



# AYIMA

LÖNSAMHET RUNT HÖRNET

2019-06-04

## BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:  
VICTOR FORSS

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

Ayima AB ("Ayima" eller "Bolaget") är ett konsultföretag som erbjuder sina kunder strategier, metoder och tjänster relaterade till digital marknadsföring. Bolaget har i dagsläget ett antal affärsområden, där de största är Search Engine Optimization (SEO), Paid Media och Digital Analytics. Ayima har utvecklat flera avancerade system och stödfunktioner för sökmotoroptimering, Pay Per-Click och för marknadsföring via sociala medier. I dagsläget är Bolaget verksamma i Storbritannien, Nordamerika och Sverige, men Bolagets kunder är i många fall globalt verksamma. Ayima noterades på Spotlight Stock Market under maj 2017 och är sedan september 2018 noterade på First North Stockholm.

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7
Finansiell prognos	8-11
Värdering	12
Bull & Bear	13-14
VD-intervju, Mike Jacobson	15
Ledning & styrelse	16-17
Appendix	18
Disclaimer	19

## Definitioner

**SEO:** Sökmotoroptimering är processen att synas på olika sökmotorer, där man arbetar för att få bättre ranking än sina konkurrenter.

**Paid Media:** Paid Media syftar till externa marknadsföringsinsatser som innefattar betalda annonser. Exempel på dessa kan vara annonser på Facebook, Instagram, Google Adwords samt vanliga Display Ads, såsom banners på hemsidor.

**Digital Analytics:** Med Digital Analytics menas processen där man analyserar kunddata i syfte att förbättra sin verksamhet.



### Värde drivare

Ayima förvärvade nyligen LeapThree, som väntas bidra till fortsatt organisk tillväxt och förbättrad lönsamhet. Bolaget är verksamma på en marknad med hög tillväxt som kännetecknas av höga kunskapsbarriärer. Ayima, som är marknadsledande, har tack vare sin kompetens goda tillväxtförutsättningar.

2



### Historisk Lönsamhet

Ayima har en historik av att vara ett lönsamt bolag, men vinsten har under de senaste kvartalen varit volatil. Detta förklaras till stor del av höga personalkostnader, som innebär att när omsättningen varierar mellan kvartalen kan vinsten snabbt bli lidande. Under Q3 2018 presenterade Ayima för första gången sedan 2016, men under Q4-18 vände Bolaget åter till förlust.

1



### Riskprofil

Den huvudsakliga risken som är förenlig med Ayimas verksamhet är eventuella kundförluster. Historiskt har dessa varit få, men om någon större kund säger upp sitt avtal framöver kan det få konsekvenser. Bolaget själva är dock medvetna om risken och arbetar därav för att bredda antalet kunder.

4



### Ledning & Styrelse

Ayima består av ett erfaret team och VD Michael Jacobson har mångårig erfarenhet från branschen. Även Ayimas två medgrundare Michael Nott och Tim Webb är fortsatt operativt verksamma, vilket ses som positivt. Insynsägandet i Bolaget är högt, där de tre grundarna tillsammans äger 49,6 %, vilket är förtroendeingivande.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5

Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

# AYIMA AB (AYIMA B)

## LÖNSAMHET RUNT HÖRNEN



Ayima verkar på en marknad med god underliggande tillväxt och har genom förvärvet av LeapThree ett starkt helhetserbjudande inom digital marknadsföring. För helåret 2018 presenterade Bolaget en omsättningsökning om 41 %, och givet framtida besparingar förväntas Ayima åter nå lönsamhet under Q2-19. Framöver väntas tillväxt härstamma från både Storbritannien och Nordamerika, där Bolagets presenterade avtalsvärde hittills i år uppgår till 16,9 MSEK. I ett Base scenario estimeras ett EBIT-resultat om 11,9 MSEK år 2019. Baserat på en likaviktad DCF-och peer-värdering härleds ett potentiellt värde per aktie om 21,0 SEK.

### Ayimas adresserbara marknad fortsätter att växa

Marknaden för *SEO* väntas växa med en CAGR om 4,7 % fram till 2020, till en nivå om 79 mdUSD. Marknaden för *Digital Analytics* estimeras växa med en CAGR om 20,8 % under perioden 2015-2022, för att då nå en nivå om 4,9 mdUSD, främst drivet av den rådande övergången från fysiska butiker till onlinehandel. Ayima, som genom förvärvet av LeapThree nu är ledande inom både *SEO* och *Digital Analytics*, är välpositionerade för att kapitalisera på tillväxten.

### Satsning i Nordamerika ger förutsättningar för fortsatt tillväxt inom alla affärsområden

Sedan inledningen av 2018 har Ayima annonserat avtal i Nordamerika till ett värde av 37,8 MSEK, medan avtalsvärdet i Storbritannien under samma period uppgår till 30,3 MSEK. Detta anses vara en fingervisning om framtiden, där Nordamerika på lång sikt väntas bli Bolagets största marknad. Med anledning av expansionen väntas Ayima ha möjlighet att öka omsättningen inom samtliga affärsområden framgent.

### Ökning i antalet kunder innebär lägre risk

Under 2016 blev Bolagets resultat lidande som ett resultat av ett stort kundtapp, då Verizon sänkte sin marknadsföringsbudget och därav sa upp en stor del av sina avtal med Ayima. Med anledning av detta har Bolaget de senaste åren arbetat för att öka antalet kunder i syfte att minska den kundspecifika risken. Satsningen har hittills varit framgångsrik, i och med att Bolaget har ökat antalet kunder från 51 till 78 under de senaste 18 månaderna.

### Genomförd emission ger ökade möjligheter för tillväxt under lönsamhet

Ayima avslutade nyligen en företrädesemission vilken inbringade 10,2 MSEK. Emissionen är avsedd att stärka balansräkningen, möjliggöra potentiella förvärv och investera i Bolagets framtida tillväxt för att kapitalisera på den starka underliggande marknadstrenden. Även om nyemissioner sällan är att föredra tolkas nyemissionen som ett bevis på att styrelsen är redo att ta kortsiktigt tuffa beslut i syfte att på lång sikt möjliggöra både högre lönsamhet och högre aktiekurser.

## AKTIEKURS | 13,2 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL

<b>BEAR</b> 11,0 kr	<b>BASE</b> 21,0 kr	<b>BULL</b> 31,0 kr
------------------------	------------------------	------------------------

Värderingen baseras på flera antaganden där både prognoser och en förändrad kapitalstruktur kan komma att påverka värderingen.

AYIMA	
Stängningskurs (2019-06-04)	13,2
Antal Aktier	5 819 662
Market Cap (MSEK)	97,8
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-1,1
Enterprise Value (EV) (MSEK)	96,7
V.52 prisintervall (SEK)	12,9 – 36,50

UTVECKLING	
1 månad	-8,7 %
3 månader	-17,3 %
1 år	n.a.
YTD	2,57 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: AYIMA 2018-10-30)	
New Equity Venture International	20,5 %
Timothy Webb	17,9 %
Michael Nott	16,9 %
Michael Jacobson	15,8 %
Michael Feiner	7,2 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Michael Jacobson
Styrelseordförande	Mike Nott

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport 4 2019	t.b.a.
Bokslutskommuniké	t.b.a.

Prognos (base), tSEK	2018A	2019E	2020E
<b>Nettoomsättning</b>	182,8	218,1	248,1
<i>Omsättningsstillväxt</i>	41%	19%	14%
<b>Bruttoresultat</b>	97,3	130,9	148,9
<i>Bruttomarginal</i>	53,23%	60,00%	60,00%
<b>EBIT</b>	-5,8	11,9	25,4
<i>EBIT-marginal</i>	-3%	5%	10%
<b>Nettoresultat</b>	-6,3	12,4	20,7
<i>Nettomarginal</i>	-3%	6%	8%
P/S	0,6	0,5	0,4
EV/EBIT	neg.	8,8	4,1
P/E	neg.	8,5	5,1

# KOMMENTAR Q1-19

## Svag omsättningstillväxt

Under det fjärde kvartalet uppgick omsättningen till cirka 36,4 MSEK, motsvarande en minskning om cirka 11,3 % jämfört med Q1-18. Detta var avsevärt lägre än estimerade 51,0 MSEK, vilket i rapporten förklaras av hög volatilitet vad gäller kundernas marknadsföringsbudget inom Paid Media-segmentet. Bland underliggande orsaker till detta nämns bl.a. osäkerhet vad gäller BREXIT samt regulatoriska oroligheter på marknaden för onlinespel. Omsättningen för Paid Media-segmentet sjönk drygt 57 % i jämförelse med Q1-18, medan SEO alljämnt presterar starkt med en omsättningstillväxt om 26 % YoY. Utvecklingen är givetvis inget positivt, men vår uppfattning är att svagheten inte beror på Ayima, utan istället oroligheter på marknaden, och trenden bör enligt Analyst Group vara kortvarig.

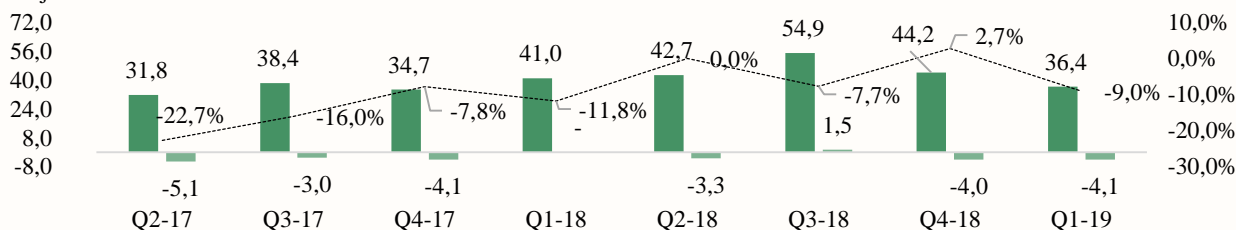
## Pågående omstrukturering börjar visa sig på sista raden

Ayima tillkännagav i samband med Q4-rapporten att Bolaget beslutat om en omstrukturering av vissa delar av verksamheten, efter att resultatet vänt till förlust under kvartalet. Ayima räknade då med besparingar om 9-10 MSEK årligen, men påpekade att resultatet under Q1-19 kommer belastas av kostnader relaterade till omstruktureringen. Så var även fallet, resultatet belastades med kostnader om 2,1 MSEK hänförliga till omstruktureringen, men Ayima presenterade trots detta ett positivt EBITDA-resultat om 0,6 MSEK. EBIT uppgick till -4,1 MSEK, vilket var något bättre än estimerade -4,7 MSEK. I helhet ett mycket starkt kvartal ur lönsamhetssynvinkel, där bruttomarginalen ökade till 71,9 % (53,9 %) och EBITDA ökade sekventiellt, trots intäktsminskningen.

### Genomförda besparingar börjar synas i resultatet.

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal

Miljoner



Källa: Ayima

■ Omsättning ■ EBIT - - - - EBIT-marginal %

## Framtida förutsättningar

VD Mike Jacobson lägger i rapporten fokus på de nya kunder som tillkommit under kvartalet. Hittills i år har Ayima signerat avtal med drygt 30 aktörer, med ett initialt ordervärde om cirka 30 MSEK. I genomsnitt stannar Bolagets kunder hos Ayima i 5-6 år, och VD påpekar således att den ekonomiska effekten av dessa kundvinster inte ska underskattas. Givet en överslagsräkning från Analyst Group uppgår förväntat *Customer Lifetime Value* för de nya kunderna till cirka 290 MSEK, vilket är en indikation på vikten av Bolagets framgångsrika säljarbete. Ayima påpekar vidare att omstruktureringssarbetet har gått som förväntat, och effekten av genomförda effektiviseringar förväntas synas fullt ut under Q2-19.

## Avslutande ord

Q1-19 kom in under våra förväntningar, där omsättningen var lägre än tidigare estimerat, medan kostnaderna överträffade våra förväntningar. Med anledning av utvecklingen justerar vi ned den estimerade omsättningen för helåret 2019 med -9,9 %, medan förväntad EBIT justeras ned med cirka -2 %, till 11,1 MSEK, vilket förklaras av den starka bruttomarginalen under kvartalet kombinerat med pågående omstruktureringssarbete. Till kursen 13,2 värderas Ayima 12 månader rullande till EV/S 0,6. Ayima har för närvarande problem med lönsamheten, men vi hyser förtroende för VD Mike Jacobson och förväntar oss att Ayima åtgår till ett positivt resultat redan under Q2-19. Givet att Bolaget fortsättningsvis lyckas kapitalisera på rådande marknadstrender bör Ayima ha möjligheter att under 2019 presentera positiva kassaflöden. I ett sådant scenario bedömer Analyst Group att det finns fortsatt uppsida i Ayima.

# INVESTERINGSIDÉ

Ayima verkar på en marknad med god underliggande tillväxt och har genom förvärvet av LeapThree ett starkt helhetserbjudande inom digital marknadsföring. För helåret 2018 presenterade Bolaget en omsättningsökning om 41 %, och givet framtida besparingar förväntas Ayima åter nå lönsamhet under Q2-19. Framöver väntas tillväxt härstamma från både Storbritannien och Nordamerika, där Bolagets presenterade avtalsvärde hittills i år uppgår till 11,0 MSEK. I ett Base scenario estimeras ett EBIT-resultat om 11,9 MSEK år 2019. Baserat på en likaviktad DCF-och peer-värdering härleds ett potentiellt värde per aktie om 21,0 SEK.

## Ayimas adresserbara marknad fortsätter att växa

Marknaden för SEO väntas växa med en CAGR om 4,7 % fram till 2020, till en nivå om 79 mdUSD. Marknaden för Digital Analytics estimeras växa med en CAGR om 20,8 % under perioden 2015-2022, för att då nå en nivå om 4,9 mdUSD, främst drivet av den rådande övergången från fysiska butiker till onlinehandel. Ayima, som genom förvärvet av LeapThree nu är ledande inom både SEO och Digital Analytics, är välpositionerade för att kapitalisera på tillväxten och har förutsättningar att växa snabbare än den underliggande marknaden.

## Värderas till 22,0 SEK per aktie i Base scenario

Sedan inledningen av 2018 har Ayima annonserat avtal i Nordamerika till ett värde av 37,8 MSEK, medan avtalsvärdet i Storbritannien under samma period uppgår till 30,3 MSEK. Viktigt att påpeka är att Bolaget inte annonserar alla sina avtal, vilket innebär att det faktiska avtalsvärdet kan vara högre. Framgent estimeras marknaden i Nordamerika driva tillväxt, där Bolagets marknadsföringsinsatser väntas bli avgörande för tillväxten. Om Bolaget lyckas med sin expansion i Nordamerika kan omsättningen stiga snabbt. Vidare anses det viktigt att Bolaget lyckas hålla ned personalkostnadernas andel av omsättningen med hjälp av nyrekrytering av junior personal, då det estimeras bli avgörande för Bolagets lönsamhet framgent. I ett Base scenario prognostiseras en omsättning om 242,1 MSEK 2019 med ett EBIT-resultat om 11,9 MSEK. Baserat på en likaviktad DCF-och peer-värdering härleds ett potentiellt värde per aktie om 22,0 SEK. Värdet implicerar ett EV/S-tal om 0,6 på 2019 års estimat vilket, i jämförelse med Bolagets peer-grupp, får anses vara försiktigt. Värderingen baseras på att antagna händelser inträffar. Vid annorlunda utfall framgent, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras. Prognoserna kommer fortsatt att utvärderas löpande.

## Ökat antal kunder innebär lägre risk

Under 2016 blev Bolagets resultat lidande som ett resultat av ett stort kundtapp, då Verizon sänkte sin marknadsföringsbudget och därav sa upp en stor del av sina avtal med Ayima. Under perioden stod Verizon för drygt 28 % av Ayimas intäkter, vilket slog hårt mot verksamheten. Med anledning av detta har Bolaget de senaste åren arbetat för att öka antalet kunder i syfte att minska den risk som är förenlig med att endast ha ett fåtal kunder. Satsningen tycks hittills varit framgångsrik, där Bolaget har ökat antalet kunder från 51 till fler än 100 sedan inledningen av 2017. Diversifieringen väntas framgent få stöd av Bolagets nya Igaming-verksamhet, där antalet aktörer på marknaden endast i Storbritannien uppgår till cirka 75 stycken. Bredningen innebär att risken som är förenlig med en investering i Ayima enligt Analyst Group har minskat, även om de största kunderna även fortsättningsvis antas stå för en förhållandevis stor del av omsättningen.

## Genomförd emission ger ökade möjligheter för tillväxt under lönsamhet

Ayima avslutade nu en företrädesemission om 10,2 MSEK. Ayima har sedan börsnoteringen varit framgångsrika i att attrahera nya kunder, och som resultat har omsättningen ökat kraftigt. Den starka tillväxten ställer emellertid krav på ökat rörelsekapital, vilket till viss del begränsat Bolagets förmåga att investera i tillväxt. Styrelsen i Ayima har med anledning av detta beslutat att omstrukturera vissa delar av verksamheten i syfte att omedelbart återgå till positivt kassaflöde. Primärt innebär omstruktureringen avveckling av design- och utvecklingsverksamheten, och reducering av icke-operationella personalkostnader. Det huvudsakliga motivet till nyemissionen är att Bolaget ser stor potential till att etablera sig ytterligare på befintliga geografiska platser med sina produkter och tjänster. Med hjälp av emissionslikviden vill Ayima bland annat stärka balansräkningen, möjliggöra potentiella förvärv och investera i Bolagets framtida tillväxt för att kapitalisera på den underliggande starka marknadstillväxten. Även om nyemissioner sällan är att föredra är det Analyst Groups uppfattning att styrelsen visar att de är beredda att ta tuffa, men nödvändiga, beslut som kortsiktigt straffar aktiekursen men på lång sikt förmodligen bidrar till både lönsamhet och högre kursnivåer.

STARK  
MARKNADS-  
TILLVÄXT  
INOM FLERA  
SEGMENT

>240 MSEK  
OMSÄTTNING  
2019 HELÅR

# BOLAGSBESKRIVNING

Ayima är ett konsultföretag som erbjuder sina kundföretag strategier, metoder och tjänster relaterade till digital marknadsföring. Ayima har utvecklat flera avancerade system och stödfunktioner för bl.a. sökmotoroptimering, *Pay-per-click* och för marknadsföring via sociala medier. Bolaget grundades 2007 i Storbritannien och har idag flera dotterbolag med kontor i London, San Fransisco, New York, Raleigh, Vancouver och Stockholm. Till skillnad från sina konkurrenter arbetar Ayima med ett fåtal större klienter, däribland British Airways, Verizon och O2. Detta är en del av Bolagets differentieringsstrategi, där Ayima har kapaciteten att leverera högkvalitativa tjänster till multinationella företag, vilket är unikt i branschen. Ayima är noterade på Nasdaq First North sedan september 2018, och var dessförinnan noterade på Spotlight Stock market sedan maj 2017.

## Affärsområden och intäktmodell

Ayima arbetar med egenutvecklade system som utgör mycket kraftfulla verktyg i Ayimas samarbete med kundföretagen. De flesta av Bolagets kontrakt sträcker sig över +12 månader, vilket möjliggör ett långsiktigt arbete inom respektive tjänst. Bolagets olika tjänster delas i huvudsak in i följande områden:

Affärsområden	
• <b>SEO</b>	Ayima erbjuder skräddarsydda strategier för sökmotoroptimering, i syfte att driva ökad webbttrafik till sina kunders webbplatser.
• <b>Paid Media</b>	Bolagets experter på sociala medier bistår med att utveckla, analysera, prioritera och förbättra sina kunders marknadsföring i sociala medier. Denna del av verksamheten innefattar även Pay-per-click-marknadsföring, där Bolaget, utifrån önskade kriterier, optimerar kundens marknadsföring i syfte att få kunden att exponeras mot rätt målgrupp i sociala medier.
• <b>Content/Creative</b>	Inom området Content arbetar Ayimas egenutvecklade IT-sökverktyg med att analysera innehåll, konkurrenter och forum kontinuerligt för att identifiera ämnen som fångar uppmärksamhet hos kundens målgrupp. Inom området Creative erbjuder Bolaget kreativa tjänster, exempelvis Banners, som kan bidra till att driva kunder till önskade hemsidor.
• <b>Digital Analytics</b>	Digital Analytics syftar till analys och bearbetning av intern affärsdata på kunders uppdrag, där Ayimas roll är att föreslå åtgärder som anses nödvändiga för att utveckla kundens verksamhet.

Utöver detta ska det tilläggas att Ayima kontinuerligt arbetar med utveckling av sina egna produkter, som ger upphov till merförsäljning. Ett exempel på en sådan produkt är *Updatable*, som möjliggör för marknadsförare att utnyttja digitala marknadsföringstjänster utanför det egna företagets interna datanät eller låsta plattformar.

## Kostnadsdrivare

Ayimas affärsmodell är personalintensiv, och personalkostnadernas framtida utveckling anses vara direkt avgörande för Bolagets förutsättningar att visa lönsamhet framgent. Även bruttokostnaderna är till stor del hänförliga till personalkostnader från tredje part, där de externa konsulterna genomför mindre komplicerade uppgifter. En tänkbar anledning till detta kan vara att Ayima inte vill binda för många anställda till Bolaget. Ayima har även kostnader för kontor, produktutveckling, marknadsföring m.m., vilka antas öka linjärt med omsättningen.

## Strategiska utmaningar

Ayima har under de senaste åren ökat sin omsättning kraftigt, men trots detta har Bolaget än så länge inte visat upp någon större lönsamhet. Som tidigare nämnt är affärsmodellen personalintensiv, och den huvudsakliga strategiska utmaningen är hur Ayima framgent ska fortsätta skala upp verksamheten samtidigt som personalkostnadernas andel av omsättningen ska minska. Frågan är huruvida Bolaget kommer att ha möjlighet att sänka personalkostnaden per anställd framgent, genom exempelvis nyrekrytering av unga, och huruvida kompetensen hos de nyanställda kan antas vara likvärdig med den kompetens som Ayima besitter idag.

Under juli 2018 annonserade Bolaget förvärvet av LeapThree, som arbetar med Digital Analytics. Ayima har ingen större historik av att förvärva företag, vilket gör integrationen av förvärvet till en intressant faktor att följa framgent. En framgångsrik integration och rätt finansiella förutsättningar kan leda till fler förvärv framgent.

BRED  
PRODUKT-  
PORTFÖLJ  
MED  
BEFINTLIG  
FÖRSÄLJNING

LÄGRE  
LÖNER BLIR  
AVGÖRANDE  
FÖR  
BOLAGETS  
LÖNSAMHET

# MARKNADSANALYS

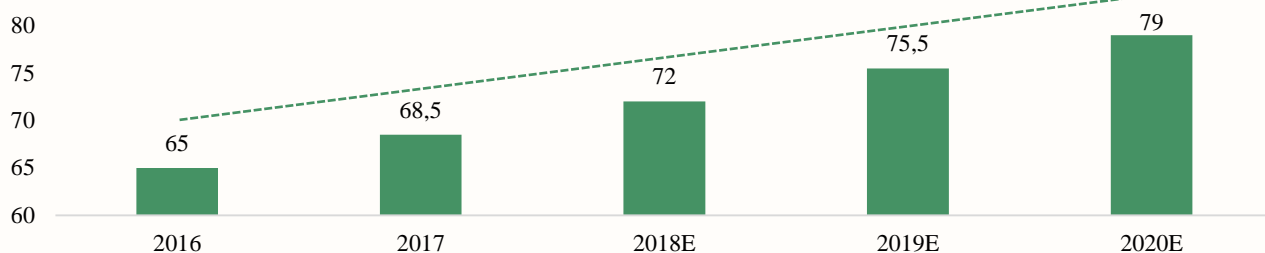
## Marknaden för SEO börjar mogna

Marknaden för SEO uppgick under 2016 till drygt 600 mdUSD globalt, räknat som företagens totala kostnader för SEO. Enbart i USA uppgår marknaden, sett till omsättning, till cirka 72 mdUSD årligen, en siffra som väntas öka till 80 mdUSD år 2020. Detta motsvarar en årlig tillväxttakt om 4,7 % under perioden 2016-2020. Marknaden för SEO har därmed börjat mogna, och en stor SEO-budget är standard hos de flesta bolag. Marknaden drivs av att företagens möjligheter att synas har ökat, som resultat av att konsumenter idag i större utsträckning är exponerade mot digitala kanaler som möjliggör marknadsföring. Vidare arbetar SEO-utvecklarna kontinuerligt med att utveckla sin optimering, vilket har medfört att SEO-marknadsföring blir mer effektiv, och företag väljer därför i högre utsträckning SEO framför andra mer traditionella marknadsföringsalternativ.

### Marknaden för SEO estimeras fortsätta växa, men procentuellt väntas en inbromsning.

Marknaden för sökmotorsoptimering, USA

mdUSD



Källa: Borell Associates

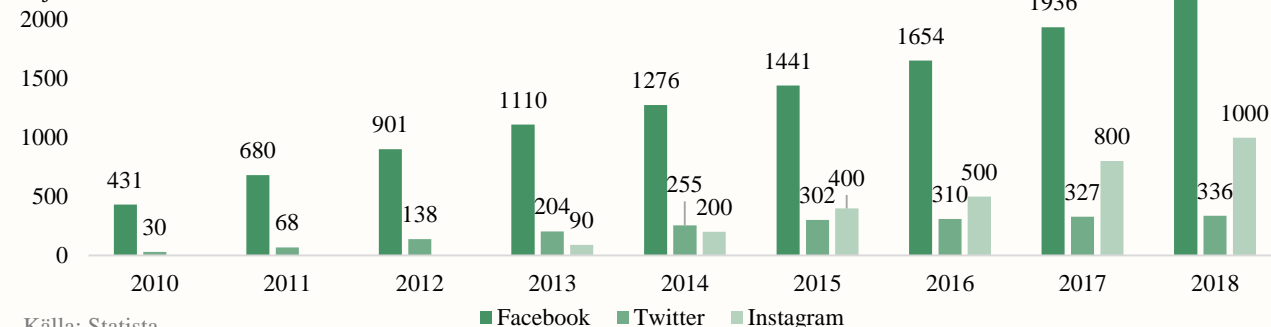
## Marknaden för Paid Media står inför fortsatt tillväxt

Den globala marknaden för Paid Media har växt kraftigt under de senaste åren, vilket är ett resultat av ett ökat användande av sociala medier. Anledningen till att Paid Media-marknadsföring har haft en explosionsartad utveckling är att marknadsföringen på sociala medier har möjliggjort målanpassad marknadsföring, på ett sätt som tidigare inte har varit möjligt. Marknadsförare och företag har nu möjlighet att individanpassa marknadsföring baserat på väldigt specifika preferenser, där t.ex. individens tidigare sökhistorik kan ligga till grund för marknadsföringen. Detta innebär att företag per 2018 har avsevärt bättre möjligheter än tidigare att få ut så mycket som möjligt per spenderad krona, men det kräver expertis. Eftersom Paid Media och sökmotorsoptimering båda är effektiva marknadsföringsstrategier, är konkurrensen för att visas ”högst upp” i sökmotorer hög. Detta gör att det för företag förmodligen är viktigare än någonsin att anlita experter för sin marknadsföring.

### Antalet aktiva användare på sociala medier har ökat mer än någonsin de senaste åren.

Monthly Active Users – Sociala Medier

Miljoner



Källa: Statista

## Digital Analytics blir allt viktigare

Digital Analytics är fortfarande ett relativt nytt koncept inom digital marknadsföring. Detta innebär att en stor del av områdets tillväxt väntas ligga framåt i tiden. Till skillnad från SEO är Digital Analytics än så länge mer undantag än regel, men användandet väntas öka markant de kommande åren. Under perioden 2015-2022 estimeras marknaden växa från 1,3 mdUSD till 4,9 mdUSD, vilket motsvarar en årlig tillväxttakt om 20,8 %. Tillväxten väntas främst drivas av ökad onlinehandel i kombination med en ökad efterfrågan på molntjänster.

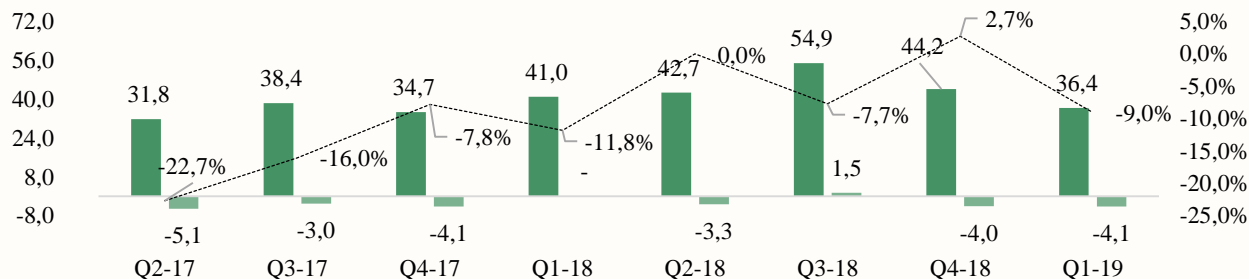


# FINANSIELL PROGNOS

Ayima har sedan 2015 satsat på att skala upp sin verksamhet, och satsningen har varit framgångsrik. Omsättningen ökade under 2018 med 41 %, och Bolaget har sedan inledningen av 2018 presenterat nya avtal till ett värde om 68 MSEK. Satsningen har dock resulterat i att Ayima, som har en lång historik av att vara lönsamma, har presenterat förluster sex av de åtta senaste kvartalerna. Bolaget är tydliga med att förlusterna är ett resultat av expansionen, där tillväxt har varit huvudfokus de senaste åren, men har trots detta förbättrat EBIT-marginalen avsevärt under det senaste året.

## Ayima prioriterar tillväxt framför lönsamhet.

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal  
MSEK



Källa: Ayima

■ Omsättning ■ EBIT ..... EBIT-marginal %

Framgent väntas Ayima öka sin försäljning primärt genom organisk tillväxt dels från nya kunder, dels genom merförsäljning till befintliga kunder. Bolaget har en uttalad förvärvsstrategi, som innebär att Bolaget kontinuerligt letar förvärv som kan addera värde i form av tjänster som Ayima själva inte tillhandahåller. Inga förvärvsestimater är dock inkluderade i gjorda prognoser.

## Omsättningsprognos 2019 och 2020

ANTALET  
KUNDER  
HAR ÖKAT  
AVSEVÄRT  
UNDER  
ÅRET

För 2019 och 2020 antas en organisk helårstillväxt om ca 19,3 % respektive 13,7 %, vilket motiveras av den underliggande marknadstillväxten och satsningen i Nordamerika samt de korsförsäljningsmöjligheter som förvärvet av LeapThree medför. Totalt har Ayima under inledningen av 2019 annonserat nya kunder till ett värde om 24,8 MSEK.

Under juli 2018 annonserade Ayima förvärvet av LeapThree, ett ledande konsultföretag inom Data Analytics. Förvärvet medför inte bara en ökad omsättning om 9,25 MSEK *pro forma*, utan även goda möjligheter till korsförsäljning mellan befintliga affärsområden. Vidare har Bolaget nu, mer än tidigare, en helhetslösning inom digital marknadsföring vilket kan vara en avgörande faktor när potentiella kunder väljer mellan Ayima och deras konkurrenter. Detta gör att LeapThrees tillväxtförutsättningar som en del av Ayima-koncernen kan vara högre än vad LeapThree själva estimerade i samband med förvärvet. Under perioden estimeras en årlig omsättningstillväxt för LeapThree om 40 %, vilket resulterar i en omsättning om 17,9 MSEK 2020.

Inom sökmotorsoptimering estimeras en tillväxt om 30 % 2019E och 20 % 2020E, vilket resulterar i en omsättning om totalt 127,4 MSEK 2020E. Marknaden för sökmotorsoptimering börjar, som tidigare nämnt, mogna och den underliggande marknaden estimeras växa med en CAGR om 4,7 % fram till år 2020. Analyst Groups uppfattning är dock att Ayima, som fortfarande är ett förhållandevis litet företag på en minst sagt stor marknad, har bevisat att de kan växa betydligt snabbare än marknaden inom SEO. Under Q1 2019 ökade Bolagets omsättning inom SEO med drygt 26 %. Tillväxten framgent väntas främst drivas av satsningen i Nordamerika, där det än så länge är tydligt att Bolaget har lyckats kapitalisera på sitt goda rykte från Storbritannien. Vidare väntas även andra faktorer såsom ökad användning av mobiler och ökad onlinehandel vara tillväxt drivande.

Affärsområde	SEO	Paid Media	Content/Creative	Data & Analytics
Andel av omsättning (2018)	47 %	46 %	5 %	2 %

# FINANSIELL PROGNOIS

**11,9 MSEK**  
VÄRDET PÅ NYA  
AVTAL  
PRESENTERADE  
UNDER Q1-19

Inom affärsområdet Paid Media estimeras en omsättning om 82 MSEK 2020E, främst drivet av tillväxten i den underliggande marknaden. Under 2020 estimeras drygt 3 miljarder människor använda sociala medier globalt, vilket skulle representera en ökning om 22,7 % sedan 2017. Då Bolaget är ledande inom Paid Media och det väntas bli viktigare för företag att få experthjälp med Paid Media-marknadsföring anses Ayima ha möjlighet att kapitalisera på denna trend.

Ayimas affärsområden Content och Creative ses i huvudsak som ett komplement till huvudverksamheterna inom SEO och Paid Media, vilket gör att tillväxten inom dessa områden framförallt ses som ett resultat av Bolagets tillväxt inom andra affärsområden.

## Samtliga affärsområden förväntas växa de kommande åren.

Omsättning per affärsområde, 2018E-2020E

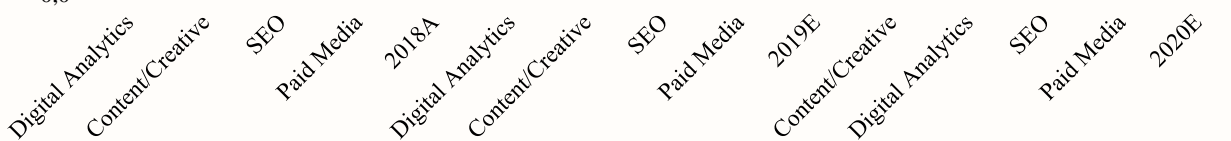
MSEK

300,0

200,0

100,0

0,0



Analyst Groups prognos

Området SEO väntas framgent fortsatt vara Bolagets största affärsområde, medan Content/Creative antas vara det minsta och estimeras stå för 5 % av omsättningen 2019E:

Affärsområde	SEO	Paid Media	Content/Creative	Digital Analytics
Andel av omsättning (2019E)	51%	36%	5%	8%

Analyst Groups prognos

## Bruttokostnader 2019 och 2020

Under de senaste sex månaderna uppgår Ayimas bruttomarginal till 52,4 %, vilket är en försämring jämfört med samma period föregående år då bruttomarginalen uppgick till 56 % under årets första sex månader. Detta är ett resultat av att Bolaget har outsourcat vissa delar av sin verksamhet, vilket innebär att personalkostnadernas andel av omsättningen har minskat samtidigt som bruttokostnadernas andel av omsättningen har ökat. I helhet är alltså även bruttokostnaderna till stor del belastade av personalkostnader. Bruttomarginalen väntas stabiliseras kring rådande nivåer framgent, med anledning av att Bolaget nu antas ha uppnått en jämn fördelning mellan outsourcad och anställd personal. Det finns dock en liten skalbarhet i marginalen hänförligt till förvärvet av LeapThree, där bruttokostnaderna är låga. I helhet estimeras en bruttomarginal om 52,6 % 2019E och 53,2 % 2020E. Det anses dock viktigt att påpeka att i ett scenario då LeapThree växer snabbare än estimerat finns förutsättningar för att bruttomarginalen blir högre än presenterade estimat.

	2017A	2018E	2019E	2020E
Bruttokostnader (MSEK)	-60,8	-85,5	-87,3	-99,2
Bruttomarginal (%)	53%	53%	60%	60%

# FINANSIELL PROGNOIS

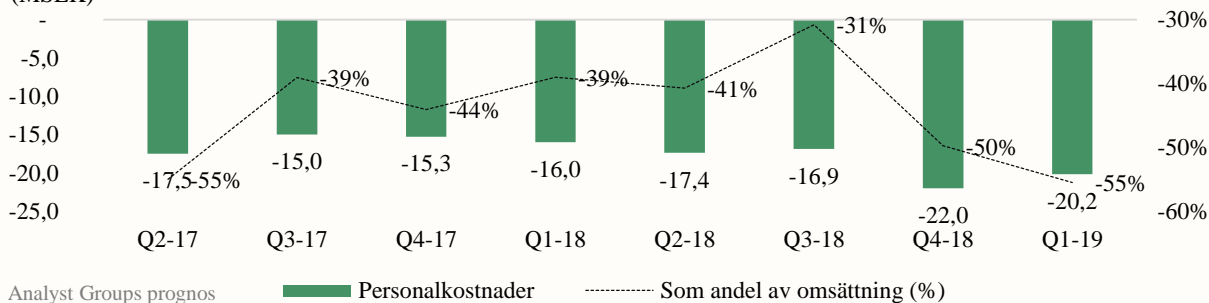
## Rörelsekostnader

Ayimas personalkostnader uppgick under 2018 till 72,3 MSEK, vilket innebär en ökning om 20,9 % jämfört med samma period förra året. Som tidigare nämnt är dock denna ökning något missvisande, då en stor del av kostnaderna har förflyttats till bruttokostnaderna. Det är Analyst Groups uppfattning att det finns möjligheter att minska personalkostnadernas andel av omsättningen framgent. Digital marknadsföring präglas av hög konkurrens och det är personalens kompetens som är avgörande. Detta medför att marknadsföringsbyråerna ständigt konkurrerar om de mest attraktiva kandidaterna, och löner blir då avgörande. Som en del i att möta denna utmaning har Ayima initierat ett optionsprogram för sina anställda, vilket tolkas som strategiskt viktigt då det antas bidra till att lönen blir en mindre viktig del av ersättningen. För tillfället genomför Ayima dessutom omfattande investeringar i teknologi, i syfte att minska Bolagets personalberoende och på lång sikt öka lönsamheten. Ett exempel på en sådan investering är Bolagets automatiserade verktyg för konkurrensanalys, som har bidragit till att en omfattande konkurrensanalys kan genomföras under några minuter, vilket tidigare var en flerdagarsprocess.

I dagsläget bedöms Ayima ha många seniora anställda som varit med Bolaget sedan start. Eftersom branschen är kompetensintensiv är denna personal värdefull, och det är därför inte aktuellt att försöka sänka lönerna för befintliga arbetare. En långsiktig lösning kan därför vara att vid nyanställningar anställa mindre erfaren personal till en lägre lön, och utbilda dessa internt i syfte att få samma kompetens till ett lägre pris. Viss skalbarhet återfinns dock naturligt, då personalbehovet vad gäller vissa avdelningar, exempelvis administrationsavdelningen, som estimeras stå för en förhållandevis stor del av kostnaderna, inte antas öka i linje med omsättningen. Ayima har sedan 2017, trots breddningen av verksamheten, lyckats öka sin EBIT-marginal från -13,3 % 2017 till -1,3 % under 2018. Detta antas vara ett resultat av den skalbarhet som finns i personalkostnaderna. Summerat estimeras personalkostnaderna uppgå till -85,4 MSEK 2019E och -91,5 MSEK 2020E.

### Personalkostnadernas andel av omsättningen har minskat det senaste året, men trenden har brutits.

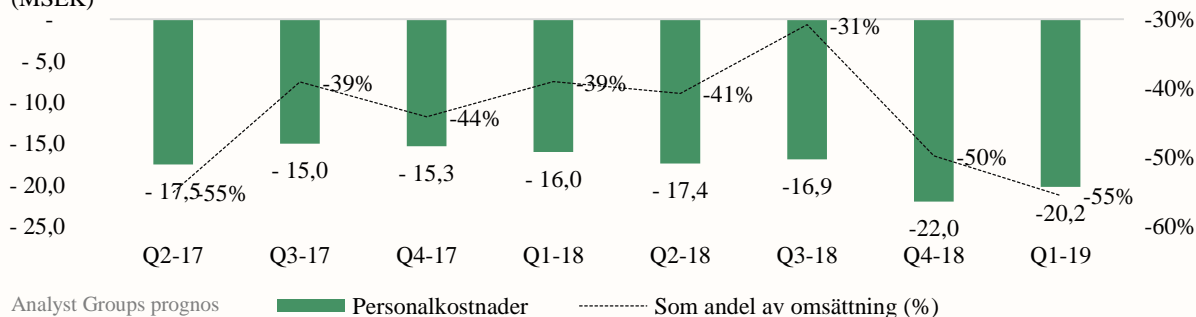
Personalkostnader  
(MSEK)



Posten "Other Operating Expenses" i Bolagets redovisning är en summering av Bolagets samtliga rörelsekostnader, exkluderat personalkostnader och avskrivningar. Dessa antas vara kostnader för exempelvis marknadsföring, lokalhyra, produktutveckling m.m. Ayima avser att under 2019 omstrukturera vissa delar av verksamheten i syfte att minska dessa kostnader med 9-10 MSEK årligen. På längre sikt antas dock ingen skalbarhet i dessa kostnader. I helhet estimeras att Other Operating Expenses andel av omsättningen kommer minska till 11,0 % under 2019 och 2020.

### De övriga rörelsekostnaderna är som andel av omsättningen förhållandevis stabila.

Övriga rörelsekostnader  
(MSEK)



# FINANSIELL PROGNOSES

## Investeringar

Ayima investerar för tillfället i flertalet teknologier för SEO, Paid Media och Digital Analytics. Detta med anledning av att Bolaget vill effektivisera sin verksamhet genom att standardisera det som är möjligt att standardisera. Fördelen med dessa investeringar, bortsett från den möjliga avkastningen, är att Bolaget får tillbaka varje investerad krona i form av s.k. skattekrediter från Inland Revenue Department. Detta medför att Bolagets investeringskostnader, som återfinns i posten ”Other operating expenses”, påverkar EBIT-resultatet negativt medan resultatet efter skatt inte påverkas.

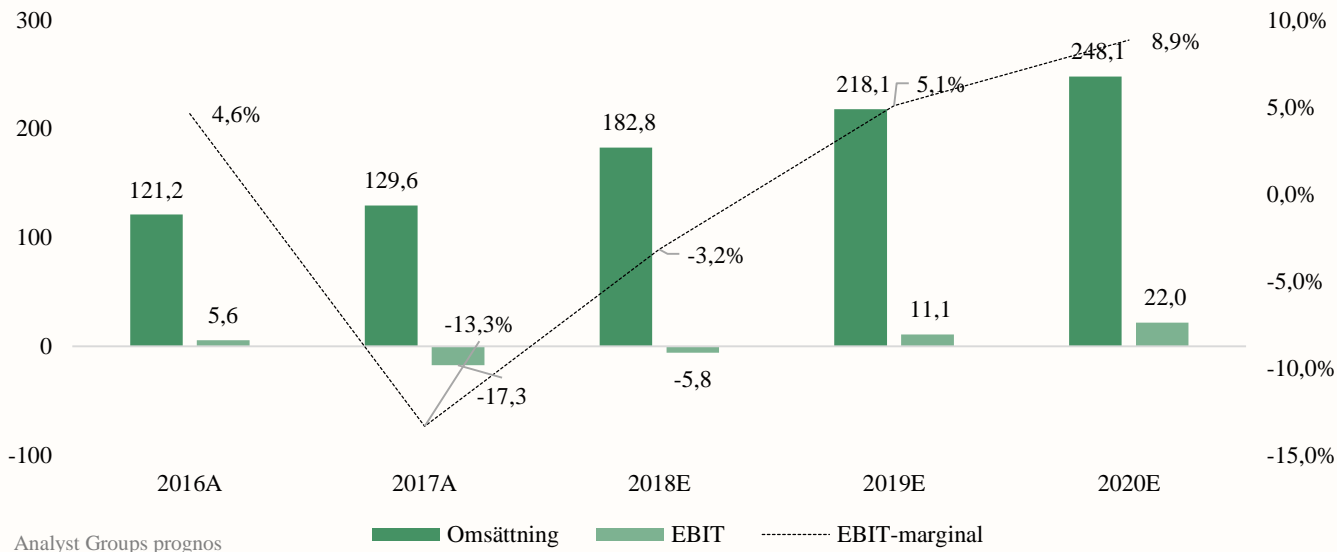
Följande sektion summerar gjorda estimat på årsbasis mellan 2018 och 2020.

### Ayima estimeras nå lönsamhet under 2019E

Omsättning och EBIT-resultat, Base scenario

MSEK

300



MSEK	2017A	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	129,6	182,8	218,1	248,1
Övriga rörelseintäkter		0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>129,6</b>	<b>182,8</b>	<b>218,1</b>	<b>248,1</b>
Kostnad sålda varor	-60,8	-85,5	-87,3	-99,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>68,8</b>	<b>97,3</b>	<b>130,9</b>	<b>148,9</b>
Bruttomarginal	53%	53%	60%	60%
Personalkostnader	-59,8	-72,3	-85,4	-89,2
Övriga rörelsekostnader	-24,2	-27,5	-24,0	-27,3
<b>EBITDA</b>	<b>-15,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>21,5</b>	<b>32,4</b>
EBITDA-marginal	-22%	-3%	16%	22%
Av- och nedskrivningar	-2,1	-3,3	-10,4	-10,4
<b>EBIT</b>	<b>-17,3</b>	<b>-5,8</b>	<b>11,9</b>	<b>25,4</b>
EBIT-marginal	-13%	-3%	5%	10%
Finansnetto	-0,2	-2,6	-0,8	-0,8
<b>EBT</b>	<b>-17,5</b>	<b>-8,4</b>	<b>11,1</b>	<b>24,6</b>
Skatt	6,8	2,1	4,7	-3,4
<b>Nettoresultat</b>	<b>-10,7</b>	<b>-6,3</b>	<b>12,4</b>	<b>20,7</b>
Nettomarginal	-8%	-3%	6%	8%

Analyst Groups prognos

# VÄRDERING

För att värdera Ayima används en diskonterad kassaflödesanalys (DCF). DCF-värdet baseras på ovan gjorda prognoser av omsättning, kostnader och marginaler, samt ytterligare antaganden som presenteras nedan. Vidare används även en peer-värdering. Den slutgiltiga värderingen är således ett resultat av en likaviktning mellan det indikerade DCF-värdet och det indikerade peer-värdet.

## Beräkning av WACC

Kassaflödena diskonteras med en WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Avkastningskrav på eget kapital baseras på en riskpremie och riskfri ränta. Riskpremie sätts till 6,4 %, utifrån ett normaliserat genomsnitt. Den riskfria räntan sätts till 2,9 %, även denna normaliserad baserat på PWCs riskpremiestudie från 2018<sup>1</sup>. Sammanfattningsvis uppgår avkastningskravet på aktiekapital till 10,3 %. För att återspegla risken som finns i småbolag används även ett storleksrelaterat riskpremietillägg. Denna storlekspremie sätts till 5,7 %. Summerat uppgår avkastningskravet på aktiekapital till 16,0 %. Då Bolaget har en nettokassa beräknas inte avkastningskrav för räntebärande skulder.

8,3 %  
FCF-MARGINAL

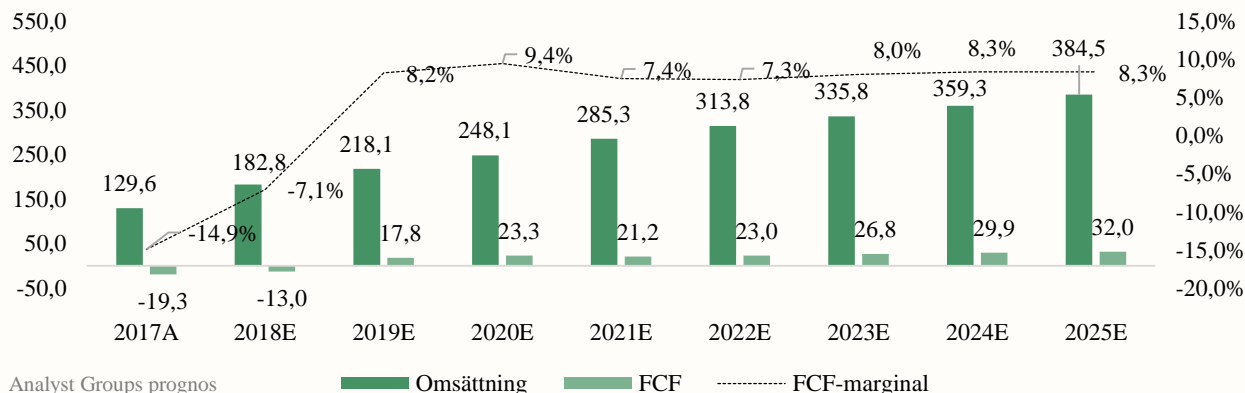
## CAPEX & Fritt kassaflöde

Investeringstakten (CAPEX) drivs dels genom historisk kapitalbindning i relation till förändring i omsättning, vilken estimeras till en högre nivå initialt till följd av Bolagets rådande satsning på att vidareutveckla verksamheten med hjälp av nya produkter, för att sedan avta mot avskrivningarna. Ayimas tillväxt medför även att Bolaget binder mer rörelsekapital. Detta, kombinerat med att CAPEX i år är jämförelsestörande med anledning av förvärvet av LeapThree, innebär att FCF-marginalen för 2018E estimeras bli negativ. Därefter estimeras FCF-marginalen stabilt öka, till en nivå om 7,5 % 2020E, för att därefter sakta stiga till en nivå om 8,3 % under 2025. Efter 2025 väntas FCF-marginalen stabiliseras kring 8,4 % fram till det sista estimatåret innan terminal year, 2031.

Ayima estimeras uppnå en stark FCF-tillväxt, främst drivet av den estimerade omsättningstillväxten i kombination med de marginalförbättringar som estimeras. FCF estimeras växa med en CAGR om 23 % under perioden 2019E-2025E, men normaliseras därefter omkring 3 % fram till slutet av prognosperioden. Vidare diskonteras prognosperiodens kassaflöden med en WACC om 16 %, vilket summeras till ett nuvärde om ca 118 MSEK. Detta utgör omkring 78 % av det totala bolagsvärdet, där cirka 22 % blir hänförligt till ett *continuation value* för resterande kassaflöden. Slutvärdet har beräknats genom att sätta ett tillväxttal om 1,5 % på Bolagets fria kassaflödestillväxt i Terminal state.

### Bolagets fria kassaflöde estimeras öka framgent som resultat av den estimerade lönsamheten.

Omsättning, FCF och FCF-marginal  
(MSEK)



### Värderas till 20,7 SEK/aktie enligt DCF

Sammanlagt resulterar ovan gjorda antaganden i ett Enterprise Value om 139 MSEK, vilket justerat för Bolagets nettokassa om 1,1 MSEK resulterar i ett Market Cap om 140 MSEK. Justerat för antalet utomstående aktier resulterar detta i ett implicit värde per aktie om 20,7 SEK. Värdet implicerar ett EV/S-tal om 0,6 på 2018 års estimat vilket, givet Bolagets tillväxtpotentialer, både på omsättningsnivå samt lönsamhetsnivå, får anses vara försiktigt.

<https://www.pwc.se/sv/pdf-reports/corporate-finance/riskpremiestudien-2018.pdf>

# VÄRDERING

Nyckeltal	2017	12 månader rullande	2018E	2019E	2020E
P/S	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4
EV/S	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4
EV/EBIT	-8,0	-13,3	87,8	10,5	7,6
P/E	-13,0	-41,0	22,6	12,8	9,0

Som komplement till DCF-värderingen används även en peer-värdering. Detta i syfte att ge DCF-värderingen perspektiv genom att se hur jämförbara företag handlas. Även om det råder vissa skillnader mellan Ayima och de jämförbara företagen, finns likheter vad gäller affärsmodell och kunderbjudande. Två olika sorters företag används i jämförelsen: renodlade konsultföretag med verksamhet i Europa med vissa inslag av digitala tjänster, samt mjukvaruföretag. Detta eftersom Ayima, som är ett konsultföretag, samtidigt tillhandahåller mjukvarutjänster.

Jämförbara företag	BV, MSEK	P/S	EV/EBIT
Wise Group	384	0,4	9,3
KnowIT	3344	1,1	10,7
HiQ	2753	1,5	13,5
Vitec Software	2848	2,3	23,2
NEPA	386	1,7	-
<b>Snitt</b>	<b>1620</b>	<b>1,4</b>	<b>14,2</b>

Ayima anses, utifrån följande faktorer, vara motiverade att handlas i linje med peer-gruppen:

- **Ayimas tillväxt historiskt och framtida möjligheter**

Under 2018 ökade Ayima omsättningen med 41 %. Peer-gruppen visar under samma period en snittökning om 13,0 %. Ayima är, relativt peer-gruppen, ett avsevärt mindre företag. Detta kan i vanliga fall motivera en storleksrelaterad rabatt, men med hänsyn till Bolagets tillväxt relativt peer-gruppens tillväxt, anses en sådan rabatt inte motiverad. Vidare anses Ayima endast ha skrapat på ytan vad gäller sin potentiella marknad. Bolaget är verksamma i endast fyra länder och har därmed möjlighet att expandera till ett antal nya marknader som kan driva tillväxt i flera år framöver.

- **Ayima har en historik av lönsamhet**

Ayima har historiskt varit lönsamma, men Bolaget prioriterar för tillfället tillväxt, vilket har negativ påverkan på lönsamheten. Under Q3 visade dock Ayima upp lönsamhet, och givet att Bolaget gör ett positivt resultat nästa år är anledningarna få till att Bolaget skulle handlas till en rabatt.

### **Bolaget är hittills framgångsrika i sitt försök att minska risken**

Historiskt har Ayimas största kunder stått för en omfattande del av omsättningen, vilket är förenligt med en omfattande risk. Bolaget har dock, som tidigare nämnt, lärt sig av sina misstag och arbetar för att minska denna risk. Givet utvecklingen under de senaste 18 månaderna, där antalet kunder ökat från 51 till 78, anses denna risk nu vara förhållandevis liten.

- **Peer-värdering indikerar något högre värde än DCF**

För att värde Ayima används en EV/EBIT-multipel om 13,0x på 2019 års förväntade EBIT, med anledning av peer-snittet. Vid en EV/EBIT-multipel om 13,0x indikeras ett potentiellt MCAP om 155 MSEK, vilket indikerar ett pris per aktie om 21,2 SEK. Detta innebär att peer-värderingen indikerar ett något högre potentiellt värde än DCF-värderingen. Påpekas bör att företagen som presenteras ovan inte representerar en perfekt jämförelse med Ayima, men likheterna vad gäller affärsmodell och intäktsmodell anses tillräckligt stora. I ett scenario då Ayima istället värderas enligt en P/S-multipel om 1,5, samma som NEPA, som är det företag som anses mest likt Ayima, så återfinns ett potentiellt värde per aktie om 38,3 SEK.

### **Likaviktad värdering indikerar ett pris per aktie om 21,0 SEK**

I den slutgiltiga värderingen viktas värdet från DCF-värderingen lika med värdet från peer-värderingen. Vid likaviktning, där kassaflödesvärderingen indikerar ett värde per aktie om 20,7 SEK, medan peer-värderingen indikerar ett värde per aktie om 21,2 SEK, indikeras ett implicit värde per aktie om 21,0 SEK.

# BULL & BEAR

## Bull scenario

Ayima verkar på marknader med strukturell tillväxt, där företag blir allt mer digitala. Den pågående digitaliseringen medför ökad onlinehandel, och det blir därav viktigare att synas på internet. I ett Bull scenario väntas denna övergång gå snabbare än tidigare estimerat, med anledning av snabbare teknologisk utveckling, vilket innebär att efterfrågan på SEO och Paid Media ökar snabbare än i ett Base scenario. Vidare väntas LeapThree uppnå högre tillväxt än tidigare estimerat. Eftersom LeapThree har avsevärt lägre bruttokostnader än resterande del av verksamheten, estimeras i ett sådant scenario en högre bruttomarginal. Som resultat av ovanstående väntas omsättningen framgent öka i högre takt än vad som antas i ett Base scenario.

I ett Bull scenario så går Bolagets satsning på att minska genomsnittslönerna snabbare än estimerat. Avgörande är då att Bolaget lyckas rekrytera kompetent personal och att Ayima är framgångsrika i sin utveckling av personalen. Detta skulle medföra att personalkostnadernas andel av omsättningen blir lägre, vilket bidrar till stigande marginaler. Sett till posten övriga rörelsekostnader estimeras ingen skalbarhet, och dessa kostnader väntas därav även i ett Bull scenario öka i linje med omsättningen. Påpekas bör att bruttomarginalförbättringen hänförlig till LeapThree antas ge en EBIT-förbättring på kort sikt, men att vi på längre sikt antar samma bruttomarginal som i ett Base scenario. Detta med anledning av att LeapThree är verksamma i en omogen bransch, där man på längre sikt kan vänta sig marginalpress.

### Bull-faktorer i urval

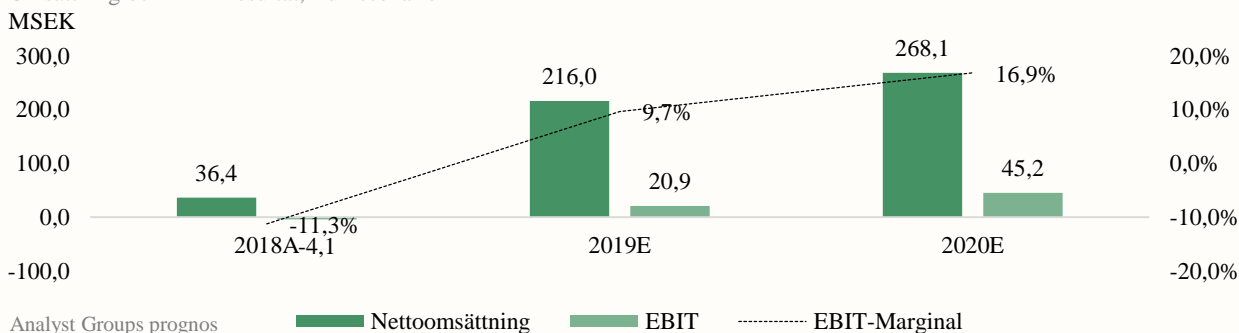
- **Snabbare övergång till online-handel**
- **Framgångsrik rekrytering**

I ett Bull scenario antas övergången till onlinehandel gå snabbare än tidigare estimerat. Detta skulle innebära ökad efterfrågan på Ayimas tjänster inom SEO, Paid Media och Digital Analytics, vilket innebär att omsättningen då ökar snabbare än tidigare estimerat.

Om Ayimas är framgångsrika i att rekrytera junior personal till lägre löner, finns möjlighet att sänka personalkostnaden mer än vad som antas i ett Base scenario. I ett sådant scenario skulle personalkostnadernas andel av omsättningen minska, vilket skulle medföra högre marginaler.

### I ett Bull scenario estimeras högre omsättningstillväxt och lönsamhet.

Omsättning och EBIT-resultat, Bull scenario



## DCF-och Peer-värdering

I kassaflödesvärderingen tillämpas samma metod som beskrivits i den finansiella prognosen. Baserat på nuvärdet av de prognostiserade kassaflödena, i kombination med nuvärdet enligt oändlighetsmetoden, beräknas ett Enterprise Value om 162 MSEK. Justerat för Bolagets nettokassa och antal utomstående aktier, resulterar beräkningen i ett implicit värde per aktie om 24,0 SEK. I peer-värderingen tillämpas samma metod som beskrivits i Base scenario. Noteras bör att om Ayima når de antaganden som har presenterats i ett Bull scenario, finns möjlighet att Bolaget värderas högre än sina peers. Vid EV/EBIT om 13,0x på 2019 års estimat, motiveras i ett Bull scenario ett pris per aktie om 40,1 SEK.

### Likaviktad värdering indikerar ett pris per aktie om 32,1 SEK

I den slutgiltiga värderingen viktas värdet från DCF-värderingen lika med värdet från peer-värderingen. Vid likaviktning, där kassaflödesvärderingen i Bull Scenario indikerar ett värde per aktie om 24,0 SEK, medan peer-värderingen indikerar ett värde per aktie om 40,1 SEK, indikeras ett implicit värde per aktie om 32,1 SEK.

**32,1 KR**  
PER AKTIE  
(BULL)

# BULL & BEAR

## Bear scenario

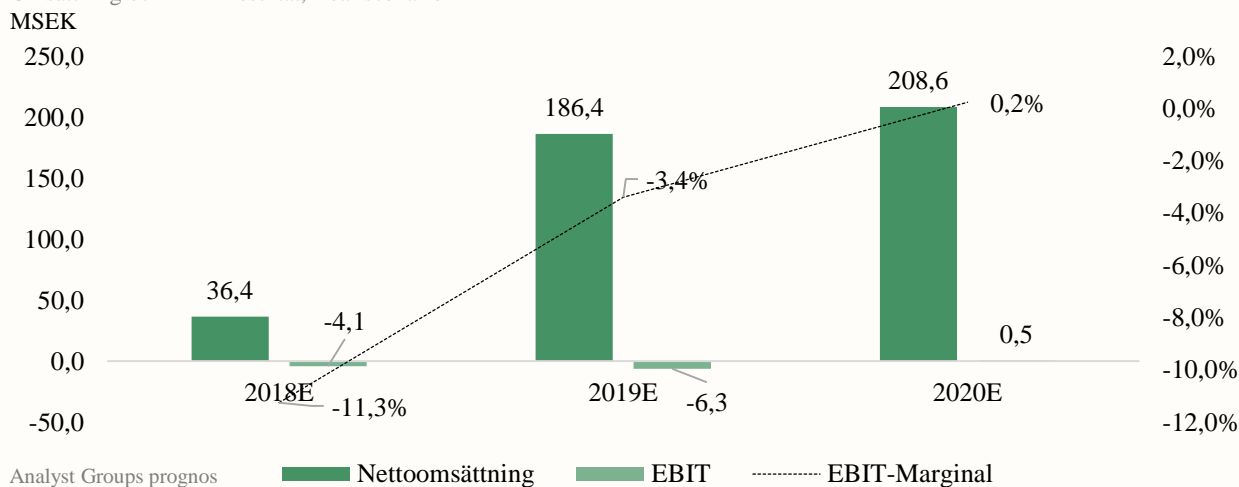
I ett Bear scenario antas att Bolagets satsning i Nordamerika blir mindre framgångsrik än tidigare väntat, vilket gör att en del av den estimerade omsättningstillväxten uteblir. Detta med anledning av att Bolaget historiskt förlitat sig på *word of mouth* i sin marknadsföring, vilket har fungerat i Storbritannien. Marknaden i Nordamerika är dock avsevärt större, och därav mindre familjär, vilket innebär att Ayima framgent med stor sannolikhet kommer behöva använda sig av andra marknadsföringsmetoder i syfte att synliggöra sig själva. Då Bolaget är förhållandevis oprövade vad gäller andra metoder, finns risk att sådan marknadsföring inte blir framgångsrik. Detta skulle innebära att omsättningen framgent primärt drivs av marknaden i Storbritannien, där Ayima redan är en ledande aktör. Tillväxtmöjligheterna antas på denna marknad, jämfört med Nordamerika, vara avsevärt lägre.

Ayima har ingen historik av att förvärva, vilket gör att det finns vissa osäkerhetsfaktorer gällande integrationen av LeapThree, där hänsyn måste tas till både praktiska och operativa delar i ett förvärv. I ett Bear scenario antas integrationen av LeapThree gå sämre än Bolagets egna guidning, som resultat av svårigheter med integrationen. Detta skulle resultera i något lägre tillväxt för LeapThree, men även för verksamheten i helhet då LeapThree antas bidra till Ayimas helhetserbjudande. Då LeapThree som tidigare nämnt är en avgörande faktor för utvecklingen av Bolagets bruttomarginal, skulle även bruttomarginalen i ett Bear scenario bli lägre än tidigare estimerat.

Personalkostnaderna estimeras i ett Bear scenario utvecklas i linje med omsättningen, vilket medför att den skalbarhet som i ett Base scenario antas finnas i verksamheten, inte finns. Detta innebär att Ayima endast har möjlighet att minska Bolagets genomsnittslöner marginellt, vilket slår hårt mot rörelseresultatet. Sett till posten övriga rörelsekostnader estimeras ingen skalbarhet, och dessa kostnader väntas även i ett Bear scenario öka i linje med omsättningen.

### I ett Bear scenario estimeras höga personalkostnader, vilket gör att lönsamheten blir lidande.

Omsättning och EBIT-resultat, Bear scenario



### Värdering indikerar ett pris per aktie om 10,5 SEK

I ett Bear Scenario bedöms lönsamhet inte som sannolikt under prognosperioden, varför en peer-värdering med EV/EBIT som multipel inte är möjlig. Vi väljer därför att i ett Bear Scenario endast lägga fokus på kassaflödesvärderingen. I kassaflödesvärderingen tillämpas samma metod som beskrivits i den finansiella prognosen. Baserat på nuvärdet av de prognostiserade kassaflödena, i kombination med nuvärdet enligt oändlighets-metoden, beräknas ett Enterprise Value om 75 MSEK. Justerat för Bolagets nettokassa och antal utomstående aktier, resulterar beräkningen i ett implicit värde per aktie om 10,5 SEK.



# VD-INTERVJU, MIKE JACOBSON



## Can you give us your view on the first quarter?

The first quarter was a mixed result for us. While there were many positives, including positive EBITDA and fantastic growth in Gross Profit, we also knew that we would take some extra charges related to the restructuring and other financial adjustments that pushed our bottom line back into negative territory. The good news is that those charges were one-offs and will not affect the rest of the year's result. We also had a disappointing period for the Paid Media division. We did not lose any business as such, but a lot of our clients cut budgets in the period and subsequently our overall topline revenue was down on the previous periods, entirely from the Paid Media division.

## The Paid Media business experienced negative growth during the quarter. What are the reasons, and would you say that this is due to a short-term change or are there reasons to be worried in the long term?

We did not lose any clients, but our larger clients slashed their spending significantly in the period. The main reasons given were uncertainty about Brexit and also regulations in the Online Gaming sector causing advertisers to be more cautious. Whilst we can't predict how these macroeconomic factors will pan out in the coming months, we do expect that the current downturn will be temporary and that spending will pick up again. While this has been largely out of our control, it has again highlighted the need to continue to grow the company and diversify the revenue streams so that the risk of other economic shocks is reduced.

## The Gross Margin increased significantly during Q1. Why is that, and do you believe that this is a sustainable gross margin?

It is down to 2 factors, increased efficiency/improvements in pricing, and the shift from Paid Media to SEO. Paid Media is lower margin generally, so the growth in the SEO division will result in increased margin. The gross margin will decrease a little when the Paid Media division grows again, but the long-term trend will be for higher margins

## During the first quarter of 2019, you signed 30 new clients. Can you tell us a bit about these clients and why they choose you?

To clarify, we signed 30 new client contracts, which is a mixture of entirely new clients but also cross-selling of new services to some existing clients. I am unable to say much about the clients as we have confidentiality clauses as standard in our client agreements, but the clients were a mixture of large and small companies from many different sectors and geographies. Overall, the clients that we have signed during 2019 have been smaller projects or engagements than average, however this is not a bad thing as we are seeking to reduce our concentration on the few biggest clients and rapidly grow and broaden our client base.

## Going forward, would you expect most of the growth to come out of the UK or US?

The US is definitely the place where the most explosive growth will come from. The digital marketing industry is just so much bigger and more diverse in the US. However growing the US will carry its own challenges in terms of attracting and developing talent, but also the sheer physical size of the country adds to the complexity when we are offering professional consulting services that involve close contact with clients.

## You recently conducted a rights issue. How do you plan to use the money and what kind of results do you hope to achieve?

The rights issue was necessary to increase our working capital and allow us to increase the pace of our investment in the US. Although we are now essentially cash-flow positive, it will take some time to become cash-rich again and in the meantime we need to continue to invest in staff and marketing activities in order to maintain and increase our growth rate.

Den 4 mars 2019

# LEDNING & STYRELSE

## Mike Jacobson, Chief Executive Officer & Board Member



Michael Jacobson, född 1974, är Bolagets verkställande direktör och styrelseledamot sedan januari 2017. Mike är en av grundarna till Ayima och har sedan bildandet av Bolaget 2007 varit ansvarig för marknadsföringen, verksamhetsutvecklingen och ekonomin. Mike har en bakgrund som marknadsanalytiker och har en MBA från University of Technology i Sydney och en examen inom Internationell Management från Reims Management School i Frankrike. Mellan åren 2004 – 2005 jobbade Mike som marknadschef för PartyGaming där han bl.a. var ansvarig för Bolagets marknadsföring. År 2006 arbetade Mike som affärskonsult på PokerStars där han var ansvarig för design och utveckling av poker client interface, konverteringsoptimering och affärsutveckling. Han har sedan tidigare dessutom haft högt uppsatta positioner på bl.a. CapitalOne, TNT och Boral.

**Aktieinnehav i Ayima: 66 666 A-Aktier samt 840 560 B-aktier.**

## Mike Nott, Chief Operating Officer & Chairman of the board



Michael Nott, född 1977, är styrelseordförande i Ayima Group AB och ledamot i styrelsen sedan januari 2017. Michael har en kandidatexamen i ekonomi från Kingston University och har en bakgrund som utvecklare och IT administratör och är en av grundarna till Ayima. Mike är verksamhetschef på Ayima Ltd (dotterbolag till Ayima Holdings Ltd) sedan 2007 och ansvarar för Ayima Ltd:s affärsstrategi och är beslutsfattare i de större kundernas affärer. Mikes är även involverad i alla globala affärer och arbetar ihop med Bolagets ”in-house”-team hos kunderna.

**Aktieinnehav i Ayima: 66 667 A-aktier och 820 666 B-aktier**

## Tim Webb, Chief Technology Officer & Board Member



Timothy Webb, född 1974, är styrelseledamot i Ayima sedan januari 2017. Tim har en civilingenjörsexamen inom mjukvaruutveckling och är en av grundarna till Ayima och arbetar idag sedan 2007 som CTO i Ayima Ltd. Tims erfarenhet av att kunna bygga sökmotorer och relaterade utmaningar är en nyckelfaktor i förståelsen av sökmotorsfunktionalitet, och han tog denna kunskap framåt och implementerade det i sökmotoroptimeringsområdet.

**Aktieinnehav i Ayima: 66 667 A-aktier och 870 921 B-aktier**

## Rob Kerry, Chief Strategy Officer



Rob är medgrundare till Ayima, och har under de senaste 15 åren arbetat med sökmotoroptimering. Han har skapat flertalet prisbelönta SEO-team på 3 olika företag. Rob har också arbetat på världens största online pokerhemsida. För tillfället arbetar Rob med företag som Verizon, Macy's, Reed Elsevier och British Airways.

**Aktieinnehav i Ayima: 156 774 optioner.**

## Nicky Appelgarth, Managing Director



Nicky har mer än 18 års erfarenhet inom digital marknadsföring. Hon har levererat industriledande resultat och arbetat med det allra senaste inom flertalet segment. Nicky har arbetat med British Airways, O2, Vodafone, BT, Aviva, Marks & Spencer, P&O Ferries, The AA, Sky, Virgin Media och Macmillan. Som Managing Director för Ayima har Nicky en unik kompetens vad gäller strategier inom digital marknadsföring.

**Aktieinnehav i Ayima: 94 064 optioner.**

# LEDNING & STYRELSE



## Michelle Dempsey, Finance Director

Michelle Dempsey, född 1977, läste företagsekonomi och marknadsföring innan hon bytte inriktning mot finans genom att, på deltid, läsa ACCA (Association of Chartered Certified Accountants). Michelle har nästan 20 års erfarenhet inom finans i olika branscher bland annat industri, turism och marknadsföring. Michelle har varit Finance Director på Ayima sedan 2014 och arbetar för att säkerställa att ekonomifunktionen på Ayima kan möta de utmaningar, till exempel vid öppning av nya kontor, förvärv eller listning, som kan uppstå i ett bolag under tillväxt.

**Aktieinnehav i Ayima: 24 387 aktieoptioner**



## Björn Mannerqvist, Independent Board Member

Björn Mannerqvist, född 1979, har lång erfarenhet från den digitala marknadsföringsbranschen och sitter i flera styrelser, däribland Spotlightlistade Tourn Int AB och Future Gaming Group, där han tidigare varit VD. Björn är specialist inom digital marknadsföring, sökmotoroptimering och webbanalys. Under mer än elva år har Björn bland annat varit ansvarig för trafikanskaffning från digitala kanaler på världens största affiliatebolag och drivit egna konsultbolag som haft några av Sveriges mest kända varumärken som kunder.

**Aktieinnehav i Ayima: 16 500 B-aktier, genom bolaget Digital Spine AB**



## Mark Segal, Independent Board Member

Mark Segal är styrelseledamot i Ayima sedan januari 2017 och Mark är ej operativ i den vardagliga verksamheten. Mark lämnade bwin.party som finanschef på dess bingoverksamhet efter att varit finanschef i Cashcade tills det förvärvades av PartyGaming Plc i juli 2009. Mark var ansvarig för hela finansavdelningen, inklusive kommersiella förhandlingar, affärsutveckling och operativt stöd i verksamheten och var delaktig i försäljningen till PartyGaming Plc och förvärvet av Independent Technology Ventures i juli 2007. Innan Mark började på Cashcade i maj 2005, tillbringade Mark fem år på revisionsbyrå Martin Greene Ravden, där han kvalificerade sig som auktoriserad revisor 2003. Mark Segal arbetar idag som finanschef på Gaming Realms Plc.

**Aktieinnehav i Ayima: 0 st.**



## Peter O'Neill – Director of Analytics

Peter har arbetat inom digital analytics-branschen sedan 2006, och drivs av att allt för många företag inte maximerar sitt potentiella värde i digitala kanaler. Under 2012 startade Peter MeasureCamp, en konferens som idag håller event över hela världen. Peter grundade även av MeasureBowling och är styrelseordförande för London eMetrics Summit.

**Aktieinnehav i Ayima: 11 800 A-aktier samt 301 441 B-aktier.**



## Michael Feiner, Director of Analytics

Michael har en stor passion för digital analytics, och har mer än 15 års erfarenhet från branschen. Michael grundade AEP Convert år 2007 i syfte att hjälpa att använda data på bästa sätt för att kunna utveckla sina verksamheter. Han har under åren hjälpt flera av de största företagen i Storbritannien genom att tillhandahålla både strategiska och taktiska lösningar.

**Aktieinnehav i Ayima: 15 000 A-aktier samt 390 731 B-aktier.**

## APPENDIX

MSEK	2017A	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	129,6	182,8	218,1	248,1
Övriga rörelseintäkter		0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>129,6</b>	<b>182,8</b>	<b>218,1</b>	<b>248,1</b>
Kostnad sålda varor	-60,8	-85,5	-87,3	-99,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>68,8</b>	<b>97,3</b>	<b>130,9</b>	<b>148,9</b>
Bruttomarginal	53%	53%	60%	60%
Personalkostnader	-59,8	-72,3	-85,4	-89,2
Övriga rörelsekostnader	-24,2	-27,5	-24,0	-27,3
<b>EBITDA</b>	<b>-15,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>21,5</b>	<b>32,4</b>
EBITDA-marginal	-22%	-3%	16%	22%
Av- och nedskrivningar	-2,1	-3,3	-10,4	-10,4
<b>EBIT</b>	<b>-17,3</b>	<b>-5,8</b>	<b>11,9</b>	<b>25,4</b>
EBIT-marginal	-13%	-3%	5%	10%
Finansnetto	-0,2	-2,6	-0,8	-0,8
<b>EBT</b>	<b>-17,5</b>	<b>-8,4</b>	<b>11,1</b>	<b>24,6</b>
Skatt	6,8	2,1	4,7	-3,4
<b>Nettoresultat</b>	<b>-10,7</b>	<b>-6,3</b>	<b>12,4</b>	<b>20,7</b>
Nettomarginal	-8%	-3%	6%	8%

Jämförbara företag	BV, MSEK	P/S	EV/EBIT
Wise Group	384	0,4	9,3
KnowIT	3344	1,1	10,7
HiQ	2753	1,5	13,5
Vitec Software	2848	2,3	23,2
NEPA	386	1,7	-
<b>Snitt</b>	<b>1620</b>	<b>1,4</b>	<b>14,2</b>

## APPENDIX

<i>MSEK</i>	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Steady State
Nettoomsättning	285,3	313,8	335,8	359,3	384,5	396,0	407,9	420,1	432,7	445,7	459,1	466,0
<b>Summa intäkter</b>	<b>285,3</b>	<b>313,8</b>	<b>335,8</b>	<b>359,3</b>	<b>384,5</b>	<b>396,0</b>	<b>407,9</b>	<b>420,1</b>	<b>432,7</b>	<b>445,7</b>	<b>459,1</b>	<b>466,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>28,5</b>	<b>31,4</b>	<b>33,6</b>	<b>35,9</b>	<b>38,4</b>	<b>39,6</b>	<b>40,8</b>	<b>42,0</b>	<b>43,3</b>	<b>44,6</b>	<b>45,9</b>	<b>46,6</b>
<i>EBIT-margin %</i>	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
<b>NOPLAT</b>	<b>24,0</b>	<b>26,4</b>	<b>28,2</b>	<b>30,2</b>	<b>32,3</b>	<b>33,3</b>	<b>34,3</b>	<b>35,3</b>	<b>36,3</b>	<b>37,4</b>	<b>38,6</b>	<b>39,1</b>
D&A	4,0	4,1	4,0	3,6	3,8	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,6
CAPEX	6,0	6,9	7,7	3,6	3,8	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,6
Net Working Capital	5,7	6,3	4,0	4,3	4,6	5,9	6,1	6,3	6,5	6,7	6,9	6,9
Change in Working Capital	0,7	0,6	-2,2	0,3	0,3	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Free Cash Flow</b>	<b>21,2</b>	<b>23,0</b>	<b>26,8</b>	<b>29,9</b>	<b>32,0</b>	<b>31,9</b>	<b>34,1</b>	<b>35,1</b>	<b>36,2</b>	<b>37,2</b>	<b>38,4</b>	<b>38,9</b>
<i>FCF-margin %</i>	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
<b>Present Value of Free Cash Flow</b>	<b>11,7</b>	<b>10,9</b>	<b>11,0</b>	<b>10,6</b>	<b>9,8</b>	<b>8,4</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>

Present Value Of Free Cash Flow	Present Value	As a % of Total
2019E-2020E	17 002 988	12%
2020E-2025E	53 979 794	39%
2026E-2031E	39 288 039	28%
Terminal Value	28 984 199	21%
<b>Enterprise Value</b>	<b>139 255 020</b>	<b>100%</b>

Risk-free rate	2,9%
Market risk Premium	6,4%
Beta	1,15
Size Premium	5,7%
<b>Cost Of Equity</b>	<b>16,0 %</b>

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Ayima AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)