



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Finland | 5 November 2021

Loudspring

Uppdatering för tredje kvartalet

Uppdatering kring portföljbolagen

Loudsprings största portföljbolag Eagle Filters redovisar intäkter samt orderbok som totalt uppgår till EUR 4 m i samband med att uppdateringen offentliggjordes. Under Q3 nyttjade Loudspring sin option att köpa 100% av Eagle Filters och äger därmed nu hela bolaget. Nuuka Solutions växer SaaS-intäkterna från EUR 85 000 till 90 000 q/q.

Aktiviteter efter Q3

Bland övriga bolag har portföljbolaget Enersize meddelat en förändring i företagsstruktur, inriktning och strategi, se längre ned. Inför 2022 ser vi positivt på Loudsprings möjligheter att växa via bidrag från respiratorverksamheten i Eagle Filters, samtidigt som kärnverksamheten växer med stöd från globala trender.

Justeringar

Vi gör vissa estimatjusteringar, primärt i Eagle Filters. Estimaten reflekterar en något fördröjd uttrullning av andningsmasksförsäljningen, samtidigt som vi ser indikationer om en högre kostnadsbas med pressade marginaler. Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde om EUR 0,33 - 0,35 (0,41 - 0,43) per aktie.

Bolagsfakta (EURm)		Prognos (EUR)				Risk och Avkastning	
		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	0.3 - 0.4
Antal aktier	43m					Current price	0.2
Market cap	10	Sales,m	0	0	0	Riskenivå	Medium
Nettoskuld	4	Sales Growth	(7)%	5%	0%		
EV	14	EBITDA, m	(0.8)	(0.8)	(0.8)		
Free Float	77%	EBIT, m	(1)	(1)	(1)		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	59(k)	EPS, adj	(0.0)	(0.0)	(0.0)		
Reuters/Bloomberg	LOUDS.ST/LOUDS.SS	Equity/Share	0.0	0.2	0.2		
		Dividend	0.0	0.0	0.0		
		P/Equity	47.2x	1.2x	1.1x		
		Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%		
		Net Debt/EBITDA	(5.1)g	(4.2)g	(4.0)g		

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Finland | 5 November 2021

Sammanfattning

Uppdatering för tredje kvartalet

Investment Case

Loudspring är ett investmentbolag vars mål är att investera i och bidra till att bygga lönsamma och konkurrenskraftiga företag för effektivt utnyttjande av naturresurser och som löser globala utmaningar. Bolaget fokuserar på investeringar i företag med stort genomslag på marknaden samt en skalbar och kapitaleffektiv affärsmodell. Portföljen består av fyra kärninnehav samt ett antal mindre innehav.

Eagle Filters

Eagle Filters tillverkar högeffektiva gasturbinfilter för gaskraftverk som ger kunden stora besparingar med mycket kort återbetalningstid. Efter covid-19-pandemins utbrott under 2020 har bolaget också anpassat sin verksamhet för att med stöd i sin expertis inom filter även börja tillverka andningsmasker. Bolaget redovisade intäkter på EUR 2,5m under 2020, med en EBITDA på -1,4m. Loudsprings ägarandel uppgår till 100%.

Enersize

Enersize erbjuder mjukvarubaserade analysverktyg för energibesparing inom tryckluftssystem. Bolaget redovisade intäkter på EUR 0,4m under 2019, med en EBITDA på -1,4m. Verksamheten är dock föremål för en omställning, se mer utförligt i analysen. Enersize är noterat på Nasdaq First North och Loudsprings ägarandel uppgår till 20%.

Nuuka Solutions

Nuuka Solutions erbjuder molnbaserade fastighetsförvaltningslösningar till större fastighetsförvaltare, städer och detaljhandelskedjor. Den adresserbara marknaden är mycket stor och affärsmodellen skalbar. Bolaget redovisade intäkter på EUR 1,3m under 2020, med en EBITDA på -1,3m. Loudsprings ägarandel uppgår till 42%. Övriga delägare är bl.a. YIT Ventures.

Sofi Filtration

Sofi Filtration är specialiserat på industriell vattenrening, med ett självrengörande automatiskt mikrofiltreringssystem som använder en korsflödande filtreringsteknik för kostnadseffektiv filtrering av stora mängder vatten. Bolaget redovisade intäkter på EUR 0,1m under 2020, med en EBITDA på -0,6m. Loudsprings ägarandel uppgår till 21%. Övriga delägare är bl.a. Emerald Technology Ventures.

Värdering

Motiverat värde per aktie beräknas till EUR 0,33-0,35 (motsvarande 3,3-3,5 kr) utifrån en sum of the parts-modell (SOTP), med utgångspunkt i Loudsprings kommunicerade mål för de onoterade portföljbolagen och där noterade innehav värderas till marknadsvärde. Vi ser en medelhög risk, vilket främst beror på att portföljbolagen ännu är små och överlag inte har nått stabil lönsamhet, innebärande att det kan uppstå ytterligare finansieringsbehov i bolagen samt även i Loudspring centralt.

Kvartalet i detalj

Eagle Filters redovisade intäkter samt orderbok 2021 (till och med datumet för rapportsläpp) uppgick till EUR 4 m. Man antyder att omsättningen för 2021 är på väg mot tillväxt om nästan 50 % y/y. Denna tillväxt inkluderar dock inte något signifikant bidrag från andningsmasker, och försäljningen av andningsmasker under perioden var begränsad. Nuuka Solutions växte SaaS-intäkter för kvartalet från 85 000 EUR till 90 000 EUR (q/q). Under tredje kvartalet erhöll bolaget sex nya projekt, mer än föregående tre kvartal sammantaget, och orderboken fortsatte att växa.

Eagle Filters tillväxt under tredje kvartalet fortsätter och vi ser goda förutsättningar för tillväxt 2022, drivet av efterfrågan på filter samt tillskottet från andningsmaskerna. Den ökade tillväxten medför större behov av rörelsekapital, och Loudspring indikerar ett kapitalbehov både centralt och i dotterbolag. Vi har sedan tidigare estimerat om en nyemission om EUR 1 m under H1'22, och justerar därmed inte våra estimerat kring kapitalbehovet. Loudspring nämner att finansiering kan komma via emission, lån eller avyttringar alternativt kombinationer av dessa.

Portföljbolaget Enersize meddelade under kvartalet att man avser genomföra ett omvänt förvärv tillsammans med finska Finnish Batteries (som ska döpas om till Terafactory). Transaktionen skulle medföra att Enersize äger ca 10 % av Terafactory vilket ger en indirekt ägande om ca 1 % av Terafactory för Loudspring. Genom transaktionen kommer Enersize föra över balansräkningen till Enersize Sverige och därefter delas 100 % av aktierna i Enersize Sverige ut till aktieägarna.

Terafactory kommer att leverera energilagringssystem för batterier med en tjänsteintäktmodell (BaaS) i en egenutvecklad teknik. Bolaget kommer att ha en fabrik under konstruktion i Finland, där storskalig produktion av lågkostnadsbatterier kommer att ske när den är operativ. Försäljningen kommer ske B2B och B2C där bolaget ser stor potential i global försäljning till t.ex. hushåll.

Estimatförändringar

Vi noterar att Eagle Filters har goda möjligheter att uppnå 50 % tillväxt y/y utan bidrag från andningsmaskerna. Vi ser dock att försäljningen av andningsmasker detta år inte gått enligt våra estimat. Vi väljer därmed att förskjuta våra estimat kring av andningsmasker till 2022. Vi ser goda möjligheter att bedriva försäljning 2022, med en förbättrad produktionskapacitet och relevanta certifieringar. Vi väljer därmed att justera intäktestimaten för 2021-2022, vilket primärt är en förskjutning av försäljningen av andningsmasker. Vi ser nya försäljningsestimat om EUR 9 m 2022e (EUR 10 m). Vi justerar ned vår långsiktiga EBITDA-marginal för Eagle med 2 procentenheter till 18 % EBITDA mot bakgrund av indikationer om ökad prispress och högre kostnader än väntat. För Nuuka Solutions ser vi oförändrade estimat för tillväxt och lönsamhet. Även övriga estimat lämnas oförändrade.

Värdering

Med justeringarna i estimaten där vi förskjuter försäljningen av andningsmasker tillskrivs Eagle Filters ett något lägre värde än tidigare. Mot bakgrund av att vi justerat estimaten och ser fördröjningar justerar vi värderingsmultipeln för Eagle Filters till 2,4x försäljningen 2022e (tidigare 2,8x). För övriga portföljbolag behålls värderingsmetod och multiplar. Justeringarna gör att vi ser ett totalt värde om EUR 0,33 - 0,35 per aktie (EUR 0,41 - 0,43).

Core holdings	EV/Sales 2022e	Equity value 100%	Loudspring stake	Value to Loudspring
Eagle Filters	2,4x	15,6	100%	15,6
Enersize	n/a	3,5	13%	0,7
Nuuka Solutions	10,0x	19,9	42%	8,4
Sofi Filtration	6,5x	7,8	21%	1,6
Sub-total				26,3
Other holdings				0,4
Gross asset value				26,7
Net (debt) / cash + Additional capital requirement				(7,0)
Holding company costs*				(4,8)
Net asset value				14,8
Outstanding shares (million)				43,3
NAV per share (EUR)				0,34

*Perpetual @ 20% discount rate. Implied NAV discount of 17%

Nedan visas känslighetsanalyser för Eagle Filters och Nuuka Solutions. Tabellerna visar hur värdet av Loudsprings andel påverkas av värderingsmultiplar för 2022e.

	EV/Sales 2022e x				
Värde Eagle filters (EUR m)	1,4	1,9	2,4	2,9	3,4
	8,4	12,0	15,6	19,2	22,8
	EV/Sales 2022e x				
Värde Nuuka Solutions (EUR m)	8	9	10	11	12
	6,7	7,6	8,4	9,3	10,1

Case score card	
Triggers Starka kvartalsrapporter Transaktioner	Risker Kapitalbehov i portföljbolag
Stöd Starka underliggande marknader	

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttovinst	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Försäljningskostnader							
Administrationskostnader	-1,2	-1,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Forskning- och utvecklingskostnader							
Övriga rörelsekostnader och -intäkter							
EBITDA	-1,1	-1,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Av- och nedskrivningar	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (justerat)	-1,3	-1,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Jämförelsestörande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-1,3	-1,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Finansiella intäkter	0,3	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
Finansiella kostnader	-0,6	-2,0	-3,3	-0,9	-0,3	-0,2	-0,2
Resultat före skatt	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-1,0	-0,8	-0,8
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-1,0	-0,8	-0,8
Nettoresultat (justerat)	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-1,0	-0,8	-0,8

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	20,0	10,8	8,0	13,4	11,8	11,8	11,8
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	20,3	10,9	8,1	13,4	11,8	11,8	11,7
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga omsättningstillgångar	1,0	1,6	2,0	0,3	1,7	1,7	1,7
Likvida medel	3,6	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,8
Summa omsättningstillgångar	4,6	1,6	2,4	0,9	2,0	2,3	2,5
SUMMA TILLGÅNGAR	24,9	12,6	10,5	14,3	13,8	14,0	14,2
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	22,7	10,9	6,6	10,2	8,9	9,0	9,2
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	22,7	10,9	6,6	10,2	8,9	9,0	9,2
Långfristiga finansiella skulder	0,0	1,0	3,0	2,9	3,2	3,2	3,2
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	1,5	1,0	3,0	2,9	3,2	3,2	3,2
Kortfristiga finansiella skulder	0,3	0,5	0,5	1,0	1,2	1,2	1,2
Leverantörsskulder	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	0,1	0,2	0,4	0,2	0,6	0,6	0,6
Summa kortfristiga skulder	0,6	0,7	0,9	1,2	1,8	1,8	1,8
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	24,9	12,6	10,5	14,3	13,8	14,0	14,2

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat (rapporterat)	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-1,0	-0,8	-0,8
Icke kassaflödespåverkande poster	0,4	1,8	3,2	0,5	-0,1	0,0	0,0
Förändringar i rörelsekapital	0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1,0	-1,9	-1,0	-0,8	-1,0	-0,8	-0,8
Investeringar	-1,1	-3,6	-1,6	-4,4	-0,1	0,0	0,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	-2,1	-5,5	-2,6	-5,1	-1,2	-0,8	-0,8
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission / återköp	5,0	0,0	1,0	4,9	0,0	1,0	1,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,3	2,0	2,0	0,4	0,9	0,0	0,0
Kassaflöde	3,1	-3,5	0,4	0,2	-0,3	0,2	0,2
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	-3,3	1,4	3,1	3,3	4,0	3,8	3,6

Nyckeltal per aktie

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	-0,07	-0,15	-0,16	-0,04	-0,02	-0,02	-0,02
EPS, justerad	-0,07	-0,15	-0,16	-0,04	-0,02	-0,02	-0,02
FCF per aktie	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,95	0,45	0,24	0,24	0,20	0,19	0,17
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	23,9	24,2	27,5	43,3	43,3	48,2	53,2

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE, justerad	-7%	-21%	-48%	-16%	-10%	-9%	-9%
ROCE, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Investeringar	1,1	3,6	1,6	4,4	0,1	0,0	0,0
Investeringar / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	n/a	n/a	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
Leverantörsskulder / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kapitalomsättningshastighet	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	-3,3	1,4	3,1	3,3	4,0	3,8	3,6
Soliditet	91%	87%	63%	71%	64%	64%	65%
Nettoskuldsättningsgrad	-15%	13%	46%	32%	45%	42%	39%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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 grunda sig 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