

RTX A/S

Kursmål: 190 DKK

Aktiekurs: 97 DKK

Upside: 96 %

RTX A/S tidligere kendt som RTX Telecom (fremover RTX) er et spændende dansk selskab fra Nørresundby i Nordjylland, noteret på fondsbørsen i København under tickeren RTX

RTX aktiekurs er efter min vurdering ekstremt undervurderet i forhold til de underliggende værdier i selskabet, fremtidsudsigterne for branchen samt de seneste års resultater leveret fra selskabet.

Selskabet vil genere høje cash flows og have rum til at lave stigende udbytter og aktietilbagekøb de kommende år.

RTX har de seneste år været under en større turn around proces. Fra at være et selskab der udviklede spændende produkter efter behov med lav kundetilpasning og lave marginer har selskabet de seneste år tilpasset omkostninger og produkterne virkeligheden og ikke mindst tilpasset dem kundernes behov. Det har ført til stigende omsætning og marginudvikling.

Det er dog min holdning at denne rejse først lige er begyndt og markedet stadig ikke tilnærmelsesvis har indregnet de muligheder der er i RTX aktien.

Dette skyldes i min optik at RTX aktiekurs lå mellem 10-20 DKK pr. aktie i en meget lang periode men efterfølgende er steget til 70-80 DKK. Mange investorer er bange for at købe aktier der er steget meget, fordi de tror de er kommet for sent til festen.

Jeg tænker helt anderledes. Jeg er naturligt klar over at jeg aldrig vil ramme bunden i en selskabs aktiekurs. Dette skyldes at jeg investerer i firmaer som har bevist deres evner over en længere periode til at levere gode positive resultater, men hvor markedet stadig ikke har indregnet de positive fremtidsudsigter i aktiekursen. Jeg mener RTX er et klart tilfælde herpå.

Denne analyse baserer sig på RTX som selskab, dets historik, dets fremtidsudsigter, dets ledelse samt øvrige forhold der er relevante for at værdiansætte selskabet. Undersøgerler af kunder, leverandører og produkterne har været en del af analysen herunder kontakt til ledelsen, brancheeksperter og lignende med et indblik i sektoren.

RTX minder efter min mening meget Exiqon som også er steget markant det sidste halve års tid efter jeg "opdagede den". RTX har mange af de samme egenskaber som jeg ekstremt godt kan lide.

- Teknologisk stærke
- Lille dansk niche virksomhed
- Udvikler produkter til stærke vækstområder og markeder
- Har en ledelse med proven track rekord
- Aktionærvenlig bestyrelse og dygtig aktionærbase
- Billig i forhold til intrinsic business value

Disclaimer: Selskaber jeg er direktør for ejer sammenlagt 25.000 aktier i RTX A/S. Vi har ingen planer om at sælge nogen af aktierne indenfor den nærmeste fremtid og ser os som langsigtede ejere af RTX.

Om RTX:

Det første man bør gøre når man finder en interessant investeringscase, før man overhovedet begynder at se en masse på regnskaber, DCF modeller osv. er at sætte sig ind i hvad virksomheden laver, hvad er fremtidsudsigterne for branchen, hvad er den konkurrencemæssige situation, hvad er virksomhedens forretningsmæssige fordele, har virksomheden en stærk "moat" omkring deres forretning.

En akties sande værdi er alle de uendelige cash flow du kan tage ud af en virksomhed tilbagediskonteret til nutidsværdi. Men før man kan danne sig et indblik i, hvilke cash flows virksomheder kan levere, må man bruge en del tid på at kende selskabet for at kunne sætte kvalificerede input i sine modeller.

RTX operer indenfor en del forskellige vækstområder. Kort sagt er de eksperter indenfor trådløs teknologi, herunder især kortdistanceteknologi. Deres produkter anvendes i så forskellige ting som trådløse telefoner, remote-controls til spillekonsoller, styring af atomkraftværker, forskellige healthcareprodukter samt andre områder indenfor industriløsninger.

Udvikling af trådløse produkter som passer ind i hjemmet og giver et samspil på forskellige måder er efter min mening fremtiden. RTX er specialiserede heri og har en stor viden efter lang tids udvikling og research på områderne. Især udviklingen indenfor velfærdsteknologiske løsninger vil være en branche i stærk vækst fremover.

Udover at sælge produkter udfører RTX også forskellige former for services, underleverandørarbejde mv. hvor de laver forskningen direkte for kunderne. Dette modtager de forudbetalinger for og er derfor godt dækket af mod tab og lignende.

Grundstenen for RTX er en stor mængde vidensarbejdere, herunder ingeniører indenfor kortdistanceteknologi. De er tæt på Aalborg universitet der udvikler ingeniører til dette felt og deres medarbejderstab har haft lange ansættelser hos virksomheden og derfor godt branchekendskab.

Deres kundeliste er ligeledes imponerende:

RTX's kundekreds omfatter respekterede globale virksomheder som Microsoft, Sonova, Philips Healthcare, Siemens, Alcatel Lucent, Panasonic, NEC, Dialog Semiconductor, Sennheiser, m.fl.

På den næste side har klippet en side af selskabets årsrapport for 2013/2014 ind der meget godt beskriver branchen, hvad de laver og de muligheder som findes:

RTX blev grundlagt i maj 1993. Siden juni 2000 har selskabets aktier været noteret på Fondsbørsen, NASDAQ OMX Copenhagen A/S. RTX har hovedkontor i Danmark, med afdelinger i Hong Kong og Californien, USA.

RTX's forretningsgrundlag bygger på et stort kendskab og viden omkring design af avancerede trådløse korrækkende radiosystemer og produkter. Denne viden er primært fokuseret omkring løsninger inden for teknologiområderne DECT, Wi-Fi™, CAT-iq™, Bluetooth®, VoIP og proprietære løsninger i 2.4 GHz båndet.

Markedet for forskellige trådløse applikationer er vokset markant de senere år. Væksten forventes at fortsætte gennem større efterspørgsel efter kundetilpassede trådløse løsninger inden for bl.a. velfærdsteknologiske kommunikationssystemer og IP-baseret telefoni.

RTX besidder en unik kombination af viden inden for software og hardware. RTX varetager projekter fra konceptstadium til færdigt produkt, gennem specifikation, design, udvikling, test og verifikation. RTX tilbyder desuden produktion i Asien og Europa af OEM- og ODM produkter. Det omfattende indblik i processen fra specifikation til færdigt produkt giver kunden sikkerhed for, at løsningerne også kan produceres, selvom kunden kun indgår kontrakt for en del af processen.

RTX's stab af højtuddannede ingeniører og eksperter besidder den nødvendige teknologiske og professionelle viden, ligesom RTX råder over de fornødne faciliteter, herunder EMC og akustik laboratorier, til at håndtere udviklingsarbejdet fra idéfase til et produktionsfærdigt design.

Designet udvikles enten på kundens anmodning, og er dermed kundefinansieret, eller som et internt finansieret projekt i RTX, hvor et OEM/ODM produkt eller en softwarepakke efterfølgende videresælges til en række kunder verden over.

RTX's kundekreds omfatter respekterede globale virksomheder som Microsoft, Sonova, Philips Healthcare, Siemens, Alcatel Lucent, Panasonic, NEC, Dialog Semiconductor, Sennheiser, m.fl.

FORRETNINGSENHEDER

Koncernens aktiviteter er organiseret i følgende to forretningsenheder:

- Design Services, R&D design partner inden for trådløse løsninger, leveran-

dør af trådløse moduler med Wi-Fi og DECT radioteknologier, og leverandør af testsystemer.

- Enterprise & VoIP, ODM/OEM leverandør af avancerede IP-telefoni løsninger til erhvervssektoren (i det følgende betegnet "Enterprise") samt små og mellemstore virksomheder (i det følgende betegnet "SME").

Hver forretningsenhed har egne dedikerede afdelinger for udvikling, salg og marketing, og styrer produktions- og logistikfunktion. Produkter og komponenter sources primært fra en række udvalgte partnere og leverandører, med hvilke RTX har et mangeårigt samarbejde.



Ledelsen:

I 2013 overtog Flemming Hynkemejer direktørstolen for RTX. Det har været en stor succeshistorie siden Flemmings ansættelse, hvilket jeg vil give flere eksempler på senere under den finansielle gennemgang.



RTX har oplevet en meget positiv udvikling i forretningen i 2013/14. Fortsat udvikling af kundebasen kombineret med nye produktlanceringer har i regnskabsåret betydet en meget tilfredsstillende udvikling i såvel omsætning som resultat. En stærk og videnstung medarbejderstab kombineret med kundefokus og fortsat høj succesrate på vores produkt- og teknologiudvikling gør, at RTX står stærkere rustet end nogensinde".

Flemming Hynkemejer, Adm. direktør

Efter Flemming Hynkemejer har overtaget RTX er væksten blevet løftet, cash flow forbedret, marginerne forbedret og der er skabt aktionærvenlige tiltag som årlige udbytter og aktietilbagekøb. Alle disse parametre er tiltag jeg forventer mig mere af fremadrettet.

Storaktionærer:

Det er samtidig værd at nævne at en af selskabets største aktionærer er Fundamental Invest Stock Pick som er ledet af kapitalforvalter Michael Voss. FI Stock Pick er flere gange kåret til Morningstar til bedste danske investeringsforening og de seneste års resultater er imponerende. At FI holder fast i deres store næsten 10 % ejerandel af RTX ser jeg som særdeles positivt og som et kvalitetsstempel.

Internet of Things:

En af de ting som er meget oversete af aktionærene og markedet i forhold til RTX er dets placering indenfor det som kaldes "internet of things" og som grundlæggende forventes at revolutionere den måde vores teknologiske apparater fungerer på. Denne del fylder ikke meget af RTX i dag så vidt jeg kan se, men RTX står godt positioneret i forhold til stor vækst her.

Her er hvad RTX selv skriver om dette:

MARKED OG KUNDER

Design Services tilbyder som R&D design partner avancerede trådløse løsninger, herunder standardiserede eller kunde-specifikke trådløse moduler samt test-systemer til store globale virksomheder. Løsningerne tilbydes typisk inden for følgende områder: professionel audio, medicinsk udstyr, sensorløsninger til home automation eller industrielle applikationer, trådløse headset, intercomsystemer, spillekonsoller og machine-to-machine kommunikation (M2M) ofte i kontekst af Internet of Things (IoT).

Wikipedias beskrivelse af IoT er følgende:

"The Internet of Things (IoT, sometimes Internet of Everything) is the network of physical objects or "things" embedded with electronics, software, sensors, and connectivity to enable objects to exchange data with the manufacturer, operator and/or other connected devices based on the infrastructure of International Telecommunication Union's Global Standards Initiative. The Internet of Things allows objects to be sensed and controlled remotely across existing network infrastructure, creating opportunities for more direct integration between the physical world and computer-based systems, and resulting in improved efficiency, accuracy and economic benefit. Each thing is uniquely identifiable through its embedded computing system but is able to interoperate within the existing Internet infrastructure. Experts estimate that the IoT will consist of almost 50 billion objects by 2020. The term "Internet of Things" was coined by British entrepreneur Kevin Ashton in 1999.[9] Typically, IoT is expected to offer advanced connectivity of devices, systems, and services that goes beyond machine-to-machine communications (M2M) and covers a variety of protocols, domains, and applications. The interconnection of these embedded devices (including smart objects), is expected to usher in automation in nearly all fields, while also enabling advanced applications like a Smart Grid and expanding to the areas such as Smart city. Things, in the IoT, can refer to a wide variety of devices such as heart monitoring implants, biochip transponders on farm animals, electric clams in coastal waters, automobiles with built-in sensors, or field operation devices that assist fire-fighters in search and rescue. These devices collect useful data with the help of various existing technologies and then autonomously flow the data between other devices. Current market examples include smart thermostat systems and washer/dryers that utilize Wi-Fi for remote monitoring. Besides the plethora of new application areas for Internet connected automation to expand into, IoT is also expected to generate large amounts of data from diverse locations that is aggregated very quickly, thereby increasing the need to better index, store and process such data."

Jeg har inkluderet nogle artikler om emnet til sidst i denne rapport som der kan læses efter behov. Jeg er ikke voldsomt teknologikyndig og jeg kan ikke forudsige hvilke af de mange områder indenfor IoT som kan lykkes. Det vigtigste for mig er at se på hvordan RTX står positioneret indenfor de forskellige områder. Jeg har snakket med nogle personer/eksperter med større forstand på emnet og mit indtryk er at de ydelser og den ekspertise RTX har vil være meget nyttig indenfor IoT produkter. Jeg har ikke valgt at indregne noget specifikt tillæg for den store mulighed RTX har indenfor IoT, men det indgår i min generelle forventninger

omkring omsætningsudviklingen fremadrettet. Der er tale om ting som kræver kortdistance signaler, at flere produkter kan samarbejde samtidigt og at energiforbruget kan holdes vedvarende lavt. Alle områder som RTX er meget dygtige indenfor.

Hvis jeg ser på værdiansættelsen af RTX i dag, den vækst de har haft de sidste 2-3 år samt de områder de opererer indenfor i dag samt den potentielle upside der er i IoT produkter, så kan jeg slet ikke forstå aktien stadig er så billig.

IoT er dog stadig meget et fint ord for noget som måske kan udvikles i fremtiden. Jeg har derfor spurgt RTX CFO Jacob Vittrup om hvordan de i praksis forholder sig til IoT og at skabe værdi for kunderne her:

”RTX arbejder på at forstå markedsmulighederne omkring IoT bedre set fra et RTX perspektiv og få det omsat fra lidt et buzz-word til yderligere forretningsmuligheder, der matcher RTX’s kompetencer og kunder uden det bliver for eksotisk”

Investormøde 26/8 2015:

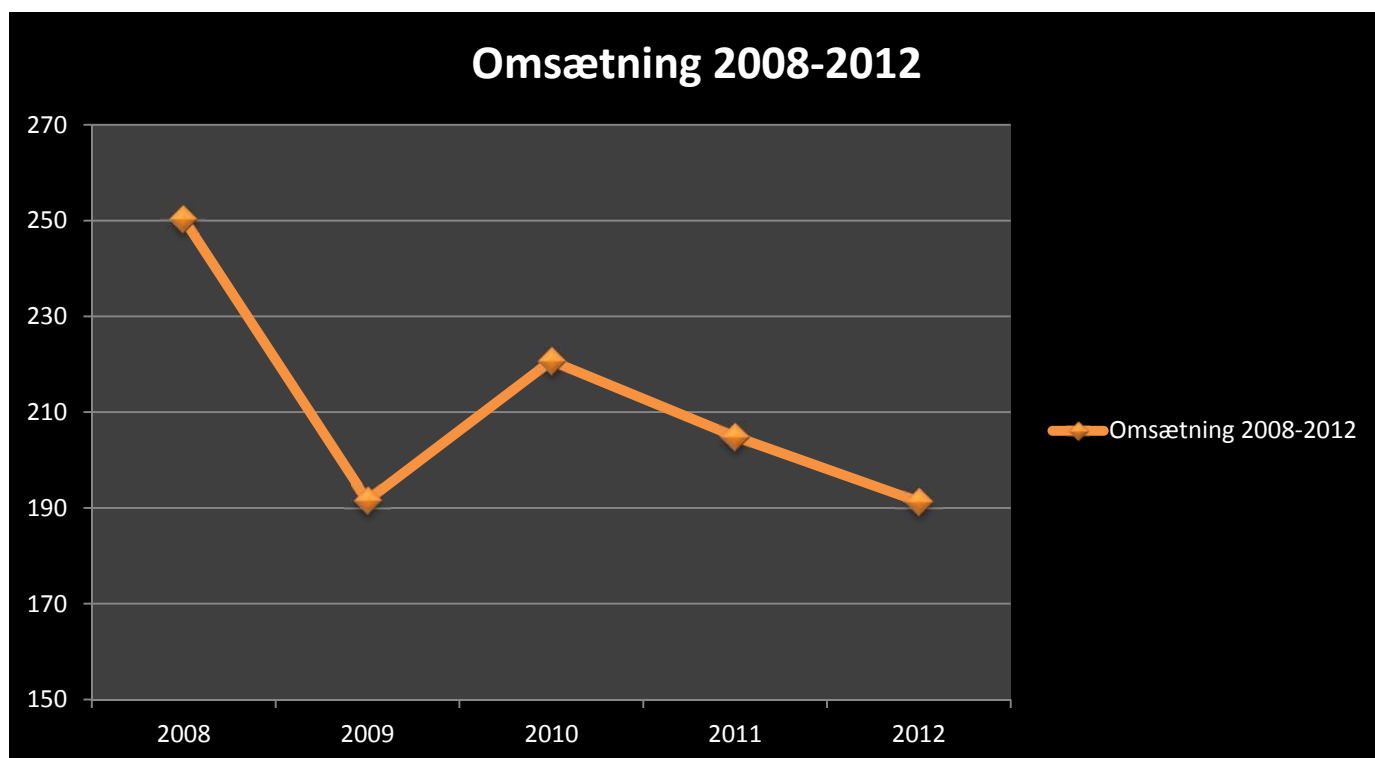
Jeg vil den 26/8 2015 deltage i RTX investormøde efter deres Q3 2015 regnskabet og stille spørgsmål til ledelsen.

Omsætning:

Som jeg har skrevet tidligere havde RTX historisk mere rettet deres produktudvikling mod hvad der var spændende, og en meget stor del af selskabets omkostninger gik til produktudvikling i stedet for til at sælge de produkter som de havde. Der er ingen tvivl om at den tidligere CEO havde et godt indblik i produktudvikling, og flere af de produkter og platforme som blev udviklet under hans tid, er en del af fundamentet for den succes vi ser nu.

Den historiske omsætningsudvikling for RTX taler dog for sig selv:

RTX Historisk:



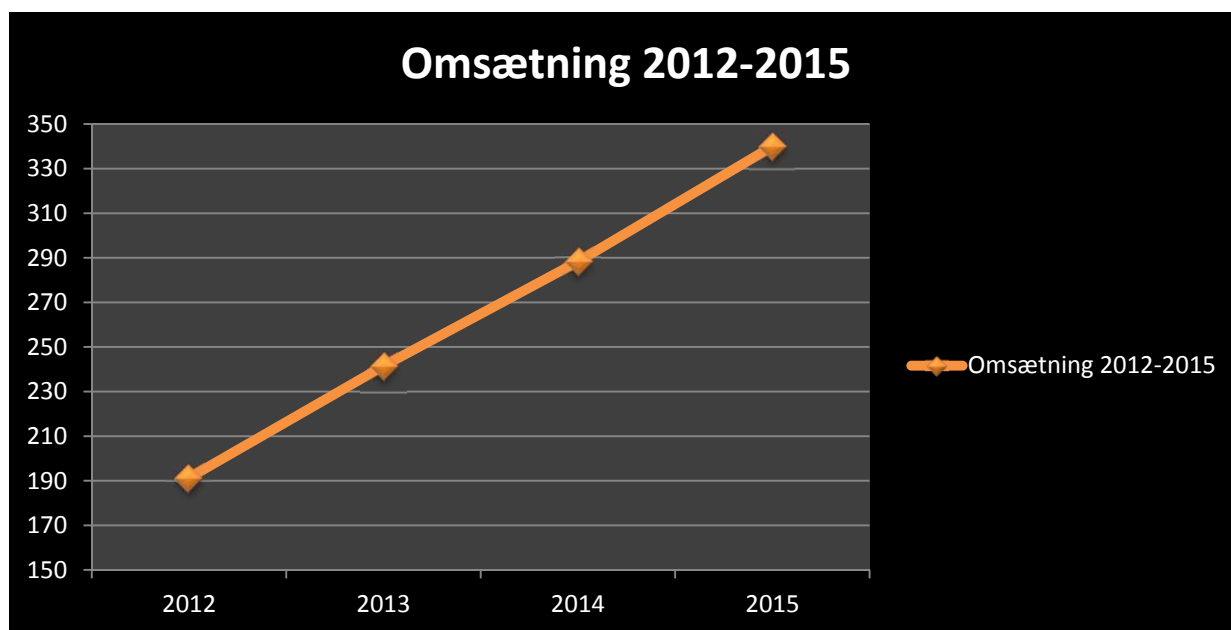
Den grundige investor bør helt sikkert dykke ned i hvordan omsætningsudvikling kan være så dårlig. Flere grunde til dette var:

- Som tidligere nævnt – dårlig eksekvering
- Produkterne udvikles efter egne behov i stedet for kundernes
- For meget fokus på udvikling i stedet for salg
- Finanskrisen i 2009 som ramte selskabet og dets kunder.

Det store spørgsmål en investor bør stille er dog, er denne omsætning et retvisende billede af de underliggende værdier i selskabet. Dette mener jeg ikke de er, da eksekvering er altafgørende.

RTX kunne nok godt selv se skriften på væggen og skiftede CEO og **Flemming Hynkemejer** blev indsat.

Her er selskabets omsætning siden hans indtræden:



2015 tal er baseret på selskabets guidance

Så hvordan ser omsætningen ud i % vækst?

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	250,3	191,6	220,7	204,9	191,3	241,5	288,3	340
YOY Growth %		-23,5%	15,2%	-7,2%	-6,6%	26,2%	19,4%	17,9%

Fremtiden?

Ingen selskaber kan efter min mening holde en vedvarende omsætningsvækst på 15-20 %. Eller nogle selskaber kan gøre det, jeg vil bare ikke være den som kan forudsige det, og derfor mener jeg det er alt for risikabelt at kalkulere med en for høj vækst.

Jeg har i min DCF analyse anvendt følgende omsætningsforudsætninger:

Årlig vækst år 0-5: 10 %

Årlig vækst år 5-10: 8 %

Terminal vækst: 5 %

Jeg tror personligt at RTX kan levere omsætningsvækst over 10 % de kommende år, men da jeg aldrig af sikkerhedsmæssige grunde vil tillægge vækst mere end 10 % i en model har jeg sat væksten hertil. I bund og grund ved ingen hvor det ender, men det er mit bedste bud ud fra den omfattende research jeg har lavet af selskabet.

Margin ekspansion:

RTX har de seneste år gennemgået en margin ekspansion historie. Dette har været et naturligt element i at have stigende omsætning og en omkostningsbase som var meget veludviklet. Jeg mener dog slet ikke denne historie er færdig, og det er en del af det potentielle markedet ikke indregner i aktiekursen.

Hvis man samtidig ser RTX i forhold til andre danske virksomheder med den samme gross margin kan man få et ret godt billede af hvilke muligheder RTX har for at skabe leverage på deres R&D (research and development) og SG&A (sales, general and administrative).

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	220,7	204,9	191,3	241,5	288,3	340
EBIT	13,41	9	2,5	14,4	37	50
EBIT margin	6,1%	4,4%	1,3%	6,0%	12,8%	14,7%

Når man ser på disse EBIT marginer, ser det ud til at selskabet sælger lavmarginprodukter i en stærk konkurrencepræget branche. Dette er blot ikke tilfældet:

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	220,7	204,9	191,3	241,5	288,3	340
Bruttores.	114,6	118,7	114,6	138,8	164	192
Bruttomargin.	51,9%	57,9%	59,9%	57,5%	56,9%	56,5%

Som det kan ses har selskabet faktisk haft høje bruttomarginer også historisk set. Den store hurdle har været deres forbrug på R&D og SG&A som er differencen mellem de 2 marginer:

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015
SG&A + R&D	45,8%	53,5%	58,6%	51,5%	44,1%	41,8%

Selskaber bruger til stadighed meget store summer på disse poster og jeg mener der bør være en mulighed for at fortsætte denne margin ekspansion. Ledelsen er også meget opmærksom herpå og har forklaret den seneste års stigning i marginer med muligheden for at fastholde omkostninger samtidig med man hæver omsætningen. Det er derfor ikke en nødvendighed at fyre en masse medarbejdere for at få øget deres marginer, hvis bare de lader SG&A + R&D vokse mindre end omsætningen.

Men hvad kan man reelt forvente i sådanne omkostninger af en virksomhed med en bruttomargin omkring de 55-60?

Jeg har taget et kig på en masse forskellige danske virksomheder indenfor en mængde forskellige brancher (da RTX ikke har nogle direkte sammenlignelige konkurrenter). Dette er mere for at få et billede af hvad en generel vækstvirksomhed bør have i R&D + SG&A:

	Bruttomargin	EBIT margin	SG&A+R&D
GN Store Nord	62,50%	22%	40,40%
Pandora	70,90%	34,10%	36,80%
Novozymes	63,10%	27,70%	35,40%
Simcorp	63,60%	24,90%	38,70%
Coloplast	71,20%	34,10%	37,10%
Average:	66,26%	28,58%	37,68%

Som skrevet ovenfor var dette bare et tilfældigt udpluk af 5 virksomheder der også har høje bruttomarginer. Det er noget større virksomheder end RTX, men kunne ikke lige finde bedre sammenlignelige virksomheder i small/midcap. Og som sagt er virksomhederne blot medtaget for at danne et overblik, og ikke for generelt at sammenligne med RTX:

Som det ses af ovenstående har virksomheder en EBIT på gennemsnitligt 28,5 % og en SG&A+R&D % på 37,7 % (ja jeg ved godt at afskrivninger også er en del af forskellen mellem bruttomargin og EBIT, men det er forskelligt hvordan virksomheder indregner afskrivninger i regnskaberne – og havde jeg sorteret disse ud, havde det blot givet et endnu mere lovende billede for RTX da de har meget lave afskrivninger).

Jeg mener på baggrund af min analyse af RTX at selskabet har mulighed for at lave en mindre margin ekspansion de kommende år i takt med at omsætning vil stige hurtigere end omkostningerne. Selskabet regner selv med at ramme 14,7 % i 2015. Jeg har i min DCF model anvendt følgende EBIT margin:

2016	2017	2018	2019	2020	2021
15%	16%	17%	18%	19%	20%

Om selskabets i EBIT margin i 2021 er 14, 18 eller 24 % er selvfølgelig svært at sige. Det er netop kunsten ved at analysere aktier, at komme med et kvalificeret bud på fremtiden. Jeg har fulgt og læst om RTX de sidste 2-3 år og fulgt deres turn around. De seneste 6 måneder har jeg brugt rigtig mange timer hver uge på at følge RTX, læse deres regnskaber tilbage til 2000, læse branchetidsskrifter. Min bud på en EBIT margin på 20 % i 2021 er mit mest kvalificerede gæt på baggrund af den omfattende research jeg har lavet.

Cash flow generative:

En stor fordel for RTX er at de har en meget skalerbar forretningsmodel. Grunden til at jeg godt kan lide virksomheder med skalerbare forretningsmodeller er, at størstedelen af væksten bliver til cash som kan bruges på aktionærene i stedet for cash der skal bruges til at finansiere væksten. Ved at kunne vokse og tjene mange penge uden at binde en masse kapital øges selskabets værdi markant på grund af vedvarende høje ROIC og ROE tal.

En væsentlig faktor for værdien af et selskab er dets evne til at køre med en minimal arbejdskapital. Dette forstås at selskabet ikke har langt større pengebindinger i varelager og debitorer end de har i deres kreditorer. Binder selskabet penge i arbejdskapital er der mindre penge til aktionærene og væksten kræver derfor mere kapital at få finansieret. Her er der igen positivt nyt omkring RTX:

	2014	2013	2012	2011	2010
Varelager	11.093	12.443	15.689	7.239	13.295
Debitorer	58.374	55.620	46.540	59.354	57.200
Kreditorer	-66.256	-59.469	-39.371	-63.216	-67.032
Working capital:	3.211	8.594	22.858	3.377	3.463
Omsætning	288.319	241.488	191.264	204.887	220.651
WC % af oms.	1,1%	3,6%	12,0%	1,6%	1,6%

Jeg har jf. ovenstående tabel set på RTX arbejdskapital i forhold til deres omsætning for de seneste 5 regnskabsår. Billedet er tydeligt. Bortset fra 2012 hvor selskabets kreditorer var meget lave har de konstant haft arbejdskapital på helt nede omkring 1-3 % af omsætningen.

I min DCF model har jeg været mere konservativ og sat arbejdskapitalen til 5 % af omsætningen konstant udover hele perioden.

En anden væsentlig faktor i forhold til cash flow generation udover working capital er hvor meget der skal investeres i anlægsaktiver kontra hvor meget der afskrives herpå for at finansiere væksten. Her er der igen positivt nyt vedrørende RTX.

RTX forretningsmodel kræver stort set ingen investeringer i anlægsaktiver da produktionen af produkter er outsourceret og salg af services mv. selvfølgelig ikke kræver investeringer. Selskabets stort set eneste anlægsaktiv er deres bygning til 70 mio. i Nørresundby. Årets afskrivninger følger sådan ca. årets investeringer på en 1-3 mio. årligt og har dermed ingen væsentlig indflydelse på værdiansættelsen. Selskabet har også historisk kapitaliseret en del udviklingsprojekter, hvilket de heller ikke gør så meget mere. I fremtiden bør der derfor heller ikke være store forskelle mellem afskrivninger på udviklingsaktiver og afskrivninger herpå.

I min DCF model har jeg sat CAPEX = Afskrivningerne hvilket gør området cash flow neutralt.

Velkapitaliseret

RTX er og har historisk været et velkapitaliseret selskab, der ikke har anvendt store mængder gæld, men i stedet altid har kørt med en større kapitalbeholdning. Grunden til dette, har selvfølgelig været at selskabet har haft svingende resultater. De senere år hvor der er kommet godt styr på forretningen, har selskabet samtidig haft fokus på at returnere penge til aktionærerne i form af en udbyttepolitik samt aktietilbagekøb. Jeg mener at begge tiltag vil blive øget kraftigt i de kommende år i takt med at selskabets cash flows stiger og selskabet får mere sikkerhed for, at de ikke behøver have en stor likviditetsbuffer.

RTX udbetalte et udbytte pr. aktie på:

- 0,5 kr. pr. aktie for regnskabsåret 2012/2013
- 1,0 kr. pr. aktie for regnskabsåret 2013/2014

Vi vil nok som minimum se selskabet udbetalte 1,5 kr. pr. aktie for dette regnskabsår der slutter 30/9 2015, men jeg kan godt se mulighed for at de vælger 2,0 da de stadig har alt for meget kapital i forhold til hvad de kan forbruge.

Kortfristede værdipapirer	64.610
Likvide beholdninger	54.624

Ovenstående er fra selskabets seneste kvartalsrapport pr. 31/3 2015. Selskabet har 120 mio. kr. i likvider og det eneste lån er et realkredit på ca. 10 mio. kr. der afdrages over de næste 10 år ca.

Denne nettolikviditet på 110 mio. kr. svarer til ca. 11,6 kr. pr. udestående aktie.

Da selskabets ejendom er vurderet til 70 mio. kr. er der mulighed for at større lavrente realkreditlån heri som kan bruges på udbytte/aktietilbagekøb, hvilket vil være meget fordelagtigt for aktionærerne.

En væsentlig faktor i forhold til værdiansættelsen er at finde ud af hvor mange aktier selskabet reelt har udestående. Dette inkluderer det faktiske antal udestående aktier, fratrukket egne aktier men tillagt alle warrants og aktieprogrammer.

Antal aktier:	9.044.011
Egne aktier:	-414.075
Warrants og RSU:	+846.359
Total:	9.476.295

Ekstremt billig:

Værdiansættelsen af RTX er en sammensætning af værdien af Enterprise Value + værdien af kontantbeholdningen.

Værdien af kontantbeholdningen beregnes således:

Likvider	120
Gæld	-10
Total likvid	110
Udestående aktier Diluted	9,5
Værdi pr. aktie:	11,6

Værdiansættelsen kan opsummeres således:

- Værdi af enterprise: 182,1 DKK pr. aktie
- Værdi af likvider: 11,6 DKK pr. aktie
- Rabat: -3,7 DKK pr. aktie

Kursmål **190 DKK pr. aktie**

Jeg har sat DCF analyse ind på næste side for beregning af enterprise value:

Jeg bør gøre alle opmærksom på at der er tale om et 12 måneders kursmål. Altså hvor jeg mener aktien bør bevæge sig hen de kommende 12 måneder baseret på mit fair value estimat. Selskabet har regnskabsafslutning 30/9 så vi står derfor pt. lige mellem afslutningen af 2015 regnskabet og starten af 2016 regnskabet. Da det som sagt er at 12 måneders kursmål er udgangspunktet år 2016 fra min analyse.

Resultatoppgørelse												
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal
Revenue:	380	418,0	459,8	505,8	556,4	612,0	661,0	713,8	770,9	832,6	899,2	
Growth	10%	10%	10%	10%	10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	5%
EBIT:	57,0	66,9	78,2	91,0	105,7	122,4	132,2	142,8	154,2	166,5	179,8	
Margin	15%	16%	17%	18%	19%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Interest:	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBT:	57,0	66,9	78,2	91,0	105,7	122,4	132,2	142,8	154,2	166,5	179,8	
Tax 22%:	-12,5	-14,7	-17,2	-20,0	-23,3	-26,9	-29,1	-31,4	-33,9	-36,6	-39,6	
EAT:	44,5	52,2	61,0	71,0	82,5	95,5	103,1	111,4	120,3	129,9	140,3	
Cash flow												
EAT:	44,5	52,2	61,0	71,0	82,5	95,5	103,1	111,4	120,3	129,9	140,3	
Skatteaktiv:	8,2	9,5	11,0	12,7	9,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Afskrivninger	5	5,5	6,1	6,7	7,3	8,1	8,7	9,4	10,1	11,0	11,8	
Capex	-5	-5,5	-6,1	-6,7	-7,3	-8,1	-8,7	-9,4	-10,1	-11,0	-11,8	
Δ WCR	-1,75	-1,9	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8	-2,4	-2,6	-2,9	-3,1	-3,3	
Free Cash Flow	50,9	59,8	69,9	81,4	89,3	92,7	100,7	108,7	117,4	126,8	136,9	2.875,9
Nutidsværdi:	50,9	54,3	57,7	61,1	61,0	57,6	56,8	55,8	54,8	53,8	52,8	1.108,8
Total NPV	1.725,4											
Antal aktier	9,5											
NPV pr. aktie	182,1											

Anvendelsen af selskabets skatteaktiv i ovenstående DCF er udnyttet/indregnet efter gældende lovregler

Med Venlig Hilsen

Investor1989

Artikler omkring Internet of Things IoT:

<http://www.wired.com/2014/11/the-internet-of-things-bigger/>

<http://www.theinternetofthings.eu/>

<http://www.gartner.com/it-glossary/internet-of-things/>

<http://www.microsoft.com/en-us/server-cloud/internet-of-things.aspx>

<http://www.techopedia.com/definition/28247/internet-of-things-iot>