EBIT-förväntningar på rapporten till 17,1 MSEK på grund av vad vi såg som ett starkare affärsläge, vilket som synes dock inte var tillräckligt, då vi fortfarande överskattade kostnaderna något. Rörelseresultatets utveckling jämfört med motsvarande kvartal föregående år blev plus 3 procent och grundar sig i den högre försäljningen. Rörelsemarginalen uppgick till 21,9 procent, vilket inte bara överskred det långsiktiga målet på 20 procent utan även var rekord i form av det bästa andra kvartalet någonsin, med en förbättring från förra årets EBIT-marginal på 20,8 procent.

Enea - Förväntat vs. Utfall				
SEKm	Q2'13	Q2'14E	Utfall	Diff
Försäljning	105,7	100,0	104,0	4%
EBITDA	26,4	21,3	22,8	7%
EBIT	22,0	17,1	22,7	33%
PTP	23,4	17,8	22,8	28%
VPA, SEK	1,04	0,84	1,09	30%
Försäljningstillväxt	-12,4%	-5,4%	-1,6%	
Bruttomarginal	73,6%	72,1%	72,1%	
EBIT marginal	20,8%	17,1%	21,8%	
VPA tillväxt (y/y)	18%	-19%	5%	

Källa: Redeye Research, Enea

Vad gäller kostnadssidan så kom de totala kostnaderna in 3 procentenheter högre än förra året, men i nivå med årets första kvartal. Vi hade räknat med något lägre administrations- respektive forskning- och utvecklingskostnader (FoU-kostnader), men högre försäljningskostnader. FoU-kostnaderna varierar något på kvartalsbasis, men Enea uppger att bolaget fortsatt satsar på att investera minst 20 procent av den totala försäljningen inom FoU.

Enea har sedan tidigare fokuserat mycket på att renodla sitt erbjudande och skära ned på mindre lönsamma intäktsströmmar, och rapporten för andra kvartalet var en fortsättning i dessa spår. Segmentet Övrigt med

tredjepartsprodukter utgjorde med 2 procent en fortsatt liten del av intäkterna.

Under årets andra kvartal har Enea även inom ramen för sitt Linux-erbjudande lanserat funktionen NFV, virtualisering av nätverksfunktioner (se vidare avsnittet "Enea Linux – en vattendelare").

Enea kan uppvisa ett fortsatt starkt kassaflöde från rörelsen på 36,8 MSEK för det andra kvartalet och 59,8 för det första halvåret. I sammanhanget är det viktigt att komma ihåg att Enea, som tidigare nämnt, fortsätter att investera över 20 procent inom forskning och utveckling. Kassan uppgår nu efter utdelning till cirka 172 MSEK kronor, och ger därför möjlighet till en fortsatt hög direktavkastning i bolaget. 3 SEK per aktie delades, genom ett inlösenförfarande, ut under kvartalet.

Låga royaltyintäkter tyngde mjukvarudelen

Mjukvarudelen visade en försäljningsminskning om 7 procent

Programvaruförsäljningen för det andra kvartalet på 72,2 MSEK var i linje med det första kvartalet, vilket måste ses som mindre bra då Q1 av tradition är svagt. Detta visar sig också i en jämförelse på årsbasis, där programvaruförsäljningen sjönk med 7 procent jämfört med motsvarande period under föregående år. Programvaruförsäljningen av tidsdefinierade licenser var fortsatt hög. Royaltyintäkterna kom däremot in lägre än vad bolaget väntat sig, vilket i huvudsak berodde på utvecklingen hos några av de större kunderna. Enea anger att marknaden just nu är ganska trög då kunderna är nöjda med sina nuvarande system, vilket gynnar de befintliga kundrelationerna men gör det svårare att ta nya avtal.

Enea redovisar inga lönsamhetssiffror på segmentsbasis.

Nu vänder serviceområdet

Inom Services har utvecklingen vänt och tillväxt sker nu även på årsbasis

Omsättningen inom Eneas serviceverksamhet uppgick under årets andra kvartal till 31,8 MSEK. Tjänsteintäkternas tillväxt på kvartalsbasis fortsatte under andra kvartalet och uppgick till 9 procent jämfört med första kvartalet. Om man tittar på årsbasis så ser det ännu bättre ut, med en uppgång på 13 procent. Detta tyder på att servicedelen nu håller på att återhämta sig, vilket även bolagets kommunikation ger stöd för.

Den amerikanska servicemarknaden har tidigare varit svag och Eneas omsättning drabbades hårt av detta under 2013. Cirka en tredjedel av tjänsteintäkterna är beroende av amerikanska försvarsprojekt finansierade av statsbudgeten. Minskade anslag från staten ledde till att Eneas kunder, och då främst en större kund inom försvarsteknik, drog ned på projekten, vilket i sin tur påverkade Enea negativt.

Även om Enea fortfarande anger att efterfrågan är dämpad så kommenterar bolaget orderläget med att marknaden har ljusnat, och att detta syns i de projekt som finansieras av den amerikanska statsbudgeten. Enea har under Q2 tecknat ett 2,5-årigt serviceavtal värt 16 MSEK med ett amerikanskt företag inom flyg och försvar. Avtalet gäller ett förnyat serviceavtal och togs i konkurrens med ett 30-tal andra leverantörer.

Två nya avtal inom Service

Enea fortsatte dessutom att, precis som under årets första kvartal, teckna serviceavtal inom bolagets Bridged Services-erbjudande. Bolaget slöt ett avtal, värt 12 MSEK, med innebörden att en långvarig amerikansk kund inom medicinteknik förlänger sitt avtal med Enea för resten av 2014. Bridged Services betyder att arbetet leds av en lokal programchef, i kombination med att internationell teknisk expertis kopplas in, vanligtvis från Rumänien, där lönekostnaderna ligger på betydligt lägre nivåer.

Rörelsemarginalen står stark runt 20 procent

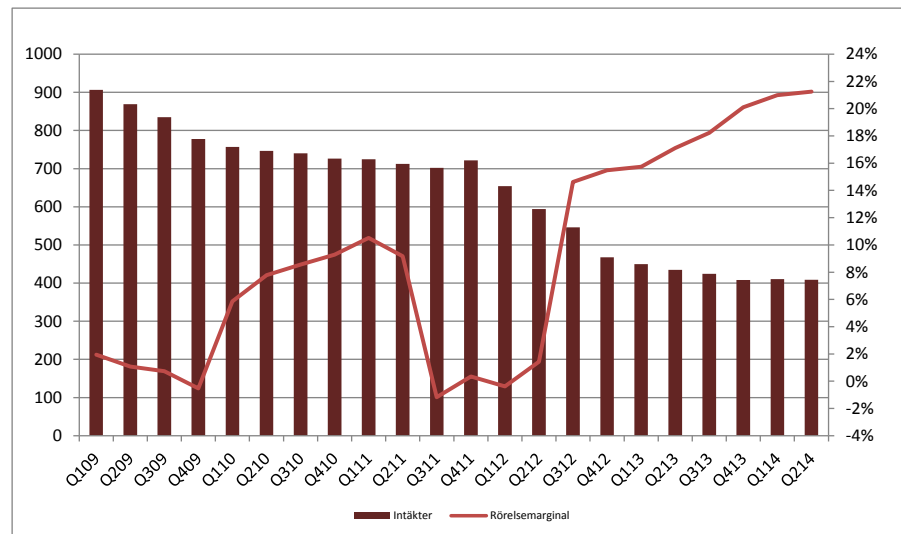
Den positiva utvecklingen på rörelsemarginalen fortsatte under det första kvartalet med marginaler på rekordnivåer. Rörelseresultatet på 22,7 MSEK innebar på kvartalets försäljning om 104 MSEK en rörelsemarginal på hela 21,9 procent.

Bruttomarginalen kom in på 72 procent

Tjänsteintäkterna, som bidrar med en lägre marginal till resultatet, stod för 30,6 procent av försäljningen, jämfört med 26,6 procent i fjol. Detta fick till följd att bruttomarginalen, precis som vi prognostiserat, föll till 72,1 procent för perioden, jämfört med 73,6 procent för ett år sedan. Att en så stor ökning i andelen serviceintäkter inte får större effekt på bruttomarginalen beror på att bruttomarginalen för avtal inom Bridged Services är betydligt högre än för övriga serviceavtal, vilket grundar sig i lägre lönekostnader i dessa länder.

Enea uppger även att försäljningen kommer variera något över årets kvartal beroende på hur de olika avtalen utfaller, vilket gör att bruttomarginalen kan svänga något på kvartalsbasis. Det är därför viktigt att inte övertolka bruttomarginalen från kvartal till kvartal.

I tabellen på nästa sida syns rullande 12-månaderssiffror för omsättning och rörelsemarginal. Andra kvartalet utgör ytterligare ett bevis på att bolagets mål om en långsiktig rörelsemarginal på 20 procent inte är orimligt.

Enea Omsättning & Rörelsemarginal R12M (2009-2014)


Ett problem för Enea är att få igång tillväxten i programvaruförsäljningen bland pressade telekomkunder som är avvaktande inför nya investeringar. Detta ställer högre krav på Eneas produkter, som måste erbjuda tillräckligt mervärde för kunderna för att motivera investeringen. Enea fortsätter därför att investera summor på över 20 procent av omsättningen i forskning och utveckling. Största delen av investeringarna sker inom till bolagets största produktgrupp, OSE (Operating Systems Embedded), och därefter Linuxlösningar (se nästa avsnitt).

Enea Linux – en vattendelare

Eneas Linux-erbjudande kan skilja bolaget från en ganska medioker utveckling eller fortsatt god lönsamhet under en lång tid framöver. Vi gör därför här en djupdykning i bolagets Linux-strategi.

Linux är ett open source operativsystem (OS), med en helt annan historia än Eneas produkter. Enea utvecklar realtidsoperativsystem (RTOS) för kunder som har särskilt höga krav på tidskritisk prestanda med få eller inga avbrott (se sida 15). Ingen har till dags dato lyckats göra ett RTOS av Linux. Enea menar att ingen heller i dag anser att detta är möjligt och hänvisar bland annat till konkurrenten Wind Rivers produktsläpp den senare tiden.

Eneas Linux-strategi handlar därför inte om att göra Linux till ett RTOS. Det handlar om att ha en bra paketering kring Linux redo när kunderna vill flytta över sina OS till Linux. Av denna anledning har bolaget under 2014 lanserat sin compatibility platform för Linux och OSE. Syftet är att hålla kvar kunderna inom Eneas RTOS-produkt OSE samtidigt som man är med när de flyttar sina OS till Linux. Enea har i dag med sin dominerande ställning bland världens basstationer en stark position och bra möjligheter att lyckas med detta.

Ett argument för att flytta till Linux är förutom kostnadseffektiviseringar att bli av med beroendet från leverantörer, såsom exempelvis Enea. Linux fördelar till trots så är det ändå inte helt givet att alla kunder kommer att gå över till Linux. Det finns en säkerhetsproblematik i form av legala aspekter grundade i smittorisken med Linux. Det är inte enkelt att säga vem som bör och ska ansvara för ett eventuellt intrång. Från bolaget förstår vi det även som att de stora kunderna heller inte är så priskänsliga utan främst vill ha kvalitativa produkter med bra prestanda.

Enea har som sagt lanserat NFV, virtualisering av nätverksfunktioner, för Linux, under andra kvartalet. Detta beskrivs av Enea som en milstolpe i utvecklingen av Linux. (Se mer om NFV i avsnittet som följer detta.) På Linux-fronten har Enea även genom avtal utökat sitt utbildningsutbud för inbyggd Linux med samtliga kurser från Linux Foundation. Syftet är enligt bolaget ett bredare och bättre Linux-erbjudande. Redeye anser även att detta bygger trovärdighet hos kunderna för Eneas kunskaper inom Linux

Angående orderläget inom Linux så anger Enea att Linux-marknaden fortfarande är omogen både bland kunder och leverantörer, med långa förhandlingsperioder som följd. Detta kommer främst från de ovan nämnda legala problemen, och Enea medger att man tidigare kan ha underskattat vikten av dessa. I tabellen på nästa sida redovisar vi Eneas Linuxorders:

Enea Linux-orders				
Datum	Region	Kund	SEKm	Kommentar
Q1-14	USA	Globalt telekombolag	3 MUSD	Kund med stor kodbas i applikationer baserade på OSE. Eneas Compatibility Platform ska därför som en överbryggande mekanism låta kunden bibehålla dessa investeringar, samtidigt som Linux introduceras som OS.
Q3-13	Europa	Electrolux	-	Electrolux Small Appliances, divisionen för dammsugare och mindre hemmaprodukter ska använda Enea Linux som mjukvaruplattform i en ny högteknologisk hemelektronik-produkt.
Q2-13	USA	Tillverkare av säkra betalningslösningar	27 MSEK	Eneas konsulter kommer att bemanna ett antal utvecklingsprojekt och då främst inom Linux.

Källa: Redeye Research

Flera tillväxtmöjligheter

Även om det främst är Linux som är i ropet nu finns det flera andra tillväxtmöjligheter för Enea framöver. Vi går här igenom några av dessa:

Den snabbt ökande datatrafiken kräver investeringar inom telekominfrastruktur. Även om det inte är helt klart i dagsläget vem som kommer betala för dessa investeringar är det givet att det krävs en utbyggnad av näten. Detta betyder fler basstationer och dessa innehåller hundratal RTOS. Det finns olika möjligheter i denna utbyggnad. Man kan bygga ut 3G, vilket nog inte är så troligt, eller fortsätta rulla ut 4G, och om några år även 5G. Alla dessa alternativ kräver dock mer eller mindre fler installerade basstationer, switchar och routers för att mobiltäckningen ska bli tillfredsställande. I detta fall tar alltså Enea igen det de förlorar på gungorna på karusellerna.

En annan typ av investering som operatörerna är väldigt intresserade av är Virtualisering av nätverksfunktioner, NFV. Virtualisering innebär att man exekverar funktioner med hjälp av mjukvara och generisk utrustning istället för unik hårdvara. Det är med andra ord fråga om molnlösningar. Enea kan nu alltså för sina olika produkter erbjuda sådan virtualisering av vissa nätverksfunktioner som tidigare krävde specifik hårdvaruutrustning. Redeye delar Eneas bedömning om att NFV, tillsammans med SDN (Software Defined Networking) efterfrågas av operatörer, då det enligt vår bedömning skulle leda till stora effektivitetsvinster för operatörerna. Det återstår däremot att se om systemtillverkarna inom telekominfrastruktur kommer att erbjuda detta enligt operatörernas önskemål. Enea medger att bolaget var något sena på bollen vad gäller NFV, men Enea har ändå lyckats ingå ett mycket intressant partnerskap för ändamålet med HP. Vi förstår det som att det är främst detta som Enea hänvisar till när bolaget i rapporten anger att marknadspositionen utvecklas väl.

Inom OSE kan trenden med fler enheter som kopplas upp mot internet (Internet of Things) bidra positivt. Ett tidigt exempel som har fått stor spridning är inom fordonsindustrin där Eneas operativsystem används för lastbilar.

Prognosändringar

Utfallet i andra kvartalet, som var bättre än väntat, leder bara till vissa mindre förändringar i våra prognoser efter rapporten för det andra kvartalet.

Eneas egen målsättning är att nå en rörelsemarginal på årsbasis som överstiger 20 procent, vilket bolaget redan nu klarar av på rullande 12-månaderssiffror. För att upprätthålla detta kommer det på sikt att krävas tillväxt inom programvarudelen för att upprätthålla höga bruttomarginaler (och därmed även höga rörelsemarginaler). En stor del av Eneas försäljning kommer i dag från mjukvaruförsäljning, där bruttomarginalerna är betydligt högre än inom konsultdelen.

Vi uppfattar det dock nu som att Enea främst tror att försäljningsökningen för de närmsta kvartalen kommer på servicesidan. Enligt våra beräkningar så bör inte bruttomarginalen sjunka nämnvärt, och i vart fall inte underskrida 70 procent, oavsett om servicesidan växer snabbare än mjukvaruförsäljningen under 2014 och 2015. Detta beror på att bruttomarginalerna inom Bridged Services är betydligt bättre än för övriga servicedelen. Vi förstår det som att det är främst inom Bridged Services som Enea fokuserar på att växa. Vi har dock tagit viss höjd för lägre bruttomarginaler i våra prognoser.

Nedan syns våra förändrade estimat för 2014 och 2015:

Förändring estimat			
SEKm		2014E	2015E
Software	Gamla	303,0	327,0
	Nya	307,2	327,0
% förändring		1%	0%
Consulting	Gamla	126,1	135,0
	Nya	125,9	135,0
% förändring		0%	0%
Omsättning	Gamla	429,1	462,0
	Nya	433,1	462,0
% förändring		1%	0%
EBIT	Gamla	86,2	90,0
	Nya	91,8	90,0
% förändring		6%	0%
Resultat före skatt	Gamla	89,0	97,2
	Nya	93,4	97,2
% förändring		5%	0%
Vinst per aktie	Gamla	4,18	4,56
	Nya	4,42	4,61
% förändring		6%	1%

Källa: Redeye Research

Värdering

I vår värdering av Enea använder vi oss av diskonterad kassaflödesvärdering (DCF). Utfallet för Enea kan dock bli ganska binärt på grund av Linux. Detta gör att vi i vår DCF-värdering inkluderar ett rimligt pessimistiskt scenario (bear case) och ett mer optimistiskt, men ändå sannolikt scenario (bull case). Vi gör även, som komplement, en relativvärdering.

DCF-värdering

I vårt base case räknar vi med att Enea klarar Linux-övergången, växer ungefär i takt med marknaden och i princip lyckas försvara sina nuvarande marginaler. Detta ger då en genomsnittlig årlig tillväxt på 7 procent för åren 2014 till 2023. För samma period räknar vi i snitt med en rörelsemarginal på 19 procent och en uthållig rörelsemarginal på 15 procent. Vi har använt ett avkastningskrav (WACC) om 12 procent samt en skattesats om 23 procent för 2014-2015E och 26 procent för resterande år, beroende på bolagets globala spridning med en stor del av verksamheten i USA. Vår DCF-värdering indikerar då ett motiverat värde om 56 SEK per aktie.

DCF-värdering	Per aktie	Totalt
Tillgångar	10	164
Skuld, räntebärande		0
DCF 2014-2016	11	178
DCF 2017-2022	15	248
DCF 2023	21	348
NOPLAT at 2023		91
DCF-värde:	55,9	774

Bear case

Antagandena i vårt bear case bygger på att Enea går bort sig i sin Linux-satsning. Vi väntar oss i detta fall en fortsatt successiv försäljningsminskning, men av det mer utdragna slaget, där försäljningen minskar någon procent per år. Logiken bakom detta är att Enea kommer helt fel i sin kostsamma Linux-satsning och därefter inte kan hävda sig på ett konkurrenskraftigt sätt inom de framtida tillväxtmöjligheterna. Vi tror dock att Enea, precis som de visat under senare tid, kan försvara sina marginaler under ett par år framöver då många av bolagets kontrakt är långa och i en del fall löper på uppemot 10 år. Vi räknar här med att marginalerna successivt faller från dagens nivåer kring 20 procent för att sedan landa på 10 procent från och med 2023. Detta pessimistiska scenario indikerar ett motiverat värde på 38 SEK per aktie.

Bull case

I vårt bull case så blir istället Enea Linux väl mottaget, vilket gör att Enea inte bara kan försvara sin position som trea i världen inom RTOS utan även befästa denna något. Rörelsemarginalerna beräknar vi i detta fall till kring 20 procent i snitt för de närmsta 9 åren, vilket också i detta fall bedöms vara den långsiktiga nivån. Detta kan låta mycket, men man får ha i åtanke att detta är vad Enea redan mäktar med i dagsläget, trots vikande försäljning. Vi antar i detta scenario att bolaget fram till 2023 kan växa några procentenheter snabbare än marknaden, med i snitt 11 procent per år. Dessa antaganden skulle motivera ett värde på uppemot 80 SEK per aktie.

Relativvärdering

I vår relativvärdering tittar vi på hur andra programvarubolag, med liknande bruttomarginaler, i Norden värderas av konsensus. Det faktum att Enea är ett globalt bolag gör relativvärderingen, mindre lyckad. Vi tror ändå att avsaknaden av jämförbara globala mjukvaru-peers till Enea gör detta till det minst dåliga alternativet.

Enea värderas till P/E 12,6 respektive 10,9x för 2014E och 2015E, vilket är långt lägre än samtliga bolag i sektorn, trots att det i Eneas fall som sagt är fråga om ett globalt mjukvarubolag. Skillnaden ligger främst i att bolagen i referensgruppen växer, och i flera fall ganska snabbt. Vi noterar även att Enea sett till bolagets EV/EBITDA-multipel handlas till en rabatt jämfört med medelvärdet för 2014 och 2015, vilken uppgår till 43 och 25 procent. Relativvärderingen ser således bättre ut än DCF-värderingen.

Konsensusvärdering											
Bolag	Valuta	Börsvärde	P/E		EV/EBITDA		EV/S		Försäljningstillväxt		EPS tillväxt
			2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014	2014	
Nordiska mjukvarubolag											
DIGIA PLC	EUR	79	17,5	13,0	3,1	2,7	0,9	0,8	-14%	29%	-120%
BASWARE OYJ	EUR	506	60,5	30,8	28,6	17,2	3,7	3,2	24%	13%	-15%
VI[Z]RT LTD	NOK	1840	90,7	82,9	8,4	7,5	1,7	1,6	12%	21%	25%
INDUST & FINANCIAL SYSTEM-B	SEK	6015	23,0	18,9	10,1	9,0	2,0	1,9	12%	20%	73%
COMPTTEL OYJ	EUR	69	20,2	16,1	5,0	4,6	0,8	0,8	7%	16%	-54%
FORMPIPE SOFTWARE AB	SEK	323	14,7	11,1	4,3	3,8	0,9	0,9	202%	22%	-64%
SIMCORP A/S	DKK	7844	23,8	19,8	15,9	13,4	4,1	3,7	25%	26%	38%
OPERA SOFTWARE ASA	NOK	10811	167,3	105,6	14,4	10,0	3,8	2,8	165%	26%	112%
F-SECURE OYJ	EUR	434	24,2	19,9	11,0	9,7	2,4	2,3	9%	22%	3%
ENEA AB	SEK	924,9	12,6	10,9	7,6	6,8	na	na	-42%	26%	-1289%
Medel			45,4	32,9	10,9	8,5	2,3	2,0	40%	22%	-129%
Median			23,4	19,3	9,3	8,2	2,0	1,9	12%	22%	-6%

Källa: Bloomberg, Redeye Research

Redeye fundamental view

I denna avdelning ger vi en beskrivning av bolagets verksamhet (Company Description), dess erbjudande (Product overview) samt branschen och dess framtid (Industry outlook). Sist men inte minst, och som första underrubrik ger vi, i vårt Investment case, även vår syn på de kritiska faktorer som bestämmer bolagets framtid och varför man ska investera i bolaget, eller avstå från detta.

Investment case

Det globala mjukvarubolaget Enea är efter avyttringen av den nordiska konsultverksamheten i slutet av 2011 ett nytt bolag, med bruttomarginaler på över 70 procent. Omsättningen har sedan dess minskat successivt, samtidigt som lönsamheten stigit. Rörelsemarginalen ökade mellan 2012 och 2013 från 15 till 20 procent. Eneas låga andel rörliga kostnader gör att bolaget kan nå en hög hävstång på resultatet vid en ökande försäljning. Den underliggande frågan i investment caset är därför om bolaget kan komma tillbaka till tillväxt, och ta del av den växande marknaden för realtidsoperativsystem (RTOS). En stor del i detta ligger i att bolaget klarar Linux-övergången.

Eftersom Linux driver tillväxten inom operativsystem (OS) går en stor del av Eneas totala investeringar på över 20 procent av omsättningen, till Linux-lösningar. Detta är anmärkningsvärda belopp och felsatsningar kan därför snabbt få stora konsekvenser. Enea har redan tagit en handfull Linux-avtal av olika karaktär, men bolaget anger att det dröjer innan Linux-intäkterna blir betydande. Ytterligare en risk är det stora beroendet av Ericsson som står för över 40 procent av intäkterna.

För att Enea ska kunna upprätthålla en EBIT-marginal på över 20 procent på sikt krävs det antagligen att bolaget växer då Linux-affärsmodellen inte kan förväntas inbringa samma marginaler. Marknaden tror att bolaget nått och jämt klarar detta enligt vår tolkning av värderingen. Det bör dock noteras att bolaget redan under 2013 nått sitt mål på 20 procents EBIT-marginal, trots negativ tillväxt. Utbyggnad av mobilnäten i form av bland annat utrullning av 4G (LTE) utgör en tillväxtmöjlighet. 4G kräver fler basstationer (den fasta enhet som en mobil radiosändare ansluter till) och ett mer finmaskigt backhaul-nätverk (förbindelsen mellan operatörernas kärnnät och basstationerna). I varje basstation kan det finnas flera hundra hårdvarukort som behöver RTOS. Vi tror att Enea kan gynnas av denna möjlighet med tanke på bolagets starka marknadsposition på telekomområdet. En svårighet är att telekomaktörerna är fortsatt pressade och försiktiga med investeringar. Redeye tror dock att detta är ett övergående problem och anser med anledning av föregående att Enea är rättvist värderade och att bolaget bör kunna växa som minst i takt med marknaden, med bibehållna marginaler.

Framtida triggers efter att Enea fått ordning på Linux-delen skulle kunna vara breddning till andra segment av uppkopplade enheter som kräver realtidsoperativsystem (se Product overview) till exempel flygmarknaden. Enea har tagit ett intressant Linux-avtal med Electrolux inom konsumentelektronik. Bolaget kan även växa inom datakommunikation alternativt försvars- eller medicinteknologi. Bolaget har dock just nu fullt fokus på att försvara sin starka ställning inom telekom. Den solida och skuld fria balansräkningen och det fina kassaflödet inbjuder slutligen till förvärv och utdelningar.

Company description

Enea är ett globalt mjukvarubolag med anor från 1968. Redan då var bolaget ledande inom realtidsoperativsystem (RTOS), där bolaget idag har 10 procent av den globala marknaden. Bolaget är listat på Small Cap och hade under 2013 en omsättning och ett rörelseresultat på 409 respektive 82 MSEK. 10 kontor i Europa, USA och Asien sysselsätter bolagets knappt 400 anställda. 40 procent av personalen är verksam inom forskning och utveckling, vilket ger en antydning om bolagets teknikhöjd. Eneas snart 50-åriga erfarenhet inom telekom har resulterat i att fem miljarder samtal per dag är beroende av bolagets teknik. Tekniken sitter i mer än hälften av världens 8 miljoner basstationer och i 75 procent av 4G-basstationerna. Det finns följaktligen, minst sagt, en stark nuvarande position. Enea är dessutom obelånade, vilket medför finansiella styrka och handlingsfrihet. Bolagets konkurrenssnackdel ligger i beroendet av stora kunder. Ericsson stod 2013 för 43 procent av intäkterna, men är dessutom även en viktig samarbetspartner. En annan viktig samarbetspartner är chiptillverkaren ARM, inom ramen för Linaro-projektet.

Enea lägger nu om affärsmodellen till software as a service, vilket har resulterat i stabilare återkommande intäkter. Kunderna betalar en periodbaserad licensavgift per utvecklingsingenjör när de utvecklar sina egna produkter med hjälp av Eneas produkter. Dock sker fortfarande ofta engångsbetalningar vid leverans. Bolaget tjänar i vissa fall även royaltyintäkter på varje såld enhet som innehåller Enea-teknologi. Inom konsultdelen, som bara fokuserar på Eneas egen mjukvara, gäller vanlig projekt- eller timdebitering. Tillväxtstrategin, främst inom Linux, medför investeringar på över 20 procent av omsättningen. Affärsmodellen för Linux bygger på att försäljningen kombineras med omkringliggande mjukvara, support eller för kunden skräddarsydda Enea-baserade lösningar.

Product overview

Produkterbjudandet från Enea riktar sig mot kommunikationsintensiva företag med höga prestandakrav. Till majoriteten handlar det om RTOS, ett speciellt typ av tidskritiskt operativsystem som används i miljöer där fördröjning är helt (eller i princip) otillåtet. Exempel på RTOS användningsområden är de trafikstyrande delarna i ett telekommunikationssystem, och medicin- eller försvarsteknik. Två tredjedelar av Eneas försäljning sker inom telekom och produkterna återfinns därför ofta i mobila bredband, basstationer (den fasta enhet som en mobil radiosändare ansluter till), backhaul-nätverk (förbindelsen mellan operatörernas nät och stamnätet) och mobila växlar.

Eneas storsäljare inom RTOS är OSE. Ett särskilt RTOS för signalöverföring för mobiltelefoner utgörs av OSEck. Stora investeringar har även gjorts i att telekommanpassa Linux. En eftersträvarsvärd försäljningskombination för Enea är OSE, Linux och middleware. Middleware kallas de programvaror som körs i bakgrunden och underlättar kommunikation och datahantering mellan operativsystemen och applikationerna. En tredjedel av Eneas intäkter kommer från konsultdelen, och då till en stor del i form av så kallade "bridged services", där tjänstebeställningar från hela världen levereras främst från Rumänien. Konsulttjänsterna består främst i installation av avancerade OS och support. Enea skapar paketeringar runt Linux medan störste konkurrenten Wind River har ett eget Linuxsystem som de utvecklar kring.

Industry outlook

Enea påverkas av flera trender inom individens förändrade kommunikation. Människor använder flera olika uppkopplade och mobila enheter samt förbrukar mer datatrafik, vilket kräver en utbyggnad av telekomnätet. Molnlösningar gör att fokus skiftar från hårdvara till mjukvara. Det framtida 5G kommer kräva fler basstationer, vilka alla måste ha RTOS. Detsamma gäller många av det ökande antalet uppkopplade enheter, såsom laptops, surfplattor och smartphones. Det är alltså framför allt telekomindustrin som driver marknaden för RTOS för inbyggda system. RTOS-marknaden beräknas vara värd drygt 1,3 miljarder USD och är en del av marknaden för operativsystem i inbyggd programvara som växer 7 procent per år. Det som driver tillväxten är OS inom öppen källkod, det vill säga Linux, medan de andra lösningarna istället krymper. RTOS verkar idag sida vid sida med Linux. Enea är marknadstrea inom RTOS efter Intel-ägda Wind River och Green Hill, skuggade av fyran QNX. För att byta mellan dessa aktörer finns dock betydande transaktionskostnader. Största konkurrenshotet kommer därför från Linux-lösningar, vilka erbjuds av Wind River, Mentor Graphics och Montavista.

Detaljerade estimat

Enea

SEKm	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14E	Q4'14E	2014E	2015E
Försäljning	467,7	99,3	105,7	97,1	106,3	408,4	101,1	104,0	112,0	116,0	433,1	462,0
varav Software	322,3	69,7	77,6	71,8	78,0	297,1	72,0	72,2	81,0	82,0	307,2	327,0
varav Consulting	145,4	29,6	28,1	25,3	28,3	111,3	29,1	31,8	31,0	34,0	125,9	135,0
Kostnad sålda varor	-138,5	-30,6	-27,9	-25,1	-28,0	-111,6	-28,8	-29,0	-30,6	-32,8	-121,2	-130,5
Bruttoresultat	329,2	68,7	77,8	72,0	78,3	296,8	72,3	75,0	81,4	83,2	311,9	331,5
Försäljnings- och marknadsf	-102,1	-17,4	-20,6	-18,3	-19,8	-76,1	-20,3	-17,6	-21,0	-26,0	-84,9	-95,5
Produktutvecklingskostnader	-85,3	-24,6	-22,1	-20,4	-23,3	-90,4	-22,5	-23,5	-22,0	-24,0	-92,0	-103,0
Administrationskostnader	-69,4	-12,7	-13,1	-12,3	-10,1	-48,2	-11,5	-11,2	-10,5	-10,0	-43,2	-43,0
EBIT	72,4	14,0	22,0	21,0	25,1	82,1	18,0	22,7	27,9	23,2	91,8	90,0
Finansnetto	4,2	1,3	1,4	-1,1	0,2	1,8	0,7	0,1	0,4	0,4	1,6	7,2
Resultat före skatt	76,6	15,3	23,4	19,9	25,3	83,9	18,7	22,8	28,3	23,6	93,4	97,2
Skatt	-23,1	-3,7	-6,3	-4,8	-5,9	-20,7	-4,3	-5,0	-6,5	-5,4	-21,2	-22,1
Extraordinära poster												
Nettoresultat	115,2	11,6	17,1	15,1	19,4	63,2	14,4	17,8	21,8	18,2	72,2	75,2
VPA, SEK	3,18	0,70	1,04	0,92	1,18	3,84	0,88	1,09	1,34	1,11	4,42	4,61
VPA tillväxt	n/a	7%	18%	19%	35%	21%	25%	5%	46%	-6%	15%	4%
Försäljningstillväxt y/y	-35%	-15%	-12%	-10%	-13%	-13%	2%	-2%	15%	9%	6%	7%
varav Software	8%	-11%	-4%	1%	-15%	-8%	3%	-7%	13%	5%	3%	6%
varav Consulting	-1%	-23%	-29%	-30%	-8%	-23%	-2%	13%	23%	20%	13%	7%
Bruttomarginal	70,4%	69,2%	73,6%	74,2%	73,7%	72,7%	71,5%	72,1%	72,7%	71,7%	72,0%	71,8%
EBITDA-marginal	19,4%	18,7%	25,0%	26,4%	28,0%	24,6%	22,0%	21,9%	28,7%	23,6%	24,1%	22,5%
EBIT marginal	15,5%	14,1%	20,8%	21,6%	23,6%	20,1%	17,8%	21,8%	24,9%	20,0%	21,2%	19,5%
Utdelning (SEK/aktie)	3,00					3,0					3,0	3,0

Källa: Redeye Research, Enea

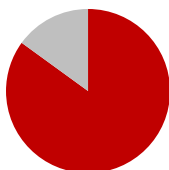
Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

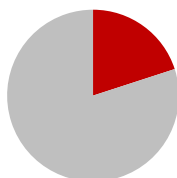
Vi har reviderat ned ledningsbetyget från 10 poäng till 8,5 och avvaktar om bolaget framöver kan leverera tillväxt. Vi anser att bolaget är på rätt väg mot sina mål, men fortfarande har lite att bevisa.

Ledning 8,5p



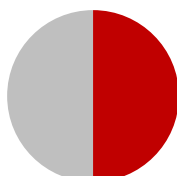
Enea har en stark ledningsgrupp med vd Anders Lidbeck i spetsen. Lidbeck har lång erfarenhet av att framgångsrikt driva bolag inom IT-sektorn och var bland annat tidigare vd på Telelogic. Enea har satt upp som mål att nå en rörelsemarginal på 20 procent vilket de stadigt närmat sig. Ledningen är framtidsfokuserade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

Ägarskap 2,0p



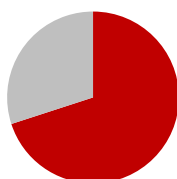
Enea får en mycket låg rating när det kommer till ägarskap vilket till största del beror på att bolaget inte har en känd huvudägare. Största ägare är SIX sis AG med 24,6 procent av aktierna vem som ligger bakom den posten är däremot okänt. Vi skulle även se det som positivt om såväl ledning som styrelse hade större egna innehav i bolaget.

Tillväxtutsikter 5,0p



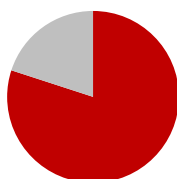
En risk i Enea som drar ned ratingen är det stora beroendet av Ericsson som står för över för över 40 procent av intäkterna. Konkurrensen på marknaden är hård och tillväxtpotentialen ligger både i att växa på befintliga som nya kunder och på nya vertikaler. En viktig satsning för den långsiktiga tillväxten ligger 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 bolaget 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	433	462	494
Summa rörelsekostnader	-377	-317	-329	-356	-357
EBITDA	91	91	104	106	138
Avskrivningar materiella tillg.	-6	-3	-3	-3	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-13	-7	-10	-13	-21
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	72	82	92	90	115
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	4	2	2	7	7
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	77	84	93	97	122

Skatt	-23	-21	-21	-22	-32
Net earnings	54	63	72	75	90

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	147	164	180	202	217
Kundfordringar	143	117	149	159	171
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	28	24	26	28	30
Summa omsättn.	318	304	356	389	418
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	14	10	8	5	5
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	41	39	29
Övr. anlägg. tillg.	1	1	1	1	1
Summa anlägg.	136	133	132	128	117
Uppsk. skatteford.	6	2	3	3	3
Summa tillgångar	460	439	491	520	538

Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	12	7	13	14	15
Kortfristiga skulder	0	0	9	6	0
Övriga kortfristiga skulder	74	49	67	72	79
Summa kort. skuld	86	56	89	92	94
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	86	56	89	92	94
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	7	12	6	6	6
Eget kapital	367	371	396	422	438
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	367	371	396	422	438
Summa skulder och E. Kap.	460	439	491	520	538

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	468	409	433	462	494
Sum rörelsekost.	-377	-317	-329	-356	-357
Avskrivningar	-19	-9	-13	-16	-23
EBIT	72	82	92	90	115
Skatt på EBIT	-22	-20	-21	-20	-30
NOPLAT	51	62	71	70	85
Avskrivningar	19	9	13	16	23
Bruttokassaflöde	69	71	84	86	108
Föränd. i rörelsekap	53	1	-11	-6	-6
Investeringar	-11	-6	-12	-12	-12
Fritt kassaflöde	111	67	61	68	90

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	80%	85%	81%	81%	81%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	2%	2%	0%
Nettoskuld	-147	-164	-172	-196	-217
Sysselsatt kapital	221	208	224	226	221
Kapit. oms. hastighet	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	-35%	-13%	6%	7%	7%
VPA-tillväxt (just)	-953%	21%	15%	4%	20%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	7,5 %	NPV FCF (2013-2015)	178
Betavärde	1,3	NPV FCF (2016-2022)	276
Riskfri ränta	2,2 %	NPV FCF (2023-)	348
Räntepremie	4,0 %	Rörelsefrämjade tillgångar	114
WACC	12,0 %	Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	916
Antaganden 2015-2021			
Genomsn. förs. tillv.	6,8 %	Motiverat värde per aktie, SEK	55,9
EBIT-marginal	18,4 %	Börskurs, SEK	56,5

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	14%	17%	19%	18%	21%
ROCE	20%	23%	24%	23%	28%
ROIC	18%	28%	34%	31%	38%
EBITDA-marginal	19%	22%	24%	23%	28%
EBIT-marginal	15%	20%	21%	19%	23%
Netto-marginal	11%	15%	17%	16%	18%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	3,18	3,84	4,42	4,60	5,54
VPA just	3,18	3,84	4,42	4,60	5,54
Utdelning	0,00	3,00	3,00	3,00	2,76
Nettoskuld	-8,71	-9,98	-10,48	-11,93	-13,23
Antal aktier	16,85	16,40	16,40	16,40	16,40

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	-146.7	738.4	754.8	730.9	709.6
P/E	0.0	14.3	12.8	12.3	10.2
P/S	0.0	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/S	-0.3	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	-1.6	8.1	7.2	6.9	5.2
EV/EBIT	-2.0	9.0	8.2	8.1	6.2
P/BV	0.0	2.4	2.3	2.2	2.1

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
3 mån	14,2 %	Omsättning	-3,8 %
12 mån	31,4 %	Rörelseresultat, just	12,59 %
Årets Början	14,7 %	V/A, just	18,0 %
		EK	3,8 %

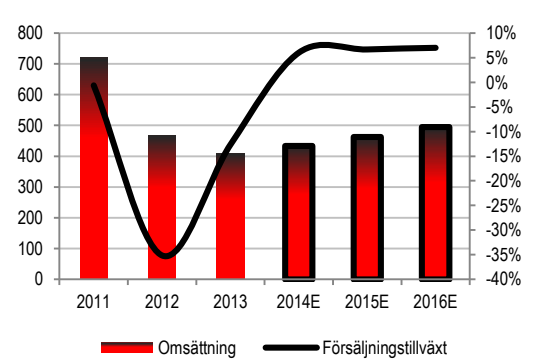
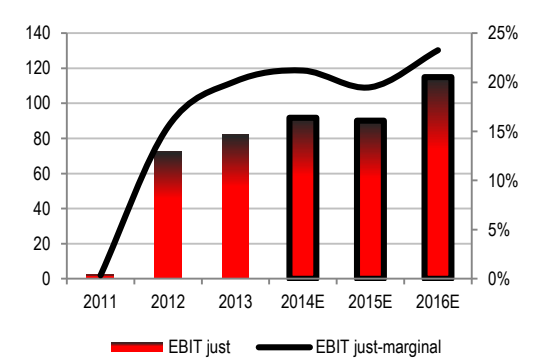
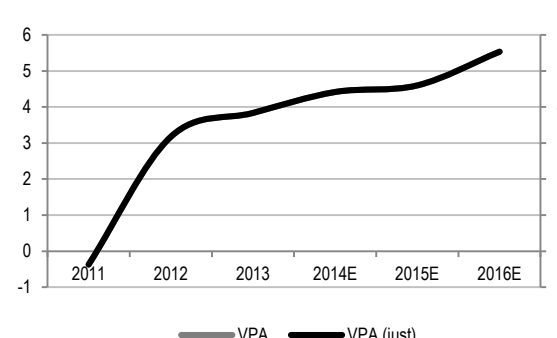
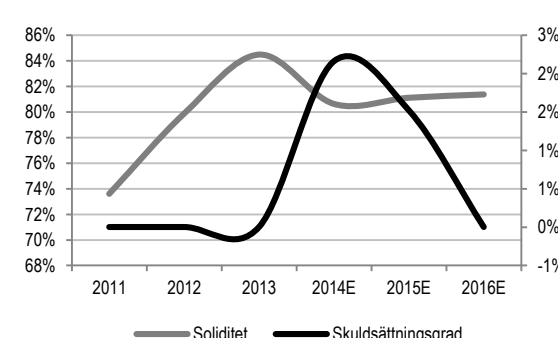
Aktistruktur %	Röster	Kapital
Six SIS AG	24,6 %	24,6 %
Avanza Pension Försäkring	13,8 %	13,8 %
DNB fonder (Norge)	7,3 %	7,3 %
Per Lindberg	5,4 %	5,4 %
Handelsbanken fonder	3,5 %	3,5 %
Liham Förvaltning	3,0 %	3,0 %
Skandia fonder	1,5 %	1,5 %
Caceies Bank Luxembourg	1,3 %	1,3 %
Skandia fonder	1,1 %	1,1 %
Holmen Spesialfond	1,0 %	1,0 %

Aktien	
Reuterskod	ENEA.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	56,5
Antal aktier, milj	16,4
Börsvärde, MSEK	927,0

Bolagsledning & styrelse	
VD	Anders Lidbeck
CFO	Håkan Rippe
IR	Sofie Sarhed
Ordf	Anders Skarin

Nästkommmande rapportdatum	
Q3 report	October 23, 2014

Analytiker	Redeye AB
Viktor Westman	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
viktor.westman@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 Legend: Omsättning (red bars), Försäljningstillväxt (black line)	 Legend: EBIT just (red bars), EBIT just-marginal (black line)
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 Legend: VPA (grey line), VPA (just) (black line)	 Legend: Soli ditet (grey line), Skuldsättningsgrad (black line)
Produktområden	Geografiska områden
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Viktor Westman äger aktier i Enea: 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 objektivt 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 (2014-06-10)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	28	11	4	16
3,5p - 7,0p	43	32	54	30	26
0,0p - 3,0p	1	6	1	32	24
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.