



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 22 April 2021

Midway Holding

Återhämtning runt hörnet

Starkare Q1 än väntat

Midways Q1 blev starkare än vad vi hade väntat oss. Omsättningen ökade 11% yoy till 175 mkr (vs väntade 149 mkr) och rörelseresultatet blev 9 mkr vs väntade 6 mkr. Förbättringen drevs av affärsområdet Safe Access Solutions där omsättningen ökade 20%, drivet av 4% organisk tillväxt och bidrag från nyligen förvärvade Vertemax. Affärsområdet Industrial Services minskade omsättningen 2% yoy, vilket var något sämre än väntat.

Återhämtning i marknaden kan skönjas

Under slutet av kvartalet upplevde bolaget en ökad aktivitetsnivå i marknaden och hos kunderna, och samtliga anställda har återgått i full sysselsättning, vilket bådär gott inför framtiden. Man har dock också upplevt ökade råvarupriser och längre leveranstider, vilket å ena sidan är tecken på stigande global industriefterfrågan men å andra sidan markerar viss osäkerhet kring tillväxtpotentialerna på kort sikt.

Motiverat värde justeras upp

Vi justerar upp våra estimat för 2021 men lämnar dem i princip oförändrade för övriga år. I kombination med en översyn av våra avkastningskrav betyder detta att vi höjer motiverat värde till 29-30 kr (tidigare 27,5-28,5). Medelhög risk kvarstår. På sikt ser vi ytterligare potential om Midway kan renodla koncernen och fortsätta att genomföra värdeskapande förvärv inom Safe Access Solutions.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	29.00 - 30.00	
EPS, just 21e	1.74	1.4	24.6%	Sales,m	588	785	889	943	Current price	SEK22.30
EPS, just 22e	2.48	2.56	-3.1%	Sales Growth	(26.1)%	33.3%	13.4%	6.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	2.96	2.98	-0.7%	EBITDA, m	66	125	170	192		
				EBIT, m	8.0	60.3	99.5	114.7		
				EPS, adj	0.08	1.74	2.48	2.96		
				EPS Growth	NM%	NM%	42.7%	19.3%		
				Equity/Share	17.2	19.2	21.1	23.3		
				Dividend	0.00	0.50	0.80	0.90		
				EBIT Marginal	1.4%	7.7%	11.2%	12.2%		
				ROE (%)	(0.1)%	9.5%	12.3%	13.3%		
				ROCE	1.8%	10.7%	12.2%	12.8%		
				EV/Sales	1.50x	1.13x	1.00x	0.94x		
				EV/EBITDA	13.3x	7.1x	5.2x	4.6x		
				EV/EBIT	110.7x	14.7x	8.9x	7.7x		
				P/E, adj	276.5x	12.8x	9.0x	7.5x		
				P/Equity	1.3x	1.2x	1.1x	1.0x		
				Dividend yield	0.0%	2.2%	3.6%	4.0%		
				FCF yield	(0.7)%	(15.9)%	0.8%	5.8%		
				Net Debt/EBITDA	0.5g	2.1g	1.6g	1.4g		

Kommande händelser

Delårsrapport Q2 2021	2021-07-16
Delårsrapport Q3 2021	2021-10-22
Bokslutskommuniké 2021	2022-02-04
Delårsrapport Q1 2022	2022-04-28

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	27.3m
Market cap	609
Nettoskuld	276
EV	885
Avg. No. of Daily Traded Sh.	36.9(k)
Reuters/Bloomberg	MIDWb.ST / MIDWB:SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

oscar.holm@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 22 April 2021

Sammanfattning

Återhämtning runt hörnet

Investment Case

Midway är ett investmentbolag som successivt genomfört en metamorfos till att bli en fokuserad industrialist. Det största innehavet HAKI förväntas generera mer jämn tillväxt och högre marginaler, understött av ett strategiskifte i bolaget. Understött av en stor minskning av koncernens nettoskuld har HAKI börjat förvärva bolag, där brittiska Vertemax som adderades under Q1 2021 är det senaste tillskottet. Efter ett stort försäljningstapp 2020 ser vi därför framför oss en betydligt ljusare framtid under kommande år.

Från konglomerat till fokuserad industrialist

Midway har genomgått en metamorfos från konglomerat till industrialist. På fem år har man gått från 14 innehav till fyra: HAKI, NOM Holding, FAS Converting och Landqvist. HAKI är en av Nordens ledande aktörer inom ställningssystem och det innehav som Midway kommer koncentrera resurserna på framöver, vilket kommer göra bolagets profil som fokuserat industribolag ännu tydligare.

Strategiskifte i HAKI mot högre lönsamhet och förvärvsdriven tillväxt

HAKI har de senaste åren genomgått ett strategiskifte med målet att ompositionera bolagets organisation och erbjudande för mer jämn tillväxt och högre uthållig lönsamhet. Detta bör leda till högre marginaler och bättre kassaflöden. De sistnämnda tror vi kommer användas för utdelningar samt tilläggsförvärv inom HAKI, vilket kommer stärka bolagets marknadsposition ytterligare.

Cyklisk marknad men tydliga underliggande drivkrafter

HAKI är beroende av byggkonjunkturen samt till viss del även investeringsnivåerna inom olje- och gassektorn, men ökande arbetskraftskostnader och ökat fokus på säkerhet driver en underliggande efterfrågan på bolagets lösningar oräknat konjunktur. En mer balanserad slutkundsportfölj med ökat fokus på infrastruktur och industriservice kommer också minska cykikaliteten och ge HAKI förutsättningar att visa jämnare tillväxt över tid.

Starkare finansiell ställning ger möjligheter

Midway har sedan 2015 gått från en nettoskuld på 641 mkr till 30 mkr 2020, vilket skapat möjligheter för förvärv och framöver potentiellt också återupptagen utdelning. HAKI har nu genomfört två förvärv under den nya strategin, och vi tror att fler kan komma. För att finansiera detta krävs dock förmodligen att man avyttrar ett eller flera innehav i portföljen, vilket därmed kan bli en katalysator för renodling av koncernen.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde på 29-30 kr per aktie. Värderingen bygger på en kassaflödesvärdering samt en sum of the parts-kalkyl baserad på relativvärdering av HAKI och observerade förvärvsmultiplar för övriga innehav. Risknivån bedöms som medelhög, vilket underbyggs av att någon konkret vändning ännu inte materialiserats i konjunkturen för HAKI, samtidigt som nettoskulden ökat betydligt efter det senaste genomförda förvärvet.

Kvartalet i detalj

Nedan syns i detalj resultatutfallet för perioden jämfört med våra estimat.

Avvikelseanalys Q1 (mkr)

Koncernen	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Omsättning	175	149	17%	<i>Drivet av Safe Access Solutions</i>
Bruttoresultat	53	50	7%	
EBITDA (justerad)	24	21	16%	
EBIT (justerad)	9	6	43%	
Resultat före skatt	19	4	351%	<i>Positiv effekt 10 mkr pga valutakurser</i>
Nettoresultat	15	3	349%	
Bruttomarginal	30%	33%	-31 bps	<i>Förväntas stärkas under året</i>
EBIT-marginal (justerad)	5,1%	4,2%	9 bps	
<u>Omsättning per innehav</u>				
HAKI	115	86	33%	<i>Stark återhämtning slutet av Q1</i>
FAS	20	23	-12%	
Landqvist	14	17	-17%	<i>Överlag ungefär i linje sammantaget</i>
NOM Holding	26	23	13%	
<u>EBIT per innehav (justerad)</u>				
HAKI	7	4	62%	<i>Besparingsprogram ger effekt</i>
FAS	1	1	-27%	
Landqvist	2	3	-21%	
NOM Holding	3	2	45%	
Centrala kostnader	(4)	(4)	0%	

Källa: Bolaget, EPB

HAKI upplevde en stark ökning av efterfrågan i slutet av kvartalet, vilket tillsammans med konsolidering av Vertemax fr.o.m. 2 mars bidrog till att lyfta tillväxten. Geografiskt var Sverige, Norge och Danmark starka med tillväxt på 13-28% yoy, medan Storbritannien fortfarande var starkt negativt påverkat av Covid-19-relaterade restriktioner och upplevde fortsatt negativ tillväxt (-13% yoy). Det finns dock tecken på att Storbritannien kan vara på väg att lyfta under Q2 och Q3, bl.a att döma av siffror från Barbour ABI som visar att värdet av tilldelade byggkontrakt i Storbritannien ökade med 22% yoy i mars och att värdet avseende projekt i planprocess ökade till den högsta nivån på två år.

Bolagen inom Industrial Services hade blandad utveckling under kvartalet: FAS noterade lägre omsättning (-9% yoy) till följd av svagare orderingång och avvaktande inställning från kunder, och även Landqvist såg en minskning yoy (-13%) till följd av pandemin, samtidigt som NOM Holding upplevde en ljusning med en omsättningsökning på 13%. Landqvist säger sig också påverkas av störningar i försörjningskedjan, men även en generell återhämtning inom industrin vilket i våra ögon talar för att verksamheten snart kommer visa positiv tillväxt igen.

Rörelsemarginalen blev något bättre än väntat, trots att bruttomarginalen var något svagare. Vi tror dock fortsatt på starkare bruttomarginaler över tid, drivet av det omställningsarbete bolaget gjort i HAKI samt att Vertemax har högre marginaler än HAKI:s befintliga verksamhet.

Finansnettot påverkades positivt med 10 mkr till följd av omräkning av koncernens tillgångar och skulder i utländsk valuta, drivet av en förstärkning av GBP och NOK mot SEK. Detta förklarar den stora ökningen av nettoresultatet under kvartalet (från -5 mkr i Q1 2020 till 15 mkr).

Estimatförändringar

Vi gör inga större förändringar av estimaten med anledning av rapporten, men drar upp tillväxten för HAKI 2021 något då återhämtningen ser ut att komma tidigare än vad vi trodde. För övriga innehav justerar vi ner utsikterna för FAS pga vad vi tolkar som en minskande investeringsvilja i marknaden, samtidigt som vi drar ner marginal och tillväxt för Landqvist pga de störningar i leveranskedjan som man upplever, och avslutningsvis höjer marginalen något i NOM Holding pga den fina utvecklingen i Q1.

Den samlade bilden (som redovisas i detalj nedan) blir att omsättningen justeras neråt något för 2023-2024, men resultatnivån är i princip oförändrad. Vi bibehåller också våra utdelningsestimat. I våra prognoser kring nettoskudsättning har vi antaget att man kommer betala full tilläggsköpeskilling för Vertemax, innebärande att såväl denna som säljarreversen med anledning av förvärvet ligger med i estimaten för nettoskuld.

Estimatförändringar (mkr / kr)

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	785	889	943	985
Tillväxt	33%	13%	6%	5%
EBIT (justerad)	60	99	115	121
Rörelsemarginal (justerad)	7,7%	11,2%	12,2%	12,3%
EPS (justerad)	1,74	2,48	2,96	3,16
DPS	0,50	0,80	0,90	1,00

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	766	889	946	993
Tillväxt	30%	16%	6%	5%
EBIT (justerad)	57	99	114	121
Rörelsemarginal (justerad)	7,5%	11,1%	12,0%	12,1%
EPS (justerad)	1,40	2,56	2,98	3,17
DPS	0,50	0,80	0,90	1,00

Förändring i %	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	2%	0%	0%	-1%
EBIT (justerad)	5%	0%	1%	0%
EPS (justerad)	25%	-3%	-1%	0%
DPS	0%	0%	0%	0%

Källa: Bolaget, EPB

Värdering

Vi har sett över våra avkastningskrav i ljuset av marknadsutvecklingen och justerar därför ner avkastningskravet för eget kapital i vår kassaflodesvärdering till 11,2% från 11,5%, vilket betyder en WACC på 8,9% (9,5%) utifrån dagens kapitalstruktur. Detta – tillsammans med de högre estimaten för 2021 – gör att vi nu ser ett motiverat per aktie på 29-30 kr jämfört med 27,5-28,5 kr tidigare. På sikt ser vi ytterligare potential om Midway kan renodla koncernen och fortsätta att genomföra värdeskapande förvärv inom Safe Access Solutions.

Midway värderas fortsatt till en rabatt mot jämförbara bolag (framförallt om man blickar mot 2022-2023), vilka förvisso är större men som inte förväntas visa samma höga EPS-tillväxt under kommande år.

Värderingsmultiplar jämförbara bolag

Bolag	Försäljningstillväxt			Bruttomarginal			EBIT-marginal			EPS-tillväxt		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Alimak Group	5%	11%	6%	34%	35%	36%	13%	14%	15%	55%	25%	15%
Balco	-2%	17%	9%	24%	25%	25%	11%	12%	12%	4%	29%	8%
Lindab	4%	6%	4%	28%	29%	29%	10%	11%	11%	7%	13%	8%
Nordic Waterproofing	6%	5%	3%	27%	27%	27%	10%	10%	10%	-3%	5%	5%
Medel	3%	10%	6%	29%	29%	29%	11%	12%	12%	15%	18%	9%
Median	4%	9%	5%	28%	28%	28%	11%	12%	12%	5%	19%	8%

<i>Midway (EPB est)</i>	33%	13%	6%	33%	36%	36%	8%	11%	12%	nm	43%	19%
-------------------------	-----	-----	----	-----	-----	-----	----	-----	-----	----	-----	-----

Bolag	EV/Sales			EV/EBIT			P/E			Nettoskuld / EBITDA		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Alimak Group	2,3x	2,0x	1,9x	17,6x	14,5x	12,6x	21,9x	17,6x	15,3x	0,7x	0,4x	0,2x
Balco	1,8x	1,5x	1,4x	15,9x	12,5x	11,7x	20,7x	16,1x	15,0x	-0,1x	-0,2x	-0,4x
Lindab	1,5x	1,4x	1,4x	15,1x	13,3x	12,5x	18,5x	16,5x	15,2x	1,0x	0,6x	0,2x
Nordic Waterproofing	1,3x	1,2x	1,2x	13,4x	12,7x	12,1x	15,9x	15,2x	14,5x	0,9x	0,6x	0,4x
Medel	1,7x	1,6x	1,5x	15,5x	13,2x	12,2x	19,3x	16,3x	15,0x	0,6x	0,3x	0,1x
Median	1,7x	1,5x	1,4x	15,5x	13,0x	12,3x	19,6x	16,3x	15,1x	0,8x	0,5x	0,2x

<i>Midway (EPB est)</i>	1,1x	1,0x	0,9x	14,5x	8,9x	7,6x	12,8x	9,0x	7,5x	2,1x	1,6x	1,4x
-------------------------	------	------	------	-------	------	------	-------	------	------	------	------	------

Källa: FactSet, EPB

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1 671	1 316	768	796	588	785	889	943	985
Kostnad sålda varor	-1 318	-1 056	-511	-542	-415	-526	-567	-601	-621
Bruttovinst	352	260	257	254	173	259	323	341	364
Försäljningskostnader	-211	-167	-102	-109	-87				
Administrationskostnader	-104	-94	-79	-71	-62	-193	-221	-225	-241
Forskning- och utvecklingskostnader	-11	-10	-12	-12	-16				
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	-22	2	2	12	9	-6	-2	-2	-2
EBIT	6	-9	66	74	17	60	99	115	121
Finansiella intäkter	17	10	6	9	3	10	0	0	0
Finansiella kostnader	-30	-29	-16	-9	-21	-10	-14	-13	-12
Resultat före skatt	-7	-28	56	74	-2	60	85	102	109
Skatter	3	-3	-9	-12	1	-12	-18	-21	-22
Nettoresultat avvecklad verksamhet	-38	13	-45	-17	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-19	2	44	-1	47	68	81	86
Nettoresultat (kvarvarande verksamhet)	-4	-31	47	61	-1	47	68	81	86

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	34	34	20	30	29	218	218	218	218
Övriga immateriella tillgångar	2	2	8	13	15				
Materiella anläggningstillgångar	340	331	284	275	248				
Räntebärande anläggningstillgångar	63	45	54	77	36	343	373	402	428
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0				
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0				
Summa anläggningstillgångar	439	412	366	395	329	561	591	620	646
Varulager	449	352	252	192	169				
Kundfordringar	243	218	153	175	139	452	483	501	513
Övriga omsättningstillgångar									
Likvida medel	55	93	109	39	33	84	71	47	73
Summa omsättningstillgångar	747	663	514	406	341	536	554	548	586
SUMMA TILLGÅNGAR	1 186	1 075	879	802	669	1 097	1 145	1 168	1 232
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	412	389	390	481	471	523	578	637	698
Minoritetsintressen	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	412	390	390	481	471	523	578	637	698
Långfristiga finansiella skulder	412	399	230	167	49	242	262	292	292
Pensionsavsättningar	69	73	60	15	14	14	14	14	14
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	9	8	12	11	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	490	480	301	193	63	256	276	306	306
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder									
Skatteskulder	284	206	188	128	136	318	292	225	228
Övriga kortfristiga skulder									
Summa kortfristiga skulder	284	206	188	128	136	318	292	225	228
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 186	1 075	879	802	669	1 097	1 145	1 168	1 232

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-19	2	44	0	38	70	82	87
Icke kassaflödespåverkande poster	117	94	104	77	54	66	72	77	81
Förändringar i rörelsekapital	17	8	43	-26	64	-65	-8	-1	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	93	83	149	96	118	39	134	157	170
Investeringar	-80	-64	-56	-88	-5	-86	-97	-101	-105
Avyttringar	127	3	3	57	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	140	22	97	65	113	-47	37	55	65
Utdelningar	0	0	0	-14					
Nyemission / återköp	0	0	0	0					
Förvärv	0	0	0	0	-119	20	-14	-72	-25
Lånefinansiering och övriga justeringar	-127	-6	-151	-89					
Kassaflöde från avvecklad verksamhet	-4	20	76	-22					
Kassaflöde	9	36	21	-60	-6	-27	23	-17	40
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	426	378	181	143	30	265	241	278	238

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	9%	-21%	-42%	4%	-26%	33%	13%	6%	5%
EBIT-tillväxt (adj)	-50%	-139%	-688%	-3%	-87%	654%	65%	15%	5%
EPS-tillväxt, justerad	-66%	-311%	-280%	9%	-96%	2056%	43%	19%	7%
Bruttomarginal	21,1%	19,7%	33,4%	31,9%	29,4%	33,0%	36,3%	36,2%	36,9%
EBITDA-marginal (adj)	4,7%	3,6%	14,6%	15,6%	11,3%	15,9%	19,2%	20,3%	20,6%
EBIT-marginal (adj)	1,7%	-0,8%	8,3%	7,8%	1,4%	7,7%	11,2%	12,2%	12,3%
Skattesats	-22%	-10%	17%	20%	9%	19%	20%	20%	20%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-1%	-8%	12%	14%	0%	10%	12%	13%	13%
ROCE, justerad	4%	0%	9%	10%	2%	11%	12%	13%	12%
ROIC	2%	-1%	7%	8%	0%	7%	10%	10%	10%
Investeringar (mkr, ex IFRS 16)	80	64	56	88	96	162	76	80	84
Investeringar / omsättning	5%	5%	7%	11%	16%	21%	9%	9%	9%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	19%	20%	24%	23%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	27%	27%	33%	24%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kundfordringar / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Leverantörsskulder / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	24%	28%	28%	30%	30%	29%	29%	29%	29%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	0,8x	0,9x	0,8x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld (mkr)	426	378	181	143	30	264	273	259	233
Nettoskuld (mkr, ex IFRS 16)	426	378	181	91	-5	131	164	218	192
Soliditet	35%	36%	44%	60%	70%	48%	50%	55%	57%
Nettoskuldssättningsgrad	103%	97%	46%	30%	6%	50%	47%	41%	33%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	5,4x	8,1x	1,6x	1,2x	0,5x	2,1x	1,6x	1,4x	1,1x

Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-1,72	-0,77	0,07	1,71	-0,02	1,74	2,48	2,96	3,16
EPS, justerad	0,45	-0,95	1,71	1,87	0,08	1,74	2,48	2,96	3,16
FCF per aktie	0,51	0,79	3,81	-1,51	-0,12	-3,55	0,18	1,29	1,84
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00	0,50	0,80	0,90	1,00
Eget kapital per aktie	16,8	15,9	15,9	17,6	17,2	19,2	21,1	23,3	25,6
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	24,5	24,5	24,5	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	43,4x	neg	8,2x	10,7x	213,9x	12,8x	9,0x	7,5x	7,1x
P/EK	1,2x	1,0x	0,9x	1,1x	1,0x	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
P/FCF	38,1x	20,4x	3,7x	neg	neg	neg	121,9x	17,2x	12,1x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	3,6%	0,0%	0,0%	2,2%	3,6%	4,0%	4,5%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	29%	0%	0%	29%	32%	30%	32%
EV/Sales	0,5x	0,6x	0,7x	0,9x	0,9x	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x
EV/EBITDA (adj)	11,5x	16,5x	4,7x	5,5x	7,6x	7,0x	5,2x	4,5x	4,1x
EV/EBIT (adj)	32,8x	neg	8,2x	11,1x	62,7x	14,5x	8,9x	7,6x	7,0x
Aktiekurs, årets slut (B-aktien)	19,6	16,1	14,0	20,0	17,3	22,3	22,3	22,3	22,3
EV, årets slut	906	773	524	690	502	873	882	868	843

Kvartalsdata (mkr)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Nettoomsättning	230	225	166	175	157	134	146	151	175
Kostnad sålda varor	-153	-156	-114	-119	-110	-93	-105	-107	-122
Bruttovinst	77	69	52	56	47	41	41	44	53
Försäljningskostnader	-27	-27	-25	-29	-25	-21	-19	-22	-24
Administrationskostnader	-20	-18	-16	-16	-18	-14	-15	-15	-16
Forskning- och utvecklingskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga intäkter / kostnader	-2	-2	7	-4	-2	-4	3	-4	-4
EBIT	28	22	18	7	2	2	10	3	9
Finansiella intäkter	3	0	0	0	0	0	0	0	10
Finansiella kostnader	0	-3	0	-2	-8	-5	-1	-4	0
Resultat före skatt	31	19	18	5	-6	-3	9	-1	19
Skatter	-6	-5	-2	2	1	1	-2	1	-4
Nettoresultat avvecklad verksamhet	4	-20	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	29	-6	16	7	-5	-2	7	0	15
Nettoresultat (justerat)	26	17	9	7	-3	1	5	2	18

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Omsättningstillväxt	-13%	1%	-8%	-3%	-32%	-40%	-12%	-14%	11%
EBIT-tillväxt (justerad)	88%	-17%	-48%	-15%	-87%	-75%	-36%	-36%	225%
Bruttomarginal	33%	31%	31%	32%	30%	31%	28%	29%	30%
EBITDA-marginal (justerad)	20%	16%	16%	16%	12%	14%	16%	14%	16%
EBIT-marginal (justerad)	13%	11%	7%	6%	3%	4%	5%	5%	7%
Skattesats	18%	24%	18%	-22%	25%	-100%	33%	-33%	17%

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se