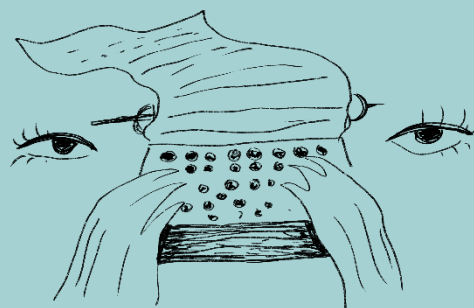


SolidX

Rapportkommentar Q2 2022/23



Konsultbolaget SolidX redovisade ökad omsättning och rörelseresultat i det andra kvartalet. Kvartalet i siffror:

- Nettoomsättningen uppgick till 25,4 MSEK (10,8)
- Rörelseresultatet uppgick till 3,3 MSEK (0,1)
- Rörelsemarginalen uppgick till 13,0 % (1,0)
- VPA uppgick till 0,085 SEK (0,001)
- Soliditeten uppgick till 33,0 % (34,0)
- Likvida medel vid utgången av kvartalet uppgick till 4,7 MSEK (1,2)

SolidX rapporterade ett starkt andra kvartal för räkenskapsåret 2022/23, trots att perioden delvis präglades av semestertider. En hög andel nya debiterande konsulter medförde att både omsättning och EBIT överträffade våra förväntningar, vilket indikerar att efterfrågan på bolagets tjänster fortsatt är hög. Marknadens efterfrågan samt bolagets fokus på att bibehålla rekryteringstakten stärker vår tro om tillväxtpotentialen framåt. Vidare förväntar vi oss att belägningsgraden per konsult kommer öka kommande två kvartal när bolaget nu går in i en säsongsmässigt starkare period. Vi ser att bolaget närmar sig våra prognoser och att aktien handlas attraktivt baserat på våra framtida estimat.

Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	SOLIDX
VD	Filip Alexanderson
Aktiekurs	5,24 SEK
Antal aktier	31 000 000
Börsvärde	162,4 MSEK
Enterprise Value	165,2 MSEK
Insiderägande	84,2 %



Analytiker

Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

Twitter: @silwerskold

SOLIDX

Key Insights



Snöbollseffekt

För att fortsätta växa som konsultfirma är det kritiskt att rekrytera. SolidX anställer mellan två till tolv konsulter i månaden sedan ett till två år tillbaka. Utöver detta har bolaget även en ambition att genomföra förvärv. Vår bedömning är att rekryteringstakten har goda möjligheter att fortsätta.



Hög beläggning

Anställning sker endast när uppdrag finns att tillgå och konsultens beläggningsgrad initialt kan uppgå till 100 procent. SolidX finansiella utvecklingen de senaste åren tyder på att beläggningsgraden på varje konsult varit hög. Trots en vikande konjunktur ser vi flera faktorer som talar för fortsatt hög beläggningsgrad.



Värdering

Bolaget värderas till 25x EV/EBIT rullande tolv. Lyfter vi blicken framåt sjunker värderingen snabbt med nuvarande rekryteringstakt. I vårt huvudscenario handlas bolaget till 9,4x EV/EBIT 2023/2024E, vilket vi anser är för billigt.

"Vår expansion börjar ta fart och vi ser förväntansfullt på framtiden och att fortsätta förse marknaden med konsulter och växa vidare som bolag".

- VD Filip Alexanderson

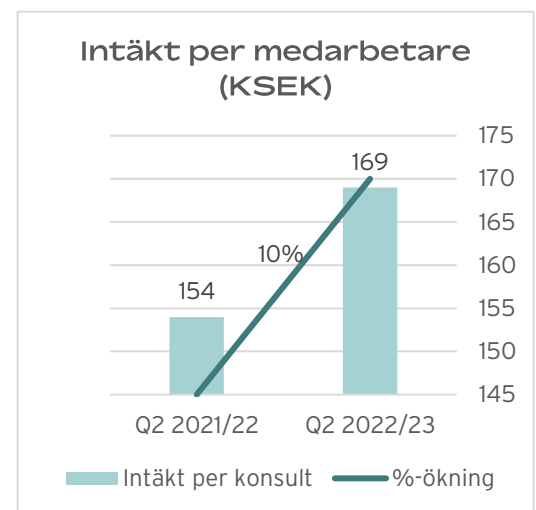
Investeringscase

- Ett av börsen mest snabbväxande konsultbolag
- Kombinerar hög rekryteringstakt av kompetens med låg personalomsättning
- Stark lönsamhetstrend trots hög rekryteringstakt
- Efterfrågan på IT-tjänster är hög
- Goda möjligheter att expandera till nya affärsområden och länder
- Kan överraska marknaden med förvärv
- Bevisat att bolaget är mindre konjunkturkänsligt än övriga konsultbolag
- Insiderägandet uppgår till hela 84,2 %

Hög tillväxt och lönsamhet

SolidX ökade nettoomsättningen med 135 procent och EBIT med 4 484 procent i kvartalet, trots att perioden delvis präglades av semestertider. Ökningarna var främst ett resultat av en hög andel nya debiterande konsulter jämfört med samma kvartal föregående år. Antalet medarbetare vid utgången av kvartalet uppgick till cirka 150 (70), vilket var en ökning med 114 procent under samma period. Den höga rekryteringstakten och kundavtalen som ingåtts på senare tid indikerar för oss att efterfrågan på bolagets tjänster fortsatt är hög, trots att konjunkturen i Sverige har försämrats ytterligare på kort tid. Vår uppfattning är att SolidX kundbas av större företag och myndigheter medför en hög stabilitet även i sämre tider. Vidare uppger bolaget dessutom att efterfrågan på deras tjänster snarare har ökat till följd av den försämrade konjunkturen, eftersom företag i viss utsträckning ersatt personal med konsulter från SolidX.

Det som också bidrog till omsättningsökningen var att intäkten per medarbetare ökade med närmare 10 procent. Enligt bolaget är detta en effekt av att prishöjningar genomförts mot kund, vilket vi ser som ett styrkebesked. Framöver förväntar vi oss att ytterligare prishöjningar kommer ske och att beläggningsgraden per konsult kommer öka kommande två kvartal när bolaget nu går in i en säsongsmässigt starkare period, vilket kommer förbättra lönsamheten per konsult. Detta bör rimligtvis även få effekt på rörelsemarginalen för helåret. En nyckelfråga för rörelsemarginalen är dock i vilken utsträckning prishöjningarna och den högre beläggningen kan kompensera för de initiala kostnaderna som rekryteringarna medför samt kommande lönehöjningar som medarbetare erhåller via bonusprogram. Personalkostnaderna per medarbetare ökade bland annat med 24 procent jämfört med samma kvartal föregående år.



Den främsta värdedrivaren för bolaget framgent anser vi är en fortsatt hög omsättningstillväxt där en viktig faktor blir att bibehålla den höga rekryteringstakten. Vi ser därför särskilt positivt på den geografiska expansionen som nyligen skett. SolidX tecknade bland annat avtal med Optimera i Norge och med Alfa Laval i Danmark under kvartalet. Med anledning av att upphandlingsprocesserna i regel är kortare i Norge och Danmark jämfört med i Sverige så förväntar vi oss att nya avtal kommer tecknas i hög omfattning framöver.

SolidX Care

Även det nystartade dotterbolaget SolidX Care har fått en positiv start på sin etablering i Norden. Sedan bolaget registrerades den 17 oktober 2022 har fyra konsulter kontrakterats och ett ramavtal tecknats i Danmark och ett i Sverige. Samtliga konsulter har påbörjat sina anställningar och avtalen sträcker sig initialt över sex månader med option på förlängningar. Efter periodens utgång tecknades ytterligare ett ramavtal med Region Själland i Danmark, vilket öppnar upp för att rekrytera fler konsulter framåt. Mängden ramavtal på kort tid för ett så pass litet bolag tycker vi indikerar att möjligheterna för SolidX Care är stora inom detta område. Utmaningarna framöver blir att knyta sig an kompetenta konsulter samt bygga sig ett namn i branschen.

Värdering

Antal aktier	31 000 000
Aktiekurs	5,24 SEK
Börsvärde	162,4 MSEK
Nettokassa/Nettoskuld	2,8 MSEK
Enterprise value	165,2 MSEK

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	88,2 MSEK	P/S	2
EBIT	6,5 MSEK	EV/EBIT	25
Vinst per aktie	0,155 SEK	P/E	34

SolidX värderas till EV/S 2x och 25x EV/EBIT rullande tolv månader, vilket är högre än sina branschkollegor. Vi tycker att en premie är rättfärdigad med tanke på att bolaget befinner sig i en expansiv fas med hög organisk tillväxt. Vidare bedömer vi att konjunkturkänsligheten är lägre än övriga konsultbolag. Utöver detta äger SolidX 85 % av fastighetsbolaget Sekel AB, som äger och förvaltar tre hyresfastigheter i Umeå till ett bokfört värde om cirka 6 MSEK. Efter att fastigheterna genomgått både renoveringar och hyreshöjningar antar vi att värderingen är konservativ.

Huvudscenario

(MSEK)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E
Nettoomsättning	11,2	32,0	64,0	115,2	172,8
% y-o-y	n/a	185,7%	100,0%	80,0%	50%
EV/S	14,8	5,2	2,6	1,4	1,0
Rörelsekostnader	9,9	27,4	57,6	105,2	155,3
% y-o-y	n/a	176,8%	110,2%	82,6%	47,6%
EBIT	1,3	4,6	6,4	10,0	17,5
EBIT-marginal	11,6%	14,4%	10,0%	8,7%	10,1%
% y-o-y	n/a	253,8%	39,1%	56,3%	75,0%
EV/EBIT	127,1	35,9	25,8	16,5	9,4

Vår bedömning är att framtidsutsikterna ser mycket goda ut och att SolidX har stora möjligheter att fortsätta kombinera hög omsättningstillväxt med en god rörelsemarginal. Vi antar att omsättningstillväxten kommer vara fortsatt hög innevarande räkenskapsår för att sedan plana ut något främst till följd av tuffare jämförelsetal och en lägre rekryteringstakt procentuellt. Den lägre procentuella rekryteringstakten får i sin tur en positiv påverkan på rörelsemarginalen som expanderar. Notera att förvärv inte är inkluderade i våra estimat.

Värdering				
	Multipl	EBIT 2023/24E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2023/24E	15	17,5	262,5	8,47
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>15</i>	<i>12,3</i>	<i>183,8</i>	<i>5,93</i>

Nedan följer vår potentiella avkastning för 2023/24E om SolidX utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

Potentiell avkastning						
Huvudscenario				Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2023/24E	1,62	61,6%	37,7%	1,13	13,1%	8,6%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade EBIT för 2023/24E, där utfallet redovisas vid olika angivna EBIT-multiplar.

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2023/24E				Säkerhetsmarginal (30%)		
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
13	227,5	7,3	40,1%	159,3	5,1	-2,0%
14	245,0	7,9	50,8%	171,5	5,5	5,6%
15	262,5	8,5	61,6%	183,8	5,9	13,1%
16	280,0	9,0	72,4%	196,0	6,3	20,7%
17	297,5	9,6	83,1%	208,3	6,7	28,2%
18	315,0	10,2	93,9%	220,5	7,1	35,7%

Optimistiskt scenario

(MSEK)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E
Nettoomsättning	11,2	32,0	64,0	128,0	243,2
% y-o-y	n/a	185,7%	100,0%	100,0%	90,0%
<i>EV/S</i>	<i>14,8</i>	<i>5,2</i>	<i>2,6</i>	<i>1,3</i>	<i>0,7</i>
Rörelsekostnader	9,9	27,4	57,6	116,0	214,0
% y-o-y	n/a	176,8%	110,2%	101,4%	85,6%
EBIT	1,3	4,6	6,4	12,0	29,2
<i>EBIT-marginal</i>	<i>11,6%</i>	<i>14,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,4%</i>	<i>12,0%</i>
% y-o-y	n/a	253,8%	39,1%	87,5%	143,0%
<i>EV/EBIT</i>	<i>127,1</i>	<i>35,9</i>	<i>25,8</i>	<i>13,8</i>	<i>5,7</i>

I vårt optimistiska scenario antar vi att den organiska rekryteringstakten fortlöper samtidigt som bolaget adderar förvärv. Vi antar att bolaget når sitt omsättningsmål för 2023/2024E och mer därtill. Rörelsemarginalen expanderar snabbare till följd av lägre initialkostnader för varje ny rekrytering, en lyckad expansion till Norge och Danmark samt god pricing power.

	Värdering			
	Multipl	EBIT 2023/24E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2023/24E	20	29,2	583,2	18,81
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>20</i>	<i>20,4</i>	<i>408,2</i>	<i>13,17</i>

Nedan följer vår potentiella avkastning för 2023/24E om SolidX utvecklas likt våra estimat i det optimistiska scenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

	Potentiell avkastning					
	Optimistiskt scenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2024E	3,59	259,0%	134,5%	2,51	151,3%	84,85%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade EBIT för 2023/24E, där utfallet redovisas vid olika angivna EBIT-multiplar.

Känslighetsanalys						
Optimistiskt scenario 2023/24E				Säkerhetsmarginal (30%)		
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
18	524,9	16,9	223,1%	367,4	11,9	126,2%
19	554,0	17,9	241,1%	387,8	12,5	138,8%
20	583,2	18,8	259,0%	408,2	13,2	151,3%
21	612,4	19,8	277,0%	428,7	13,8	163,9%
22	641,5	20,7	294,9%	449,1	14,5	176,4%
23	670,7	21,6	312,9%	469,5	15,1	189,0%

Pessimistiskt scenario

(MSEK)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E
Nettoomsättning	11,2	32,0	64,0	105,0	131,3
% y-o-y	n/a	185,7%	100,0%	64,1%	25,0%
<i>EV/S</i>	<i>14,8</i>	<i>5,2</i>	<i>2,6</i>	<i>1,6</i>	<i>1,3</i>
Rörelsekostnader	9,9	27,4	57,6	96,6	122,1
% y-o-y	n/a	176,8%	110,2%	67,7%	26,4%
EBIT	1,3	4,6	6,4	8,4	9,2
<i>EBIT-marginal</i>	<i>11,6%</i>	<i>14,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,0%</i>
% y-o-y	n/a	253,8%	39,1%	31,3%	9,4%
<i>EV/EBIT</i>	<i>127,1</i>	<i>35,9</i>	<i>25,8</i>	<i>19,7</i>	<i>18,0</i>

I vårt pessimistiska scenario antar vi att konjunkturkänsligheten är högre än vad vi befarade, vilket leder till en lägre rekryteringstakt och beläggning per konsult. Vidare får bolaget inget fotfäste i det nya affärsområdet eller marknader. Sammantaget leder detta till att omsättningstillväxten planar ut och rörelsemarginalen försämras.

Värdering				
	Multipl	EBIT 2023/24E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2023/24E	12	9,2	110,28	3,56
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>12</i>	<i>6,433</i>	<i>77,196</i>	<i>2,49</i>

Nedan följer vår potentiella avkastning för 2023/24E om SolidX utvecklas likt våra estimat i det pessimistiska scenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

Potentiell avkastning						
Pessimistiskt scenario				Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2024E	0,68	-32,1%	-22,76%	0,48	-52,5%	-39,10%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade EBIT för 2023/24E, där utfallet redovisas vid olika angivna EBIT-multiplar.

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2026E				Säkerhetsmarginal (30%)		
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10	91,9	3,0	-43,4%	64,3	2,1	-60,4%
11	101,1	3,3	-37,8%	70,8	2,3	-56,4%
12	110,3	3,6	-32,1%	77,2	2,5	-52,5%
13	119,5	3,9	-26,5%	83,6	2,7	-48,5%
14	128,7	4,2	-20,8%	90,1	2,9	-44,6%
15	137,9	4,4	-15,1%	96,5	3,1	-40,6%

Främsta risker

- Konjunkturen i Sverige blir sämre
- Beläggningsgraden per konsult minskar
- Nya affärsområdet misslyckas
- Overheadkostnaderna ökar
- Beroende av få nyckelpersoner
- Illikvid aktie

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning. Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippat med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen för ej handla värdepapper i kundbolag under de två arbetsdagar som följer efter publicerad analys. Analytikern Pontus Fredriksson äger inga aktier i det analyserade bolaget.