



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 26 April 2021

Strax

Storbolag inom mobilaccessoarer

Varumärkesbyggare

Vi inleder bevakning på STRAX, ett bolag inom marknaden för mobilaccessoarer. Bolaget säljer produkter under egna, licensierade och tredjepartsvarumärken och har ett geografiskt fokus på Europa och Nordamerika. STRAX har en historik av att framgångsrikt utveckla varumärken och avyttra dem till attraktiva multiplar, och vi ser den mekanismen som en attraktiv aspekt av bolagets verksamhet.

Redo för återkomst av mobilmarknaden

Vi har identifierat flera attraktiva aspekter i bolaget, marknaden och aktien. Bolaget har en kostnadskontroll som tillsammans med operationellt fokus på Own Brands sannolikt kommer innebära högre marginaler framöver. Vi noterar att marknaden för mobiler förväntas återgå till tillväxt efter att ha varit utsatt under 2020. Enligt vår bedömning är aktien attraktivt värderad och en uppvärdering kan ligga i korten.

Värdering indikerar uppsida

Vår värdering mot jämförelsebolag indikerar ett motiverat värde om 5,50–5,80 kr per aktie, en värdering som underbyggs av en DCF-modell. Vi noterar att värderingen har en väsentlig uppsida ifall bolaget framöver avyttrar portföljbolag till multiplar i linje med tidigare avyttringar av t.ex. Gear4. Risken bedöms vara medelhög.

Estimatändring (EUR)			Prognos (EUR)			Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	Motiverat värde	5.50 - 5.80	
EPS, just 21e	0.02	0.02	0.0%	Sales,m	112	126	143	Current price	€0.40
EPS, just 22e	0.04	0.04	0.0%	Sales Growth	(1.6)%	13.1%	13.0%	Riskenivå	Medium
				EBITDA, m	8.5	10.5	13.1		
				EBIT, m	6.8	8.8	11.4		
				EPS, adj	0.01	0.02	0.04		
				EPS Growth	(138.5)%	232.2%	90.7%		
				Equity/Share	0.1	0.1	0.1		
				Dividend	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	6.1%	7.0%	8.0%		
				ROE (%)	3.7%	10.9%	17.2%		
				ROCE	6.8%	8.4%	9.8%		
				EV/Sales	0.75x	0.66x	0.59x		
				EV/EBITDA	9.8x	7.9x	6.4x		
				EV/EBIT	12.4x	9.5x	7.3x		
				P/E, adj	72.6x	21.8x	11.5x		
				P/Equity	3.8x	3.8x	3.8x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(3.3)%	2.0%	3.3%		
				Net Debt/EBITDA	3.1g	2.3g	1.5g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån		
Q1 2021	2021-05-26			

Bolagsfakta (EURm)		Analytiker	
Antal aktier	120.6m	hjalmar.jernstrom@penser.se	
Market cap	48		
Nettoskuld	35		
EV	84		
Free Float	30.00%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	185.0(k)		



Sammanfattning

Storbolag inom mobilaccessorier

Investment Case

Vi har identifierat ett flertal attraktiva faktorer relaterade till STRAX marknadsposition, affärsmodell, kostnadsstruktur och värdering.

- Under 2020 synliggjordes motståndskraften i STRAX affärsmodell. Genom stark kostnadskontroll lyckades STRAX uppnå 10 % EBIT-tillväxt under ett år då hela smartphonemarknaden föll med över 10 %, vilket slog hårt på STRAX huvudsegment mobilaccessorier. STRAX har varit proaktiva i lanseringen av Health & Wellness - ett attraktivt tillskott till bolagets erbjudande.
- STRAX är nu attraktivt positionerat. Under 2021 antas smartphonemarknaden komma tillbaka, och därmed även tillbehörsmarknaden, samtidigt som STRAX bedömer att de båda tillväxtområdena Health & Wellness och Audio kommer att fortsätta att växa även i år.
- Ökande volymer kommer synliggöra skalbarheten i affärsmodellen. Förutom den starka kostnadskontrollen har STRAX blivit mer stringent sett till de multiplara företaget betalar för förvärv. Onlineverksamheten utvecklas utan större kostnadsuppbyggnad. Licensavtal skrivs dessutom med striktare villkor. Bruttomarginalen ökade under förra årets svåra marknad och merparten av kostnaderna är fasta. Detta innebär att en återhämtning i volymer kommer att ge en successivt stigande EBIT-marginal i flera år framöver.
- Förutom kostnadskontrollen kommer fokuseringen på Own Brands att medföra högre marginaler. Bruttomarginalen 2020 var 26 % för STRAX på koncernnivå men 32 % i Own Brands. En större andel Own Brands av försäljningen innebär därmed ytterligare stöd för en positiv marginalutveckling.
- Värderingen är låg. Multipelvärdering och kassaflödesanalys ger ett motiverat värde om 5,50–5,80 kr.
- Vårt motiverade värde har en väsentlig uppsida om STRAX lyckas utveckla så lite som ett enstaka brand (varumärke) utöver Urbanista till nivåer i linje med t.ex. Urbanista eller Gear4.

Bolags profil

Strax är aktiva inom marknaden för mobilaccessorier. Bolaget säljer produkter under egna, licensierade och tredjepartsvarumärken och har ett geografiskt fokus på Europa och Nordamerika.

Värdering

Vi värderar STRAX med en multipelansats och en kassaflödesmodell. STRAX handlas i linje med sektorkollegor sett till P/E-tal men har en rabatt sett till EV/EBIT 2023e. Med våra estimat antar vi att EBIT-marginalen i STRAX kommer att närma sig 9–10 % 2022–2023 och bör därmed motivera en värdering kring 8x EV/EBIT för 2022e, vilket är i linje med Doro och Cellularline som har liknande EBIT-marginal. Vår multipelvärdering motiverar ett värde om 5,50 - 5,80 kr per aktie. Vår kassaflödesanalys ger ett värde kring 6 kr per aktie.

Motiverat värde

5,50–5,80

Investment case

STRAX har ett naturligt fokus på både Distribution och Own Brands. Distribution står för 60% av EBIT och visade under 2020 att affärsområdet fungerar som en säkerhetsventil för bolaget. I ett läge när marknaden för mobiltillbehör föll kraftigt kunde STRAX skapa nya intäcksströmmar genom att använda sitt nätverk av leverantörer, återförsäljare och kunder till att sälja andra produkter och på så sätt skydda resultatet.

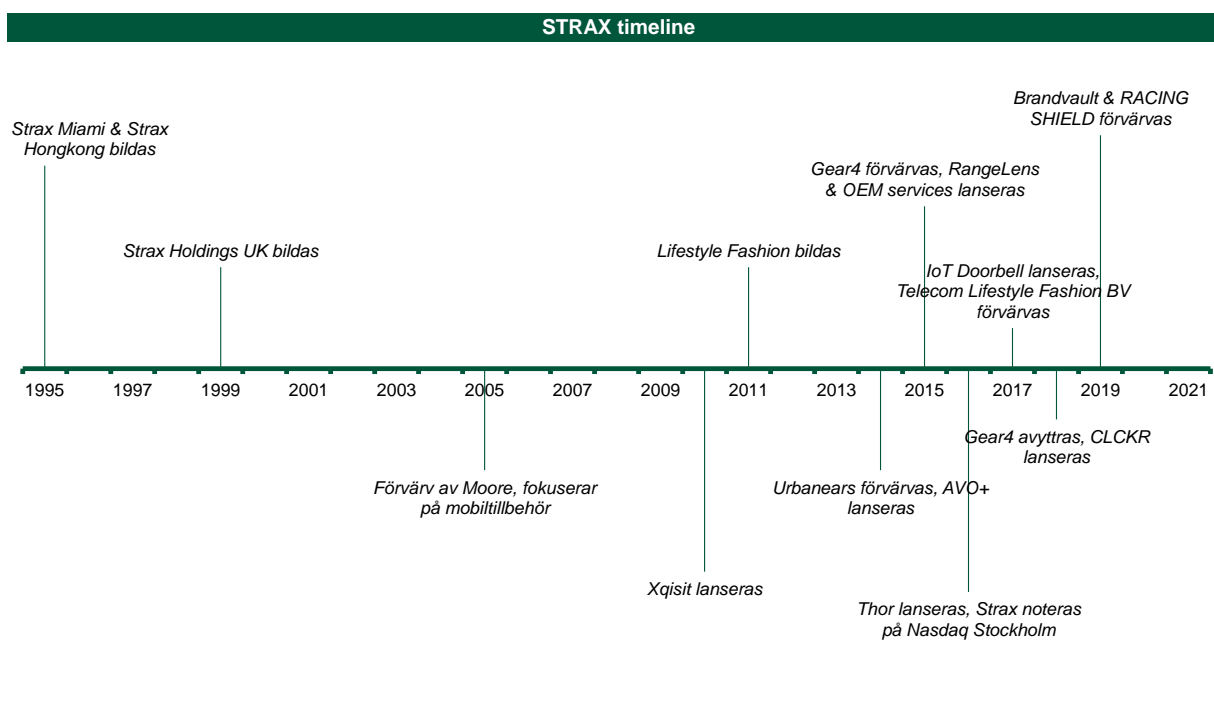
På nuvarande nivåer har STRAX en rejäl uppsida i aktiekursen relativt jämförelsebolag och baserat på en kassaflödesvärdering. Långsiktigt anser vi dock att den stora potentialen att skapa värde i bolaget ligger i att profilera sig som en utvecklare av varumärken (brands). STRAX har en lång erfarenhet av varumärkesbyggande och en uppbyggd infrastruktur för att både lansera och utveckla varumärken inom mobilaccessoarer. Förmår STRAX att bygga upp sin onlineplattform till en större volym och samtidigt lyckas med att bygga egna varumärken är det inom detta område det stora värdet av bolaget ligger.

Värdet av Own Brands illustreras bl.a. i försäljningen av Gear4, en transaktion som skedde till 1,5x sales. Urbanista är idag det starkaste varumärket i STRAX och skulle med samma värdering motsvara 300 mkr eller 75 % av värdet i hela STRAX. Kan STRAX fortsätta att skapa nya märken och utveckla befintliga märken till att nå liknande försäljningsframgångar kan så småningom hela affärsområdet Own Brands värderas till 1–1,5x sales.

Vi antar att Own Brands 2025e har kring 900 mkr i försäljning och då utgör 50 % av försäljningen i STRAX. Det finns en klar möjlighet att segmentet Own Brands i det läget värderas till över 1 mdkr. Detta scenario illustrerar den långsiktiga potentialen i STRAX, och vi ser att en uppvärdering kan komma i takt med att bolaget lyckas etablera sig som en varumärkesutvecklare snarare än bara en aktör inom mobiltillbehör.

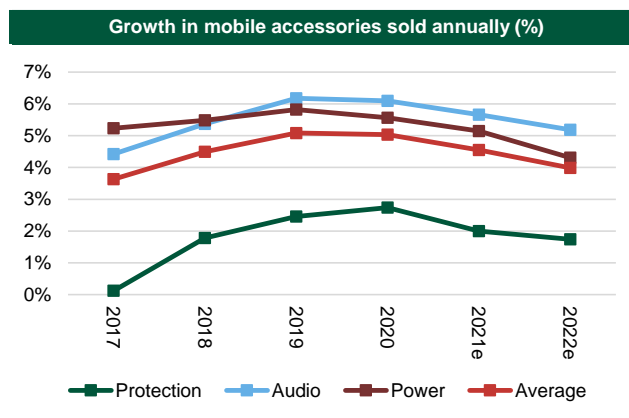
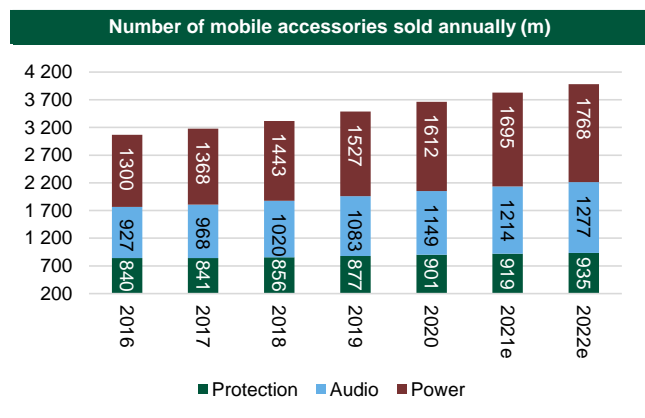
Bakgrund

STRAX grundades 1995 i Miami och Hongkong. I dagsläget har bolaget ca 200 anställda och är verksamt i 12 länder. STRAX logistik- och distributionscenter samt huvudkontor ligger i Tyskland och bolaget är noterat på Nasdaq i Stockholm. VD Gudmundur Palmason har arbetat i STRAX sedan 1999. Bolaget sålde inledningsvis både mobiltelefoner och tillbehör men delades upp i två delar där nuvarande STRAX blev ett bolag som enbart säljer mobiltillbehör. VD är största ägare i STRAX med ett innehav om 26%.



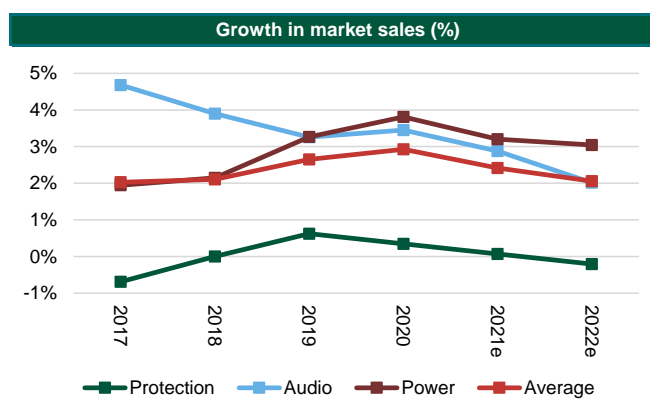
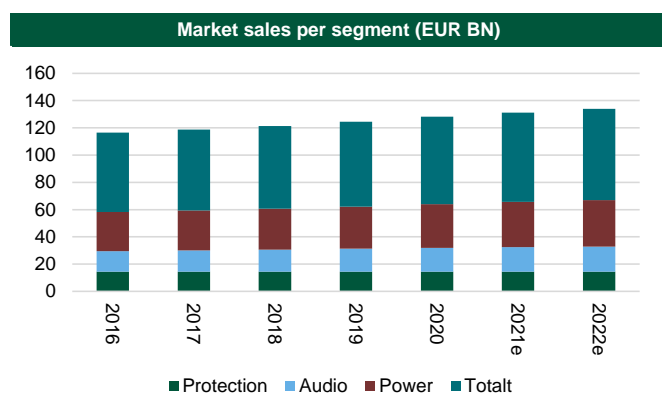
Marknad

STRAX är verksamma inom den globala marknaden för mobiltelefonstillbehör, som kan delas in i tre olika produktområden: Protection (produkter relaterade till telefonskydd), Power (produkter relaterade till batteritid, t.ex. externa batterier, laddare och kablar) och Audio (produkter relaterade till ljud, t.ex. hörlurar och mindre externa högtalare). Varje år uppgår nyförsäljning av smartphones globalt till ca 1,5 mdr nya enheter. Den befintliga basen uppgår till ca 6,5–7,0 mdr enheter, vilket sammantaget utgör den adresserbara marknaden för STRAX produkter.

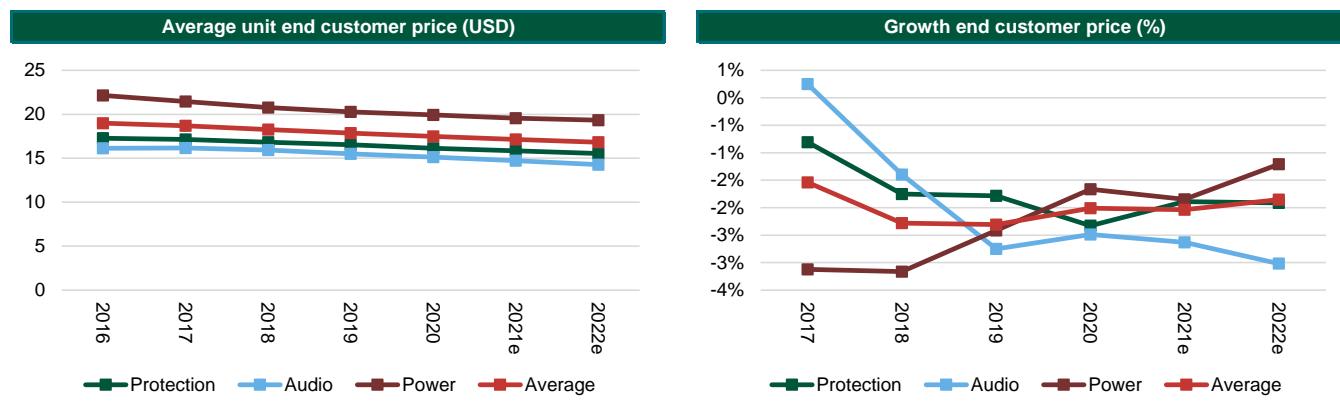


Den globala marknadsutvecklingen påvisar olika förutsättningar för delsegmenten Power, Protection och Audio. Segmentet Power är störst både sett till antal sålda enheter och omsättning. Protection är värdemässigt minst men med en stabil volymutveckling. Audio och Power uppvisar växande volymer medan volymtillväxten inom Protection är begränsad.

Eftersom produkterna inom Protection i huvudsak är tillbehör till mobiltelefoner följer försäljningsutvecklingen med smartphoneförsäljningen. Försäljningen är dock inte linjär med smartphoneförsäljningen eftersom antalet tillbehör (hörlurar, skal, laddare etc.) normalt är fler än ett per telefon. Nyförsäljningen av smartphones minskade förra året (ca -10 % år 2020). Samtidigt minskade Strax försäljning inom Accessories med 24 %. Peers som italienska Cellular Line och Big Ben i Frankrike haft liknande nedgångar. I maj-juni var 80 % av alla affärer stängda i Europa, vilket kraftigt påverkade försäljningen i fysiska butiker.



Sett till det totala värdet av den årliga försäljningen är produkter inom Power-segmentet något större än Audio och Protection sammantaget. Power växer värdemässigt något mer jämfört med Audio medan Protection uppvisar en stagnerad omsättningstillväxt sedan 2019.



Marknaden för mobiltillbehör är hårt konkurrensutsatt och priset per enhet sjunker med 2–3 % per år inom alla produktområden. Samtidigt stiger både kvaliteten och graden av teknisk komplexitet för produkter inom Audio och Power, vilket innebär att den reala prispressen för produkter inom de segmenten är ännu högre.

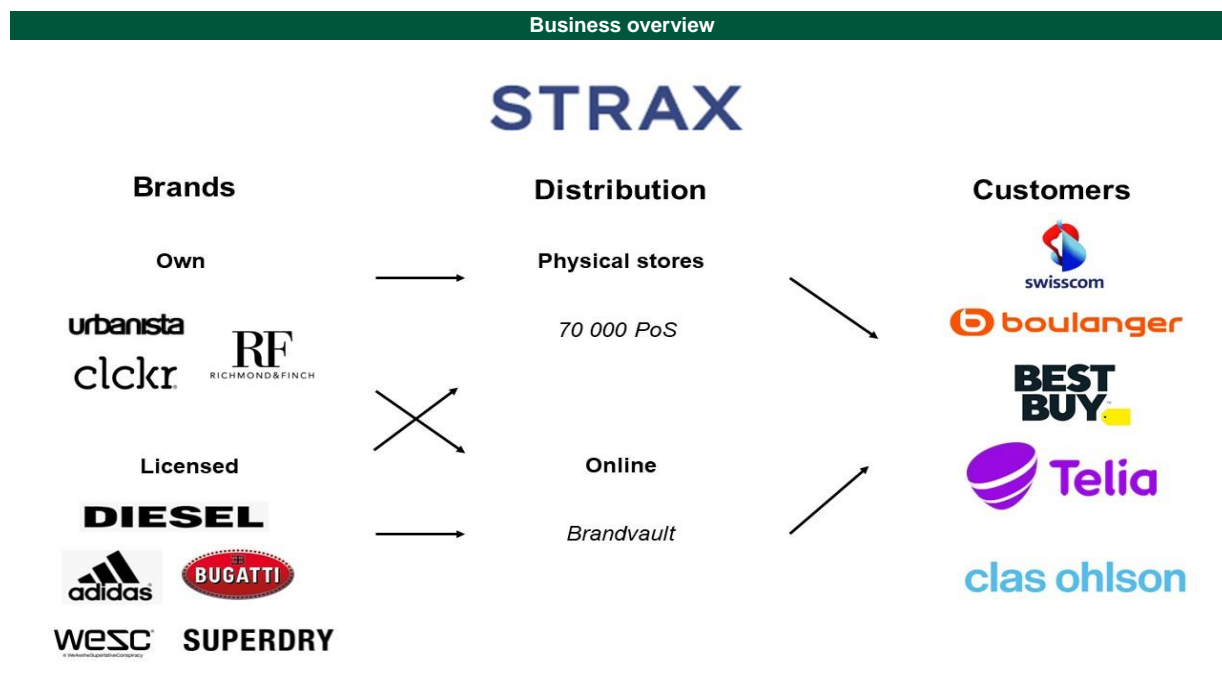
Marknadspositionering

STRAX äger och utvecklar varumärken inom tillbehör för mobiltelefoner med en omnichannel-strategi. Nyligen, som en respons på utbrottet av covid-19, har bolaget lagt till ett nytt produktområde i Health & Wellness. Den huvudsakliga indelningen som bolaget nyligen implementerade delar in verksamheten i två områden. Uppdelningen av bolaget i Own Brands och Distribution genomfördes redovisningsmässigt under 2020 och har enligt STRAX gett en tydligare styrning och kommunikation i de två affärsområdena.

- **Own Brands (egna varumärken):** Inkluderar varumärken som Urbanista, Clckr, Richmond & Finch, Planet Buddies, Xqisit, AVO+ samt övriga licensierade varumärken som Adidas, Diesel, SuperDry och WeSC.
- **Distribution:** STRAX (konsument och företag) samt Brandvault (onlineförsäljning)

Affärsflöde

STRAX affärsidé är att utveckla olika varumärken inom mobiltelefonaccessoarer och andra produktområden. Bolaget använder sin omfattande distributionsplattform för att få ut produkterna till kundbasen.



Own Brands

Inom verksamheten Own Brands är bolagets strategi att skapa värden genom att förvärva nya varumärken för att vidareutveckla dessa, men även att utveckla nya, helt egna varumärken. För att utnyttja den stora distributionskapaciteten i STRAX säljs även externa varumärken genom licenser.

Förvärvade varumärken:

Urbanista

Urbanista är ett svenskt så kallat lifestyle audio brand som förvärvades 2014. Produkterna består av hörlurar (in-ear, over-ear och on-ear) samt mindre högtalare. Försäljningen har sedan 2014 ökat från ca EUR 7 m till ca EUR 23 m 2019. Försäljningen sker både via fysiska butiker och online (som utgör drygt 25 %).

Richmond & Finch

Richmond & Finch är ett skandinaviskt bolag som STRAX förvärvade så sent som 2019. Produkterna består av mer lyxoriterade och modedesignade telefonskal och fodral för hörlurar av hög kvalitet. Fokus har varit att strukturera om bolagets organisation och försäljningen har legat stilla kring EUR 30–35 m under senare år.

Internt lanserade varumärken:

CLCKR

CLCKR är ett internt lanserat varumärke som skapades 2018. Produkterna består av telefonskal med integrerade hjälpmedel, så kallade attachables, som gör det möjligt att hålla fast telefonen i olika positioner. Denna marknad bedöms i USA uppgå till över USD 300 m. Fokus för detta varumärke är den amerikanska marknaden där de säljs främst via fysiska retailers som AT&T, Best Buy och HSN & QVC.

Planet Buddies

Under det onlinebaserade varumärket Planet Buddies marknadsförs produkter speciellt framtagna för barn – hörlurar, högtalare, fodral och hållare för både telefoner och surfplattor.

Vidare planeras lanseringen av ytterligare två interna varumärken inom Audio under 2021 med en digital försäljningsplattform.

Licensverksamhet:

Telecom Lifestyle Fashion

Bolaget bildades 2011 och förvärvades av STRAX 2017. TLF agerar som partner för internationella varumärken inom lifestyle och mode som vill expandera inom tillbehör för mobiler. Bolaget har exklusiva licensavtal med bl.a. Adidas, Bugatti, WeSC och Diesel. Försäljningen 2020 låg omkring EUR 10 m, det vill säga nära 10 % av hela STRAX försäljning. TLF är det bolag i gruppen som har störst andel onlineförsäljning med cirka 50 % vardera i försäljning online respektive fysiska retailers.

Normalt sträcker sig licenser över 3 år och baseras på försäljningsestimat för perioden. STRAX betalar kring 10 % i licensavgifter men om intäkterna inte når upp till beräknade nivåer måste STRAX ändå betala en viss garanterad licensavgift. Avtalen är förhållandevis komplexa att utforma eftersom de bygger på uppskattningar om framtida försäljning. STRAX hade till exempel ett licensavtal med Hugo Boss som gick riktigt bra år ett, medelbra år två och sedan avsevärt sämre det tredje året. Hugo Boss var dock ett viktigt avtal att få in eftersom det underlättat för att få in andra välkända märken. Adidas är exempelvis ett avtal som fungerat väl över alla år.

Positionering av olika brands

Både de egna och de licensierade märkena ligger i mellan- till högprissegmenten och STRAX äger inga märken i lågprissegmentet. I lågprissegmentet finns produkter som säljs till massmarknaden via exempelvis bensinstationer, kiosker och större varuhuskedjor. Prissättningen i den delen av affären är ständigt under hård press och prissättningsförmågan för varumärken är låg.

Genom att skapa en unik prägel för ett varumärke går priserna att hålla uppe. Det främsta exemplet är Urbanista vars hörlurar och högtalare lyckats profilera sig som high end, utan att ligga uppe i lyxsegmentet. Positioneringen för Urbanista är därmed stark. Produkterna har ett pris som når en större mängd kunder än de dyraste märkena men är samtidigt mer high end än lågprismärken. Ett varumärke i sig är viktigare för priset än vad själva produkten är.

Strategin från STRAX är att erbjuda flera olika varumärken eftersom vissa typer av produkter och märken passar olika bra att sälja i olika distributionskanaler. Varumärken som RF och Clckr, liksom Adidas premiumprodukter är inriktade mot fashion och dyrare butiker medan Adidas ordinarie produktutbud i större omfattning säljs i telekomaffärer och affärer för konsumentelektronik. Urbanista säljs i både high end-butiker och telekomaffärer.



Portföljstrategi för varumärken

En viktig aspekt av STRAX strategi är att hantera portföljen av varumärken. Nya varumärken skapas av STRAX själva eller köps in och vidareutvecklas och när försäljningen nått stark tillväxt kan varumärket vara aktuellt att sälja.

Konkurrensfördelar

Fördelen STRAX har är att de är nischade inom mobilaccessoarer och har hanterat en rad olika varumärken inom området under en längre tid. Därmed har STRAX byggt flera konkurrensfördelar:

- **Knowledge:** STRAX har lång erfarenhet av att jobba i nischen och är därmed naturliga att gå till om man som brand vill nå ut med en accessoar. STRAX vet vilka produkter som marknaden efterfrågar, samt vilken typ av distributionskanaler och vilken marknadsföring som behövs. Innan en produkt lanseras sköter STRAX testkampanjer för att se om produkten lyckas.
- **Leverantörer och supply chain management:** STRAX har väletablerade relationer med leverantörer, vet vilka man kan lita på och vilka som passar bäst för olika typer av produkttillverkning. Merparten av leverantörerna finns i Asien, med ett femtiotal leverantörer för licensierade brands och 70–80 ytterligare inom Own Brands. Totalt har STRAX 18 personer i bolaget som enbart jobbar med supplier-ledet i Asien. Detta är viktigt för globala märken som Adidas eftersom varumärket är den viktigaste tillgången Adidas har. Sälunda måste Adidas veta att varumärket inte urholkas på grund av t.ex. undermålig kvalitet eller sena leveranser.
- **Kundlistan** består av större etablerade kunder över hela världen. Kunderna vet att STRAX har kunskap om mobilmarknaden för accessoarer och att STRAX arbetar nära kunderna med vilka de har långa relationer. Kundlistan består av en rad kända namn såsom MediaMarkt, T-Mobile, Carrefour och Dixons Carphones samt de flesta större försäljningsställen för mobiltillbehör världen över. Kunderna använder ofta STRAX för innovationer, och vet att produkterna kommer att fungera att sälja. Alltså blir STRAX mer en partner än en distributör. Det uppbyggda förtroendet hos kunderna gör att STRAX snabbt kan sälja en ny produkt, som exempelvis ansiktsmaskerna, vilka lanserades 2020.
- **Positionering:** STRAX har en unik position med både egna märken och distribution inom mobilaccessoarer. Ingen annan aktör har båda dessa led.

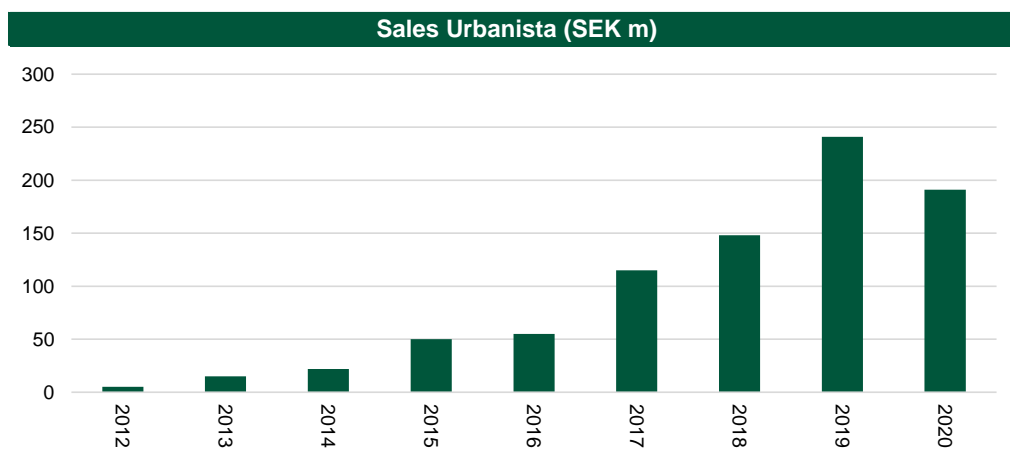
- **Global distribution** via mer än 70 000 points of sales. Inom accessoarer är denna räckvidd unik och ger STRAX en mycket attraktiv position. Det finns större distributörer med större räckvidd men dessa är enbart inriktade mot mobiltelefoner och handsets – inte accessoarer.

Värdeskapandet i varumärken

Ett exempel på vilka värden som kan skapas genom att utveckla varumärken är förvärvet av Gear4 som köptes 2015 för ca EUR 5,5 m, och vars verksamhet då omfattade både Audio och Protection. Under perioden 2015–2018 ökade försäljningen från EUR 1 m till över EUR 20 m och när bolagets såldes i slutet av perioden till det noterade amerikanska bolaget ZAGG landade försäljningspriset på EUR 35 m, vilket innebär en avkastning på över 600 % på 3 år. Försäljningspriset motsvarade en värdering om 1,5x sales.

Gear4 är ett tydligt exempel på hur ett varumärke kan utvecklas. Gear4 hade en bra produktportfölj inom Audio när det förvärvades men hade även en portfölj inom Cases, vilken var underutvecklad. STRAX ompositionerade affären till att fokusera mer på Cases och körde sedan ut produkterna i sin distribution och lyckades öka försäljningen markant. Köparen ZAGG hade vid förvärvet 100 000 points of sales i USA. För det mesta går det att nå upp till en viss nivå i försäljning om ett märke lyckas, men när väl den nivån etablerats är det svårt och dyrt att flytta upp märket till nästa nivå. Det är då det kan bli aktuellt att sälja ett varumärke.

Trots att Gear4 såldes för ett bra pris försvann inte alla intäkter för STRAX eftersom de behållit distributionen av produkterna i olika länder. Gear4 är ett tydligt exempel på att STRAX tjänar pengar i både märket och distributionen av märket. Sett till de egna varumärken som STRAX har idag är Urbanista den klart viktigaste tillgången med en försäljning som har mångdubblats sedan starten. 2020 innebar en svår miljö för Urbanista som drabbades hårt av nedstängningar av retailers vilket innebar att försäljningen för 2020 blev 191 mkr jämfört med 241 mkr under 2019. Trots nedgången i försäljning så står Urbanista för nära 20 % av försäljningen i hela STRAX och hälften av försäljningen i Own Brands. Nedan visas försäljningsutvecklingen för Urbanista sedan bolaget startades.



Sett till portföljen av varumärken var total försäljning inom Own Brands ca 400 mkr 2020 varav Urbanista stod för cirka hälften och licensaffären i TLF ca 100 mkr. Alltså står övriga brands tillsammans för cirka 100 mkr i försäljning.

Av dessa brands har Thor och Xquisit funnits länge medan Clckr, Richmond & Finch och Planet Buddies är relativt nya tillskott i portföljen och har i nuläget har tämligen begränsad försäljning. Två nya varumärken i portföljen kommer även att skapas under detta år och enbart vara inriktade mot onlineförsäljning.

STRAX uttrycker optimism inför utvecklingspotentialen i portföljen. Vad gäller till exempel Clckr och Richmond & Finch säljs båda märkena idag enbart online men för Clckr kan produkterna distribueras i hela försäljningsnätet för AT&T. Detta är ett nät om cirka 5 700 PoS, där merparten idag är stängda till följd av covid-19. Detta bör ge en

försäljningsboost när näten öppnar igen. Detta är bara ett exempel på tillväxtpotentialen och STRAX tror att alla brands i portföljen kan växa kraftigt.

När ett brand tas in i portföljen görs det alltid under förutsättningen att varumärket är positionerat för att kunna nå minst EUR 10 m i försäljning. Även om portföljen av dessa mindre brands idag har en relativt blygsam försäljning så visar exemplen med Gear4 och Urbanista att tillväxten kan gå snabbt när den väl börjar ta fart. Varumärkesportföljen innehåller således idag ett stort potentiellt värde i STRAX som inte är särskilt synligt.

Distribution

Distributionsplattformen i sig består av två delar. Den ena är rent fysiska försäljningställen (PoS), som säljer mobiltelefoner och därför också säljer accessoarer till telefonerna. Kunderna består av butikskedjor, telekombutiker, elektronikkedjor etc.

Den andra distributionsplattformen är en ren onlineförsäljning som hanteras av Brandvault. Brandvault bildades 2018 och förvärvades av STRAX 2019. Verksamheten ombesörjer STRAX egna varumärken samt varumärken från tredje part på olika globala marknadsplatser online som t.ex. Amazon och Ebay. Brandvault erbjuder olika typer av konsulttjänster inom marknadsföring och omsatte ca EUR 7 m under 2020. De två delarna i distributionsplattformen skapar således tillsammans ett stort försäljningsnät och blir därmed en viktig komponent för att locka in och skapa nya varumärken i bolaget.

Hur detta försäljningsnät kommer att se ut i framtiden återstår att se. Retailers generellt är inne i en svår period där nedstängningar började redan innan corona genom den hårda konkurrensen från e-handel. Pandemin har sedan accelererat denna trend, som är global men sker snabbast i Europa, med UK först ut. I USA finns samma trend med nedstängningar men de sker långsammare och där lever fortfarande många retailers.

Omställningen för retailers till online gör att alla retailers måste lägga om sin distributionsmodell, men STRAX är övertygade om att merparten av deras retailers kommer att finnas kvar om fem år, även om de kommer att ha anpassat sig till en lämplig storlek vad gäller fördelningen mellan online och fysisk distribution. Bolaget ser att det alltid kommer att finnas ett behov av att handla fysiskt.

STRAX får således intäkter både genom att sälja sina egna varumärken och genom att ta betalt för andra varumärken som får tillgång till STRAX distributionsplattform. Distributionsverksamheten tillhandahåller access till försäljningskanaler för både egna och licensierade varumärken. Man har avtal med samtliga större tillverkare av tillbehör till mobiler och även med telekomoperatörer och andra försäljningskanaler. Verksamheten omsätter ca EUR 70 m årligen och ytterligare mindre kompletterande förvärv kan bli aktuella framöver. STRAX distributionsplattform består av en europeisk och en nordamerikansk del:



Den europeiska delen består av ett centraliserat lager i Tyskland samt över 30 000 olika försäljningsställen i Tyskland, Benelux, Norden, Frankrike, Polen, Alps (omkring norra Italien) samt UK & Irland där bland annat företag som Mediamarkt, Dixons, T-mobile, Telia, Vodafone, Carrefour, Telenor och Swisscom ingår. I Nordamerika finns Strax representerat i Seattle, Minneapolis och Miami:

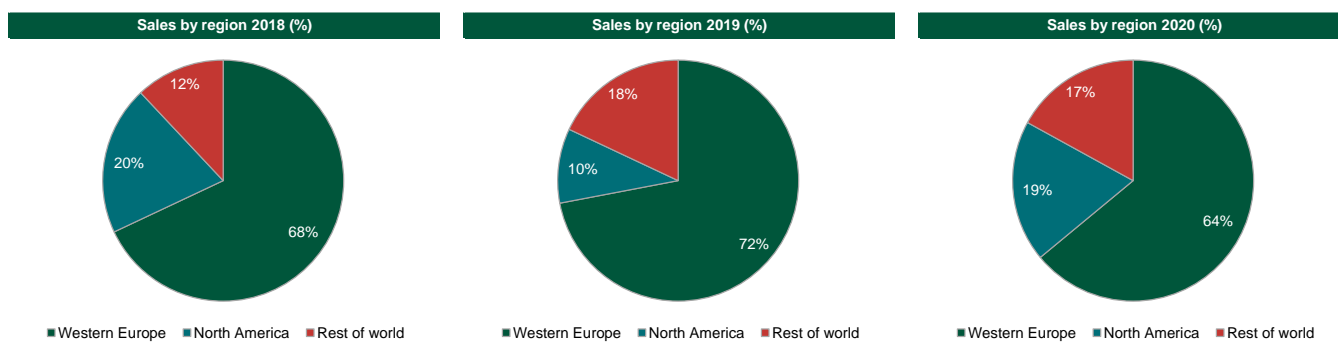


Den nordamerikanska distributionsplattformen består av över 35 000 olika försäljningsställen och representeras bland annat av bolag som Verizon, AT&T, Walmart, Nordstrom och London Drugs. Övrig internationell försäljning utgörs av över 10 000 PoS (point of sales) i främst Sydafrika, Japan, Mellanöstern, Australien, Nya Zeeland, Turkiet och Spanien. Den internationella plattformen är uppdelad på både fysisk och onlineförsäljning via bolag som Amazon, Turkcell, Ebay och Kitamura.

STRAX ser det fortfarande som en edge att ha en stor distributionskapacitet eftersom det möjliggör för produkter att snabbt komma ut på marknaden. För vissa egna produkter har STRAX exklusivitet. Exempelvis kommer två nya modeller för hörlurar inom Audio att komma ut i Q2 i år, vilka enbart kommer att säljas online på STRAX egen plattform.

Regional fördelning

Merparten av Strax försäljning sker inom Europa som representerar ca två tredjedelar av bolagets totala försäljning.



Distributionen ger en möjlighet att snabbt ställa om affären

Inriktningen mot att sälja accessoarer inom mobilmarknaden innebär utmaningar. Hela marknaden har i sig en begränsad tillväxt och en strukturell prispress. Med detta i åtanke kan man konstatera att STRAX agerar snabbt för att anpassa bolaget till ständigt ändrade marknadsförutsättningar vilket det finns flera exempel på.

Under 2005 sålde bolaget bara mobiltelefoner men insåg att den marknaden hade för hård konkurrens och redan 2006 hade STRAX ställt om till mobilaccessoarer. Målet 2010 var att nå 30 % andel av försäljningen i Own Brands, och redan 2014 hade andelen nått 50 % (andelen gick sedan ner igen i och med försäljningen av Gear4). Under förra året dök försäljningen av mobilaccessoarer snabbt i samband med pandemin, och STRAX prioriterade onlineförsäljning samtidigt som ett nytt affärsområde startades inom Health & Wellness vilket inkluderar försäljning av ansiktsmasker. Trots att affärsområdet lanserades så sent som i april 2020 nådde försäljningen upp till kring EUR 20 m år 2020 eller 20 % av hela STRAX försäljning.

Snabbheten i att ställa om distributionen till onlineförsäljning och samtidigt fylla distributionen med nya produkter räddade således STRAX från ett större intäktsbortfall vilket visar värdet av att ha en stark distributionskapacitet med upparbetade kundrelationer. Retailers som finns i distributionsnätet efterfrågar alltid nya produkter att sälja och STRAX har erfarenhet och know-how i att veta vilka produkter som fungerar i nätverket.

Förvärv

STRAX har sedan bolaget bildades haft förvärv som en del i sin tillväxtstrategi och mycket av värdet som byggts i bolaget kommer från förvärv där STRAX lyckats vidareutveckla varumärken som Gear4 och Urbanista, vilket lett till en markant försäljningsökning.

I nuläget tillåter dock balansräkningen inte några större förvärv. Med det nya lånet om EUR 20 m som togs upp från Proventus är nettoskulden kring EUR 35 m. Skulderna innehåller dock kring EUR 20 m i en rörelsekapitalkredit för att kunna ha likviditet till större leveranser inom Health & Wellness där kunderna ofta är stora organisationer och där leveranser måste kunna ske med säkerhet.

STRAX ser dock att det finns fortsatta möjligheter att göra förvärv. Transaktioner kan struktureras så att de blir kassaflödesneutrala genom att använda tilläggsköpeskillingar och därmed behöver ett förvärv inte innebära så mycket högre skuldsättning. Det finns också intressanta möjligheter i rådande marknadsläge där flera aktörer är under press.

Distribution står fortfarande för över 60 % av STRAX intäkter och över 70 % av EBIT, och med STRAX tro på att detta kommer att vara en fortsatt konkurrensfördel utesluter inte bolaget att det kan ske förvärv av retailers. STRAX har i Europa flera platser där de inte är närvarande och det finns i varje europeiskt land 2–3 aktörer som är villiga att sälja. Därför anser STRAX att det nu kan vara läge att kunna förvärva distribution. STRAX tror att försäljning kan komma tillbaka till 80–90 % av nivån innan covid-19. Möjligheten ligger i att köpa en distributör billigt, centralisera all lagerhållning till STRAX eget centrallager i Europa, och sedan rida på vägen när försäljningen kommer tillbaka.

Rent perceptionsmässigt innebär en sådan affär en risk för att mottas negativt av marknaden eftersom Distribution har både lägre marginaler och tillväxt än Own Brands. STRAX menar dock att det rent resultatmässigt är tämligen lätt att göra en sådan affär lönsam ganska omedelbart.

- För det första skulle STRAX i ett sådant förvärv baka in en stor del earn out i priset
- För det andra skulle STRAX direkt kunna köra ut sina brands i det förvärvade nätet och snabbt nå skalfördel
- För det tredje arbetar STRAX med bara två lager, ett i UK och ett i Tyskland (för hela Europa), och kan därför omgående lägga ner delar av det förvärvade bolaget och nå kostnadssynergier.

Finansiella mål

STRAX har hittills inte kommunicerat klara finansiella mål för verksamheten men kommer under hösten att diskutera affärsplanen på medellång och lång sikt. Det är därmed möjligt att finansiella mål kommer att meddelas i samband med denna affärsplanering. Finansiella mål för tillväxt, marginaler och skuldsättning skulle underlätta förståelsen för bolaget hos investerare.

Defensiva kvaliteter

STRAX försäljning drabbades hårt av utbrottet av covid-19 under 2020. Cirka 90 % av all försäljning sker via fysiska inköpsställen och många av dessa var stängda när smittspridningen var som värst under andra kvartalet 2020. Trots detta lyckades bolaget med att hålla försäljningen för helåret på nästan oförändrad nivå jämfört med 2019 och även uppnå en ökning om 10 % av EBIT.

Key financial ratios		
	<u>2019</u>	<u>2020</u>
Sales growth (%)		-2%
Own brands		3%
- <i>Urbanista</i>		-21%
- <i>Other brands</i>		41%
Distribution		-4%
Sales (% of total)		
Own brand	35%	36%
Distribution	65%	64%
EBIT growth (%)		10%
Own brand		46%
Distribution		-4%
Gross margin (%)	24%	26%
Own brand	27%	32%
Distribution	23%	22%
EBIT (% of total)		
Own brand	30%	41%
Distribution	83%	72%
Other	-13%	12%
EBIT margin (%)	5,4%	6,1%
Own brand	4,8%	6,8%
Distribution	6,8%	6,8%

Nedgången inom Accessories var mycket kraftig under 2020 med en minskning om 24 %. Global försäljning av smartphones minskade under förra året, vilket hade en negativ inverkan på försäljningen av tillbehör till mobiler och särskilt på skyddsprodukter som till exempel mobilskal.

Nedgången kunde motverkas genom att STRAX öppnade upp ett produktområde – Health & Wellness (H&W) – som genererade en försäljning på ca EUR 25 m under året, vilket motsvarar ca 23 % av total försäljning. Starkt bidragande till försäljningsökningen inom Health & Wellness var omställningen STRAX gjorde till att börja sälja ansiktsmasker.

Lönsamheten steg under 2020 jämfört med 2019. Genom att Own Brands lyckades med att både öka försäljningen och bruttomarginalen steg EBIT i STRAX med 10 % jämfört med året innan. Efter ett svagt första halvår steg bruttomarginalen kraftigt under H2 och ökade med 1 procentenhet till 26 % för helåret.

Sammantaget har STRAX lyckats hantera de negativa effekterna av covid-19 väl genom en bibehållen försäljningsnivå, platta kostnader och ökad lönsamhet genom en högre bruttomarginal. Bidragande till stabiliteten i resultatet har varit att management visat en förmåga att vid behov bredda bolagets produktsortiment genom skapandet av H&W, vilket bidragit till en större diversifiering och ett mindre beroende av mobilmarknaden. Vi ser inte detta som en engångsföreteelse utan mer som ett långsiktigt strategiskt vägval där bolaget mer opportunistiskt kan komma med nya lanseringar inom andra produktområden under kommande år.

Prognos

Återhämtning inom global försäljning av mobiltelefoner och minskade restriktioner bör ge STRAX ett gott utgångsläge för att öka försäljningen under 2021. Enligt Gartner Inc väntas försäljningen av smartphones globalt öka med 11 % under 2021 och därmed komma tillbaka till nivån för 2019.

Global phone sales (units, m)			
	2019	2020	2021e
Units	1 541	1 379	1 535
Growth		-10,5%	11,3%

Källa: Gartner

Längre prognoser antar att smartphoneförsäljning över perioden 2021–2026 kommer att ligga på en tillväxttakt om 11 % per år (Mordor Intelligence). Tillväxten har varit stark i många år men penetrationen av smartphones är nu hög med nära 90 % för hushåll i USA och 50 % penetration globalt. Tillväxten kommande år antas i första hand drivas av en omväxling från penetration till replacement där 5G-telefoner och vikbara telefoner ersätter tidigare mobiltelefoner.

STRAX kärnverksamhet är starkt beroende av försäljningen av mobiltelefoner och kommer att gynnas av att tillväxten nu tar fart. Ökade lättnader, minskade restriktioner med större rörelsefrihet och därmed ökat resande kommer också ha en positiv effekt på STRAX försäljning. Detta gäller särskilt inom Own Brands där försäljningen av mer modeorienterade produkter som Urbanista särskilt kommer gynnas av en ökad fysisk rörlighet och resande.

De positiva effekterna av lättare restriktioner kommer dock att ske gradvis vilket gör att tillväxten i försäljning för STRAX antas vara måttlig under första halvåret men accelerera under andra halvåret 2021 och första halvåret 2022. Vi räknar med att 2021 kommer innebära ett starkt år för STRAX och estimerar att försäljningen totalt sett kommer att öka kring 20 % jämfört med 2020 för att därefter nå 6–7 % i tillväxttakt under 2022–2023.

Vi räknar inte med att försäljningen inom H&W kommer att öka på samma sätt under 2021, men detta kompenseras av en stark utveckling inom andra delar av Own Brands. Försäljningen inom Own Brands utgörs till ca 50 % av Urbanista och resterande del av övriga varumärken. Återhämtning i resande samt nya produkter antas innebära att Urbanista får en stark försäljningsökning 2021 för att därefter ligga på en tillväxttakt omkring 15 % per år. För övriga märken inom Own Brands antas återhämtningen bli kring 20 % 2021 för att därefter nå omkring 10 % försäljningsökning per år. Sammantaget antas Own Brands växa med 30 % under 2021 och mellan 10–13 % åren därefter.

En återöppning av samhällen och därmed automatiskt fler försäljningsställen som säljer STRAX produkter bör innebära att även Distribution kommer att kunna öka försäljningen markant under 2021 och vi antar en försäljningsökning om 10 % för 2021 för att därefter ligga på en låg tillväxtnivå. STRAX pekar på att utbrottet av covid-19 har lett till en situation där en del nya affärsmöjligheter inom distributionsverksamhet har skapats som kan möjliggöra ytterligare mindre förvärv av distributionskapacitet framöver. Sammantaget pekar våra estimat på en försäljningstillväxt inom distribution på ca 6 % för 2021 och runt 3 % för åren därpå.

Ökade volymer driver på marginalexpansionen under kommande år

Trots det problematiska året 2020 lyckades ändå STRAX att öka EBIT-marginalen från 5,4 till 6,1 % genom en förbättring av bruttomarginalen inom Own Brands. Vi tror att denna förbättring kommer att kvarstå och förbättras ytterligare under kommande år i takt med förbättrade volymer och estimerar att EBIT-marginalen kan expandera upp mot 9–10 % under kommande år.

Kostnadskontrollen i STRAX är stark och eftersom cirka 90 % av kostnaderna är fasta så kommer ökade volymer att resultera i en förhållandevis hastig positiv resultat effekt. Det är främst bidraget från Own Brands som kommer lyfta totalmarginalen i bolaget. En fortsatt förstärkning av bruttomarginalen, främst genom stark volymtillväxt till omkring 34 %, kommer medföra att EBIT-marginalen stiger upp mot 15 % för år 2023. För distribution ser vi en mer stabil utveckling med en bibehållen bruttomarginal kring 23 % och med en EBIT-marginal kring 9–10 % under kommande år.

Viss osäkerhet kring effekten av ökad onlineförsäljning

Trots den positiva effekten av ökade volymer så råder osäkerhet kring hur migrationen mot en ökad onlineförsäljning kan påverka STRAX marginaler. I dagsläget omfattar onlineförsäljningen ca 10 % av total försäljning och bolaget har som mål att öka sin onlineförsäljning till ca 50 % inom tre år. Marginalen vid onlineförsäljning kommer vara lägre än vid fysisk försäljning och under den tid som företaget etablerar sitt varumärke och bygger upp en plattform online kan kostnaderna för detta medföra att bidraget från denna del av verksamheten kommer vara begränsat.

Osäkerhet kring utvecklingen av H&W

H&W lanserades under covid-19 och bidrog starkt till försäljningen under 2020. Frågan är hur detta produktsegment kommer utvecklas framöver när de positiva effekterna från covid-19 avtar. Initialt kan bidraget från H&W vara begränsat i förhållande till övriga produktkategorier, men borde på sikt kunna anpassas till normala förhållanden och uppnå stabila volymer och marginaler.

Värdering

Peervärdering och kassaflödesanalys ger ett motiverat värde om 5,5–5,8 kr

Det finns en rad olika tillverkare och märken för accessoarer till mobiltelefoner varav en del mobiltillbehör säljs av mobilproducenter såsom Apple. Av de rena tillbehörtillverkarna är många noterade som exempelvis Zound Industries, Harman, GN Group eller Incipio.

Rena tillbehörstillverkare som är noterade är relativt få. Nedanstående grupp av bolag är rimliga att jämföra med STRAX värderingsmässigt. Northbase är svenskt bolag som enbart säljer hörlurar, även Doro är svenskt och inriktat mot telekomutrustning för seniorer. Cellularline är italienskt, Bigben franskt och Plantronics amerikanskt, och samtliga dessa tre bolag är verksamma inom konsumentelektronik eller tillbehör för mobiltelefoner. Alla bolag i peergruppen, förutom Plantronics, har EBIT-marginaler under 10 % för 2020, vilket återspeglar den hårda konkurrenssituationen i sektorn.

Key financial ratios (consensus, STRAX EPB est.)									
	Currency	Price	Mkt cap	P/E			P/S		
				2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
STRAX	SEK	4	484	22	11	8	0,4	0,4	0,3
Northbaze	SEK	2	156	10	7	4	0,9	0,8	0,7
Doro	SEK	59	1 409	13	12	11	0,8	0,8	0,8
Cellularline	EUR	5	91	10	7	6	0,7	0,6	0,6
Bigben Interactiv	EUR	20	399	22	15	13	1,4	1,2	1,1
Plantronics	USD	38	1 566	10	10	9	0,9	0,9	0,8
Avg ex STRAX				13	10	9	1,0	0,9	0,8

STRAX handlas således ungefär i linje med de andra bolagen sett till P/E-tal men med 30 % rabatt på EV/EBIT 2023 och en avsevärd rabatt sett till P/Sales. Vi anser att ett motiverat värde per aktie i STRAX bör vara kring 5,5 kr. Med våra estimat antar vi att EBIT-marginalen i STRAX kommer att närma sig 9–10 % 2022–2023 och bör därmed motivera en värdering kring 8x EV/EBIT för 2022e, vilket är i linje med Doro och Cellularline som har liknande EBIT-marginal.

Motiverat värde motsvarar en P/E-värdering om 16x för 2022e och 11x för 2023e vilket medför en värdering i linje med Doro men en premie mot Cellularline. Å andra sidan motsvarar motiverat värde en värdering kring 0,5x Sales, fortfarande klart under de andra bolagen.

Vår kassaflödesanalys ger ett värde kring 6 kr per aktie. Modellen baseras på prognoser till och med 2028. Vi har tillämpat en WACC om 12 %, som inkluderar ett tillägg för att reflektera bolagsstorleken eftersom STRAX börsvärde underskrider 500 mkr. Tillväxten avtar något till att nå 5 % topline för 2027.

Key financial ratios (consensus, STRAX EPB est.)									
	Currency	Price	Mkt cap	EV/EBIT			EBIT marg (%)		
				2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
STRAX	SEK	4	484	9	7	6	6%	7%	8%
Northbaze	SEK	2	156	39	11	7	-3%	2%	6%
Doro	SEK	59	1 409	10	8	7	6%	8%	9%
Cellularline	EUR	5	91	19	9	7	-2%	6%	9%
Bigben Interactiv	EUR	20	399	11	8	7	9%	11%	13%
Plantronics	USD	38	1 566	12	10	9	14%	15%	15%
Avg ex STRAX				18	9	7	5%	8%	10%

Värdet av brandportföljen kan skapa väsentlig uppsida i motiverat värde

Att notera är att STRAX market cap är 420 mkr idag, d.v.s. nära det värde Gear4 såldes för. Alltså värderas STRAX idag motsvarande i princip ett enda lyckat varumärke. Utan att det än så länge är en uttalad strategi är STRAX villiga att sälja varumärken om priset är det rätta, och därför är det intressant att se vad respektive brand i gruppen kan vara värda.

Urbanista är idag det överlägset största märket sett till försäljning. Bolaget hade försäljning om EUR 20 m 2019 och hade på några år ökat försäljningen 6–8 ggr. Förra året stod Urbanista ensamt för nästan 20 % av försäljningen i STRAX, men drabbades hårt av pandemin under 2020. Positioneringen av bolaget är stark eftersom Audio är det starkast växande segmentet inom accessoarer och Urbanista dessutom har en prisnivå som ligger över snittet. Positioneringen är således rätt för att kunna växa snabbt igen. Lönsamheten i Urbanista uppges av STRAX ligga nära den Gear4 hade och med en P/Sales-multipel i linje med Gear4-försäljningen om 1,5x så är värdet av Urbanista minst omkring 300 mkr, eller över 60 % av nuvarande market cap i STRAX. Resten av STRAX värderas i så fall till 170 mkr, d.v.s. ungefär motsvarande värdet av bara ett enda märke till i sin portfölj, om det märket når försäljningsambitionen om minst EUR 10 m och värderas till 1,5x Sales. Skulle det ske värderas STRAX alla övriga brands, licensaffären samt hela distributionen till noll, det vill säga är gratis. Detta är givetvis bara ett räkneexempel men visar potentialen som finns i STRAX varumärkesportfölj och att vårt motiverade värde för bolaget är konservativt.

Ägarbild

Ägarbild

De två största ägarna i STRAX AB är Gudmundur Palmason, VD och ledamot för bolaget, samt styrelseledamot Ingvi Tyr Tomasson som innehar 26,1 respektive 25,9 % av kapital och röster. Tredje största ägare är Per-Arne Åhlgren som kontrollerar 18,2 % av ägandet. Bland övriga större ägare återfinns det norska bolaget Anchor Secondary 4 AS med 4,7 % av röster och kapital, samt Avanza Pension med sina 2,9 % av ägandet.

Styrelse

Nuvarande styrelse i Strax består av 1+4 ordinarie styrelseledamöter vilka presenteras nedan.

Bertil Villard, styrelseordförande

Invald i styrelsen 2003, styrelseordförande sedan 2016. Övriga uppdrag innefattar bland annat styrelsepost i Landsort Care AB, 3 och 4 AB, Azelio AB, Prior & Nilsson Fond och Kapitalförvaltning AB, Polaris A/S samt iCoat AB. Bertil har tidigare erfarenhet som bolagsjurist för Swedish Match AB, Stora Kopparberg AB och Esselte AB, samt tidigare chefsposition för Corporate Finance-avdelningen på ABN Amro Alfred Berg Fondkommission och utöver det även tidigare partner i advokatfirman Vinge.

Anders Lönnqvist, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2000. Övriga styrelseuppdrag innefattar ordförande för Novago Capital AB och Stronghold Invest AB, samt ledamot för SSRS Holding AB (Elite Hotels) och Rental United. Anders har varit verksam inom utvecklings- och investmentbolag så som Hevea AB, Investment AB Beijer och Schatullet AB. Anders är även ägare och styrelseordförande i Servisen Group AB.

Ingvi T. Tomasson, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2016. Övriga styrelseuppdrag inom Tommi's Burger Joint. Ingvi är även VD och styrelseledamot för IK Holdings, och VD för STRAX Americas, Inc.

Pia Anderberg, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2018. Övriga styrelseuppdrag inkluderar ordförande i Mitt Liv, samt ledamot i Åhléns, Novax, Hyper Island samt DIB Services AB. Pia har erfarenhet som investerare och entreprenör, och har även arbetat som direktör för HR och förnyelse på Axel Johnson. Hon är även grundare av ett flertal bolag så som Novare Human Capital och Samsari.

Gudmundur Palmason, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2016. Gudmundur är även VD för STRAX-koncernen. Övriga styrelseuppdrag innefattar ledamot i Zymetech ehf., Urbanista AB, Viss ehf., Fortus hf., XOR ehf., SRX ehf., Enzymatica AB, SRX Limited, TLF BV och Richmond & Finch.

Koncernledning

STRAX AB:s koncernledning består av:

Gudmundur Palmason

Styrelseledamot och VD för bolaget.

Johan Heijbel

CFO sedan 2016. Övriga uppdrag innefattar bland annat ledamot i Novestra Financial Services AB, Sowntone Ltd., WeSC AB och Richmond & Finch.

ESG-analys

STRAX produkter inom mobiltillbehör och diverse marknadsföringstjänster relaterade till kataloger, reklam, paketering och distribution distribueras globalt och berör därmed vissa globala miljöaspekter av vikt att belysa. STRAX arbetar på ett medvetet sätt för att i bästa mån försöka kompensera för utsläpp samt stärka sociala förhållanden bland medarbetare, leverantörer och övriga partners. Genom implementering av policys och uppförandekoder bidrar STRAX till bättre villkor för berörda parter.

Environment

STRAX ansvarar för påverkan från verksamheten på omvärlden och har vidtagit initiativ för att minska koncernens miljöpåverkan. Genom att optimera användandet av naturresurser samt utnyttja material som är komposterbara alternativt biologiskt nedbrytbara, utgör produkterna ett mindre klimatavtryck. Transport utgör en miljöfråga för STRAX verksamhet, då produktionsanläggningarnas geografiska placering innebär utmaningar för en global distribuering utifrån ett ekologiskt perspektiv. STRAX har valt att rikta ytterligare fokus gentemot ett minskat miljöavtryck i vardagen bland medarbetarna. Genom skapandet av styrgruppen STRAX+ lyfts väsentliga hållbarhetsfrågor inom olika områden för att förankra arbetet i verksamheten.

Social

Utöver de miljömässiga hållbarhetsaspekterna ser STRAX betydelsen av att bistå med en god arbetsmiljö. Social hållbarhet ska följa hela värdekedjan och följs upp genom revisioner hos samtliga nya större leverantörer. STRAX har infört en tredjepartsvalidering av socialt ansvarstagande bland strategiska partners som ett komplement till de interna revisioner som i sig innebär regelbundna besök i fabriker. Detta bland annat som grund i arbetet att kunna främja trygghet och rättvisa i arbetsförhållanden inom STRAX koncernen. För att garantera detta har STRAX implementerat en styrningsstruktur, så kallad Corporate Social Responsibility (CSR), som även belyser de kriterier som används i leverantörsutvärderingar.

Governance

STRAX tillämpar Responsible Business Alliances (RBA:s) uppförandekod för att ställa krav på leverantörer samt upprätthålla en tydlig kommunikation kring vilka förväntningar och kvalitetssäkringar som krävs för att vara leverantör. STRAX arbetar kontinuerligt mot mutor, korruption och bedrägerier genom de implementerade uppförandekoderna både internt såväl som i leverantörsrelationer. STRAX strävar mot att upprätthålla hög etisk standard gentemot medarbetare, partners och kunder. Bolaget har nolltolerans för korruption, mutor och bedrägeri och har därmed utarbetat policys för att undvika oetiskt agerande.

Income statement								
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net sales	92	100	107	114	112	126	143	153
Cost of goods sold	-66	-72	-81	-86	-83	-92	-104	-110
Gross profit	26	28	26	28	29	34	39	43
Selling expenses	-14	-15	-21	-16	-18	-20	-22	-23
Administrative expenses	-5	-7	-9	-5	-4	-5	-5	-6
Other operating expenses	-7	-5	-2	-8	-12			
Other operating income	6	5	4	8	12			
EBITDA	7	8	1	8	9	11	13	16
Depreciation and amortization	-2	-3	-4	-2	-2	-2	-2	-2
EBIT	5	6	-2	6	7	9	11	14
Net financial items	-1	-2	24	-6	-6	-6	-6	-6
Profit before taxes	4	4	22	0	1	3	5	8
Tax	-1	-2	-5	-2	0	-1	-1	-2
Profit or loss for the period	3	2	17	-2	1	2	4	6

Cash Flow Statement								
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Profit before tax	4	4	22	0	1	3	5	8
Adjustments	3	5	-21	8	8	2	2	2
Paid taxes	0	-1	-1	-1	0	-1	-1	-2
Operating cash flow before changes in working capital	6	8	0	8	8	4	6	8
Changes in working capital	-4	-4	-3	-4	-11	-1	-1	1
Cash flow from operations	2	4	-3	3	-3	3	5	9
Investment in intangible assets	-1	0	1	-1	-2	0	0	0
Investments in tangible assets	-2	-2	-2	-1	0	-1	-1	-1
Investments in subsidiaries	-2	-7	22	0	0	0	0	0
Cash flow from investments	-5	-10	21	-2	-2	-1	-1	-1
Cash flow from financing activities	2	8	1	-22	9	0	0	0
Cash flow for the period	-1	2	19	-21	4	3	5	8

Balance Sheet								
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ASSETS								
Goodwill	20	27	21	28	28	28	28	28
Other intangible assets	1	4	1	4	4	4	4	4
Tangible fixed assets	2	2	1	1	1	2	2	3
Other assets	4	1	2	1	3	3	3	3
Non-current assets	26	34	25	34	36	35	35	36
Inventories	11	10	15	17	28	28	24	24
Tax receivables	0	1	1	1	1	1	1	1
Accounts receivables	13	26	28	26	19	24	33	35
Other assets	8	7	14	20	8	8	8	8
Cash and cash equivalents	4	6	25	4	7	10	15	23
Current assets	36	49	83	69	63	71	81	92
Total assets	63	83	108	103	99	106	116	128
EQUITY								
Share capital	12	13	13	13	13	13	13	13
Other	6	8	22	7	0	8	12	18
Total equity	18	21	34	20	18	20	25	31
LIABILITIES								
Tax liabilities	0	0	0	3	0	0	0	0
Other non-current liabilities	6	13	10	9	43	43	45	46
Non-current liabilities	6	13	10	12	43	43	45	46
Accounts payable	14	18	22	22	16	20	25	28
Other liabilities	25	31	42	48	22	22	22	22
Current liabilities	39	49	63	70	38	42	47	50
Total equity and liabilities	63	83	108	103	99	106	116	128

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