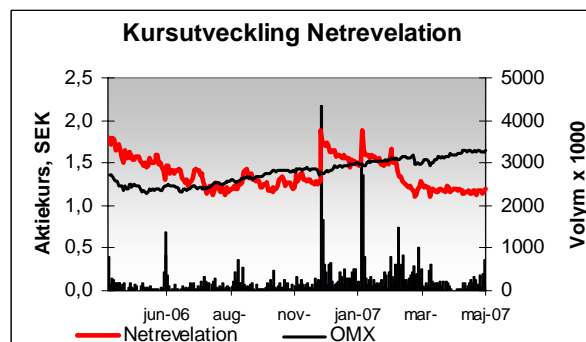


**Bolagsanalys**
**Netrevelation (Netr.ST)**
**Tillväxten tar fart**

- Netrevelations rapport för det första kvartalet var bra. Tillväxten tar fart ordentligt och resultatet förbättras enligt plan. Netrevelation börjar nu nå kritisk massa.
- Tillväxten på 22 procent i kvartalet kom enbart från befintliga kunder. Under kommande kvartal rullas avtalet med AstraZeneca och FMLOG ut och vi kan anta att tillväxten ökar ytterligare.
- Vi gör endast marginella justeringar i prognoserna för innevarande år och inga förändringar i våra långsiktiga antaganden. Vi tycker fortfarande att aktien är värd cirka 1,50 kronor med nuvarande antaganden.

Lista: First North  
 Börsvärde: 177 MSEK  
 Bransch: Resor / Transport  
 VD: Anders Holst  
 Styrelseordf: Roland Bengtsson


**Redeye Rating**
**Bolaget**

Historik	● ● ● ● ●
Management	● ● ● ● ●
Marknad	● ● ● ● ●
Positionering	● ● ● ● ●
Lönsamhetspotential	● ● ● ● ●

**Aktien / Finans**

Finansiell situation	● ● ● ● ●
Fundamental värderingspotential	● ● ● ● ●
Relativ värderingspotential	● ● ● ● ●
Aktieägarvänlighet	● ● ● ● ●

**Nyckeltal**

	2004	2005	2006	2007e	2008e
Omsättning, MSEK	79,6	86,1	95,8	130,2	170,0
Tillväxt	-10%	8%	11%	36%	31%
EBIT	-8,8	-6,5	-6,6	0,7	7,4
Res. F. Skatt	-10,3	-7,7	-7,5	0,1	7,9
Nettoresultat	-10,3	-7,7	-7,5	0,1	5,7
Nettomarginal	-13,0%	-8,9%	-7,8%	0,1%	3,3%
EPS	-0,09	-0,07	-0,05	0,00	0,04
P/E	neg	neg	neg	>99	31,2
EV/EBITDA	neg	2349,1	706,0	64,3	14,8
P/S	1,7	1,6	1,8	1,4	1,0
EV/S	1,8	1,7	1,8	1,3	1,0

**Fakta**

Aktiekurs, SEK	1,21
Antal aktier m	146
Börsvärde, MSEK	177
Nettoskuld	-4,8
Free float %	83

Analytiker:  
 Magnus Dägel  
 magnus.dagel@redeye.se  
 Tel: 08-545 01 343

\* **Disclaimer** Analysgaranti är ett analyskoncept som är framtaget av Redeye AB. Tjänsten genomförs på uppdrag av, och mot en ersättning från, det aktuella bolaget som belyses i analysen. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är ej beroende av innehållet i analysen. Analysgarantin ger en oberoende bedömning av bolaget och dess förutsättningar. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen. Texten får inte kopieras för annat än personlig användning.

---

## Definitioner Bolaget

**Historik** Speglar bolagets historiska utveckling vad gäller tillväxt, lönsamhetsutveckling, nyemissionshistorik samt förmågan att hävda sig bättre än konkurrenterna på marknaden.

**Företagsledning** En bedömning av bolagsledningens kompetens, track-record och förmågan att driva bolaget mot goda resultat i framtiden

**Marknad** En bedömning av tillväxt- och lönsamhetspotentialen på den aktuella marknaden/marknadssegmentet. Dessutom analyseras faktorer som påverkar marknaden såsom hot utifrån och tänkbara strukturförändringar.

**Positionering** Avser bolagets position på den aktuella marknaden mätt i marknadsandelar och konkurrenssituationen. Avgörande är faktorer som bolagets konkurrenskraft och varumärke. Eventuella partnerskap och utlandsetableringar kan också stärka bolagets positionering.

**Lönsamhetspotential** Med stöd från övriga kategorier avseende bolagets verksamhet görs en bedömning av bolagets framtida lönsamhetstillväxt och en uppskattning av bolagets långsiktiga marginaler.

**Disclaimer** Redeye AB är ett analys- och rådgivningsföretag. Analysgaranti och Uppdragsanalys är analyskoncept som är framtagna av Redeye AB. Tjänsterna genomförs på uppdrag av, och mot en ersättning från, det aktuella bolaget som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband en nyemission eller en notering. Läsaren av denna rapport bör anta att Redeye kan ha erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i denna rapport. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är ej beroende av innehållet i analysen. Analysen ger en oberoende bedömning av bolaget och dess förutsättningar. 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. Texten får inte kopieras för annat än personlig användning.

---

## Definitioner Aktien / Finans

**Finansiell situation** En sammanvägning av bolagets finansiella status med avseende på skuldsättning, egna kapitalet, kassa, beroendet av enskilda kunder/kundkategorier samt ägarnas finansiella styrka.

**Fundamental värderingspotential** Bolagets potential utvärderas via olika fundamentala nyckeltal samt genom kassaflödesvärdering av bolagets rörelse. I den fundamentala värderingen ingår även att värdera möjligheterna för aktien vid förändringar i avkastningskravet eller aktiens enskilda risknivå. Hög rating innebär låg fundamental värdering.

**Relativ värderingspotential** Bolagets nyckeltal jämförs med liknande bolag i Sverige och internationellt. Ingen vikt läggs vid nyckeltalens fundamentala nivå. I den relativa värderingen ingår att värdera möjligheten för att aktiens skall värderas enligt de utvalda jämförelseobjekten. Hög rating innebär låg relativ värdering.

**Aktieägarvänlighet** Aktien utvärderas kring parametrarna aktieutdelning, aktielikviditet, bolagets informationsgivning samt analysbevakning. I bedömningen ingår även aktieägarstrukturen och ägarnas finansiella ställning.

## Uppdatering Q1 – tillväxten tar fart

---

Netrevelations rapport för det första kvartalet var överlag bra tycker vi. Tillväxten tar fart, resultatet förbättras och pipeline är fortsatt stark.

*Tillväxten på 22 procent var riktigt bra*

Försäljningen på 30 miljoner kronor i kvartalet motsvarar en tillväxt på 22 procent och är den högsta tillväxttakt som bolaget har presterat på senare tid. Under fjolåret uppgick tillväxten till exempel till 11 procent. Positivt är att den goda tillväxten i kvartalet endast verkar ha drivits av befintliga kunder och inte nya som ligger i en infasningsprocess.

Den starka tillväxten på befintliga kunder drivs i huvudsak av tre faktorer; 1) Den viktigaste faktorn är den mycket starka konjunkturen som drivit på affärsresandet kraftigt. Det är tydligt att det accelererat ytterligare i Q1. 2) Bolaget har gjort vissa förbättringar i systemen så att det blivit lättare att använda vilket uppenbarligen drivit mer trafik. 3) Resebyråer har i ökad utsträckning börjat använda sig av systemet vilket påverkat positivt. Resebyråer är en mycket viktig och kraftfull kanal. Rätt utnyttjad och implementerad genererar kanalen merförsäljning utan speciellt mycket extrajobb för bolaget vilket ger en god hävstång.

*Vi tror att Netrevelation nu börjar nå kritisk massa*

Vi tror att ytterligare en anledning att tillväxten nu tar fart är att bolaget börjar nå kritisk massa. Uppmärksamheten runt FMLOG-avtalet runt årsskiftet har satt bolaget på kartan för många vilket troligen gynnar inköpen och intäkterna bedömer vi.

Bruttomarginalen var oförändrad på 17,0 procent jämfört med Q1 ifjol och sjönk något från 17,5 procent i fjärde kvartalet 2006. Möjligen hade vi önskat att bruttomarginalen skulle vara något högre med tanke på försäljningsökningen. I kvartalet tyngdes bruttomarginalen av att en stor del av försäljningen gick i bolagets äldre system företagstaxi där bruttomarginalen är lägre. Det kommer troligtvis förbättras framöver när Försvarsmakten fasas in i det nyare systemet Netsys i samband med FMLOG-avtalet får effekt.

*Det finns skalfördelar i rörelsen*

Trots att bruttomarginalen var oförändrad förbättrades rörelseresultatet från -1,4 i Q1 ifjol till -0,4 miljoner kronor i detta kvartal vilket tyder på att det finns goda skalfördelar i rörelsen. Vi bör dock komma ihåg att Netrevelation aktiverade utvecklingskostnader på 1,4 miljoner kronor (0,3) i kvartalet för systemimplementering vid AstraZeneca samt Jernhusen. Skulle dessa istället ha tagits via resultatet hade det försämrats med 1,4 miljoner kronor. Nu kommer dessa istället att skrivas av under en tidsperiod på fem år.

**Kommande kvartal – bra pipeline och högre tillväxt att vänta**  
Tillväxten var bra i kvartalet men det är rimligt att anta att den blir ännu högre framöver. Både avtalet med AstraZeneca (som implementerats under Q1) och FMLOG-avtalet börjar bägge generera intäkter under Q2 för att

sedan öka successivt. FMLOG-avtalet kommer att ta tid att rulla ut och vi står fast vid totala intäkter på cirka 7 miljoner kronor för helåret 2007. Tonvikten av dessa väntas erhållas under andra halvåret.

**Redeyes uppskattning av intäkter från FMLOG-avtal**

ÅR	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Mkr	0	15	35	65	100	120	140	160	160	160

Källa: Redeye Research

*Då Netrevelation går från en utvecklingsfas till kommersialiseringsfas känns det naturligt ny VD*

**Ny VD – ny fas**

I samband med rapporten blev det klart att den arbetande styrelseledamoten Anders Holst tar över som VD i Netrevelation efter grundaren Roger Blomquist. Vi ser det som naturligt då bolaget nu går från en utvecklings- till försäljningsfas. Anders Holst har lång erfarenhet av reseindustrin som VD för bl.a. Fritidsresor och Ticket Travel. Roger Blomquist fortsätter som teknikansvarig genom VD-skapat i dotterbolaget Netrevelation Technologies.

**Prognosförändringar – scenariot kvarstår**

Vi har gjort marginella förändringar i prognoserna efter rapporten. Med tanke på 1) tillväxten för befintliga kunder 2) FMLOG- och AstraZeneca avtalet börjar rullas ut under andra kvartalet 3) god pipeline med nya kunder ligger Netrevelation väl i fas med att nå vår försäljningsprognos på 130 miljoner kronor för helåret.

Prognosförändringar	Ny 2007E	Gammal 2007E
<b>Försäljning</b>	<b>130</b>	<b>130</b>
<i>Tillväxt %</i>	<i>36%</i>	<i>36%</i>
Kostnader sålda varor	-107,3	-108,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>22,7</b>	<b>21,9</b>
<i>Bruttomarginal %</i>	<i>17,5%</i>	<i>16,8%</i>
Rörelsekostnader	-22,0	-22,0
<b>EBIT</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,1</b>
<i>Rörelsemarginal %</i>	<i>0,5%</i>	<i>-0,1%</i>
Finansiella poster	-0,6	0,2
<b>Resultat före skatt</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Skatt	0	0
<i>Varav betald skatt</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Resultat efter betald skatt	0,1	0,1

Källa: Redeye Research

Vi tror dock att det är rimligt att bruttomarginalen ökar något från 17,0 procent i Q1 under resterande kvartal då allt fler kunder förs i den nyare Netsys-plattformen där lönsamheten är bättre. Vi har höjt upp bruttomarginalen från 16,8 till 17,5 procent för helåret. Rörelsekostnaderna

har vi inte ändrat men vi har sänkt finansnettot från 0,2 till -0,6 miljoner kronor vilket framförallt beror på räntekostnader i för bolagets konvertibel. Resultatet före (och efter) skatt är alltså oförändrat på 0,1 miljoner kronor.

*Bra hävstång nästa år då försäljningen väntas öka och rörelsekostnaderna väntas vara relativt konstanta*

För 2008 ser vi ingen anledning att ändra vår prognos i dagsläget. Vi räknar fortfarande med en tillväxt på 31 procent och ett rörelseresultat på 7 miljoner kronor. Hävstången är god då vi inte ser något större behov av att öka rörelsekostnaderna nästa år. De större investeringarna är tagna och implementeringskostnader för nya kunder aktiveras i balansräkningen i stor utsträckning. I tabellen nedan kan vi se vårt huvudscenario för bolaget under de kommande tre åren.

Huvudscenario	2006	2007E	2008E	2009E
<b>Försäljning</b>	<b>96</b>	<b>130</b>	<b>170</b>	<b>221</b>
<i>Tillväxt</i>	<i>11%</i>	<i>36%</i>	<i>31%</i>	<i>30%</i>
Kostnader sålda varor	-80	-107	-140	-181
<b>Bruttoresultat</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>40</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>
Rörelsekostnader	-23	-22	-23	-24
<b>EBIT</b>	<b>-7</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>16</b>
<i>Rörelsemarginal</i>	<i>-7%</i>	<i>1%</i>	<i>4%</i>	<i>7%</i>
Finansiella poster	-1	-0,6	1	0
Skatt	0	0	-2	-5
<i>Varav betald skatt</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-8</b>	<b>0,1</b>	<b>6</b>	<b>12</b>
Resultat efter betald skatt	-8	0	8	16

*Källa: Redeye Research*

*Vi tycker fortfarande att aktien är värd cirka 1,50 kronor med nuvarande antaganden*

### Värdering

Då vi inte gjort några materiella förändringar i prognoserna eller avkastningskrav gör vi inga förändringar i vårt motiverade värde heller. Med det tillväxt- och marginalscenario som vi målar upp tycker vi att aktien fortfarande är värd cirka 1,50 kronor. Rapporten för första kvartalet tycker vi ökar sannolikheten för att prognoserna skall nås.

### Ratingförändringar

Redeye har inte gjort några förändringar i ratingen efter rapporten.

Resultaträkning, MSEK	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Omsättning	86	96	130	170	221
Summa rörelsekostnader	-86	-96	-128	-159	-202
<b>EBITDA</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>20</b>
Avskrivningar Ex GW	-4	-4	-2	-4	-4
Goodwillavskr	-3	-3	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>16</b>
Resultatandelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella Intäkter	0	-1	-1	1	1
Finansiella kostnader	-1	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>16</b>

Skatt	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Skatt	0	0	0	-2	-5
<b>Nettoreultat</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>12</b>

Resultaträkning just, MSEK	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Jämförelsestörande poster	0	-1	0	0	0
EBITDA just	0	1	3	11	20
EBIT just	-7	-6	1	7	16
PTP just	-8	-7	0	8	16
Nettoreultat just	-8	-7	0	6	12
Goodwillavskr	-3	-3	0	0	0

Balansräkning, MSEK	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	1	15	15	19	19
Kundfordringar	8	21	25	25	29
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	11	0	0	0	0
<b>Summa omsättningstillg.</b>	<b>19</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	<b>48</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Inventarier	1	1	2	2	2
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	17	14	14	14	14
Balans. Utv. Kostn.	4	5	4	1	-2
Ovr. imateriella tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillg.</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>14</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>41</b>	<b>56</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>62</b>

Skulder	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	13	20	23	24	25
Ovriga icke ränteb. skulder	10	0	0	0	0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>25</b>
Långa icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Räntebärande skulder	10	7	5	4	4
<b>Summa skulder</b>	<b>32</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>29</b>
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	9	29	32	33	33
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; Eget Kapital</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>33</b>
Summa skulder och eget kapital	41	56	60	61	62

Fritt Kassaflöde, MSEK	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Omsättning	86	96	130	170	221
Summa rörelsekostnader	-86	-96	-128	-159	-202
Avskrivningar Ex GW	-4	-4	-2	-4	-4
Goodwillavskr	-3	-3	0	0	0
EBIT	-7	-7	1	7	16
Skatt på EBIT (Justerad Skatt)	0	0	0	0	0
<b>NOPLAT</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>16</b>
Avskrivningar Ex Gw	4	4	2	4	4
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>20</b>
Forändring i rörelsekapital	0	-4	-2	1	-3
Investeringar	-1	-5	-1	-1	-1
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>16</b>

Kapitalstruktur	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Soliditet	22%	52%	53%	54%	53%
Skuldsättningsgrad	109%	25%	16%	0%	0%
Nettoskuld	9	-8	-10	-19	-19
Sysselsatt Kapital	19	36	37	37	37
Kapitalets Oms.hastighet	3,9	3,5	3,6	4,6	6,0

Tillväxt (%)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Försäljningstillväxt	8,2	11,3	35,9	30,6	30,0
VPA-tillväxt (just)	n.m.	n.m.	n.m.	5 588,0	107,6

DCF värdering	Kassaflöden
Riskpremie	5,0
Betavärde	1,5
Riskfri ränta	5,0
Räntepremie	1,0
WACC	13,0
NV FCF prognosperiod	9
NV FCF, fas 2	118
NV FCF, fas 3	67
Rörelsefrämjade tillg.	26
Räntebärande skulder	-7,3
Motiverat värde, MSEK	227

<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>1,54</b>
Börskurs, SEK	1,21
<b>Motiverat värde/Börskurs</b>	<b>27%</b>

Lönsamhet	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Avk. på eget kapital (ROE, %)	-69,5	-36,8	0,3	17,5	35,8
ROCE (%)	-29,3	-22,0	1,9	21,1	48,2
ROIC (%)	-16,0	-12,2	1,9	20,0	43,0
EBITDA-marginal (just, %)	0,1	0,8	2,0	6,5	8,8
EBIT just-marginal	-7,6	-6,3	0,5	4,4	7,2
Netto just-marginal	-8,9	-7,3	0,1	3,3	5,3

Data per aktie, SEK	2005	2006	2007e	2008e	2009e
VPA	-0,07	-0,05	0,00	0,04	0,08
VPA just	-0,07	-0,05	0,00	0,04	0,08
VPA just ex gw	-0,04	-0,03	0,00	0,04	0,08
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Antal aktier	112,7	146,4	146,5	146,5	146,5

Värdering	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Enterprise value	187	170	172	172	172
P/E	-17,7	-23,6	1 772,6	31,2	15,0
P/E just	-17,7	-25,3	1 772,6	31,2	15,0
P/E just ex gw	-28,8	-46,7	1 772,6	31,2	15,0
P/S	2,1	1,8	1,4	1,0	0,8
EV/S	2,2	1,8	1,3	1,0	0,8
EV/EBITDA just	3 008,7	229,1	66,3	15,7	8,8
EV/EBIT just	-28,7	-28,0	246,4	23,3	10,8
P/BV	19,6	6,1	5,5	5,4	5,4

Aktiens Utveckling	Tillväxt/År, %	05/07P
1 mån	20,0%	Omsättning 23,0%
3 mån	-40,0%	Rörelseresultat, just n.m.%
12 mån	-40,0%	V/A, just n.m.%
Årets Början	-21,1%	EK 88,3%

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Roger Blomquist	16,7	16,7
Bylin med familj	7,2	7,2
Nilawan Lakom	6,2	6,2
Nordnet Pensionsförsäkring AB	4,5	4,5
Björn Sparre	3,0	3,0
Kvibergs Marknads AB	2,8	2,8
Mats Höglund	1,5	1,5
Semelin Kapitalförvaltning AB	1,2	1,2
Sintorn Jarl	1,0	1,0
Royal Skandia Life	1,0	1,0

Aktien	NETR.ST
Reuterskod	NETR.ST
Lista	First North
Kurs,SEK	1,2
Antal aktier, milj	146,5
Börsvärde, MSEK	177
Börspost	2 000

Bolagsledning & styrelse	
VD	Anders Holst
CFO	Nedim Cahajic
Ordf	Roland Bengtsson

Nästkommande rapportdatum	
Q2 07	2007-08-06
Q3 07	2007-11-12
Q4 07	2008-02-11

Analytiker	Redeye AB
Magnus Dägel	Styckjunkarg 1
magnus.dagel@redeye.se	114 35 Stockholm