



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 27 Maj 2022

## Strax

### Påvisar stabilitet i Q1'22

#### Produktmixen fortsätter påverka marginalen

Nettoomsättningen i Q1'22 uppgick till EUR 40m (EUR 28m i Q1'21), vilket motsvarar en tillväxt om 42% y/y och var framför allt drivet av Covid-19-antigentester. Försäljningen av Egna varumärken uppgick till EUR 12m (14), medan Distribution omsatte EUR 28m (14). Bruttomarginalen uppgick till 18% (19%) och förklaras framför allt av produktmix. EBITDA uppgick till EUR 1,5m (0,3) drivet av kostnadskontroll.

#### Partneravtalen i Tyskland

I januari och februari meddelade bolaget att man ingått partneravtal om att leverera Covid-19 tester till två regionalt statliga organ i Tyskland. Totala försäljningen av testerna förväntades då uppgå till EUR 44m (32+12). I Q1 meddelar bolaget att omfattningen av kontrakten har ökat och kommer att sträcka sig över en längre period jämfört tidigare förväntat, där en hög andel skulle levereras enbart under Q1'22.

#### Bibehåller motiverade värde

Vi gör mindre justeringar i våra estimat där vi tidigare antagit att en stor andel av kontrakten från Tyskland skulle levererats under Q1 men som nu istället förväntas bli mer utspridda över hela året (2022). I övrigt gör vi inga större justeringar. Vi bibehåller vårt motiverade värde om 3,3-3,4 kr per aktie. Hög risk kvarstår.

Kommande händelser		Prognos (EUR)				Värde och risk		
		21e	22e	23e	24e	Motiverat värde	3.3 - 3.4	
Delårsrapport Q2 2022	2022-08-25	Omsättning, mkr	124	165	128	136	Aktiekurs	€0.2
		Tillväxt	11%	33%	(22)%	6%	Riskenivå	High
		EBITDA, mkr	4.3	8.7	10.4	12.0		
		EBIT, mkr	2	7	9	10		
		EPS, justerad	(0.0)	0.0	0.0	0.0		
		EPS tillväxt	232%	91%	1%	1%		
		EK/aktie	0.1	0.1	0.1	0.2		
		Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
		EBIT-marginal	1.5%	4.2%	6.8%	7.6%		
		ROE (%)	(24.2)%	3.0%	14.3%	19.7%		
		ROCE	1.8%	5.8%	7.4%	9.2%		
		EV/Sales	0.6x	0.5x	0.6x	0.5x		
		EV/EBITDA	17.3x	8.5x	7.2x	6.2x		
		EV/EBIT	39.2x	10.8x	8.6x	7.2x		
		P/E, justerad	(7.3)x	28.5x	12.7x	7.7x		
		P/EK	2.0x	2.0x	1.7x	1.4x		
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
		FCF yield	(3.7)%	8.5%	12.7%	15.5%		
		Nettosk./EBITDA	9.7g	5.0g	4.0g	3.1g		
Bolagsfakta (EURm)						Kursutveckling 12 mån		
Antal aktier	121m							
Börsvärde	28							
Nettoskuld	46							
EV	75							
Free float	23%							
Daglig handelsvolym, snitt	124(k)							
						Analytiker		
						igor.tubic@penser.se		



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 27 Maj 2022

# Sammanfattning

## Påvisar stabilitet i Q1'22

### Investment Case

*STRAX är en global aktör aktiv inom marknaden för mobilaccessoarer. Bolaget utvecklar och säljer produkter under egna-, licensierade- och tredjepartsvarumärken via sitt distributionsnät bestående av mer än 70,000 fysiska butiker samt globala marknadsplatser online som t.ex. Amazon och Ebay. Vi anser att bolaget med dess breda nätverk av leverantörer, återförsäljare och kunder skapar en stabil grund att stå på, vilket inte minst bevisades under 2020 när den globala smartphonemarknaden föll med mer än 10% medans STRAX's omsättning var ned 1,6%. Detta tillsammans med en bred portfölj av egna varumärken under utveckling, gör att vi tycker bolaget går en intressant framtid till mötes.*

### Motståndskraftig affärsmodell reducerar nedsidan

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 mobilaccessoarer. STRAX har varit proaktiva i lanseringen av Health & Wellness (personlig skyddsutrustning) - ett attraktivt tillskott till bolagets erbjudande.

### Bred produktportfölj av egna varumärken ger potential för ytterligare uppsida

Bolaget har en bred portfölj med egna varumärken under utveckling. Vi ser därför en väsentlig uppsida om bolaget lyckas utveckla så lite som ett enstaka varumärke ("brand") utöver Urbanista, till nivåer i linje med t.ex. Urbanista eller Gear4.

### Potential för högre marginal på sikt

Förutom att bolaget har god kostnadskontroll, kommer fokuseringen på Egna varumärken att medföra högre marginaler. Bruttomarginalen 2020 var 26 % för STRAX på koncernnivå men 32 % inom Egna varumärken. En större andel Egna varumärken av försäljningen innebär därmed ytterligare stöd för en positiv marginalutveckling.

### Bolagsprofil

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

### Värdering

Vi värderar STRAX med en multipelansats med stöd av en kassaflödesanalys. I vår multipelansats har vi utgått ifrån en Sum Of The Parts ("SOTP") där värdering baseras på 2023 års estimat för Distribution och Egna varumärken. Kombinationen motiverar därmed ett värde om 3,3-3,4 kr per aktie.

## Estimatförändringar

Vi gör smärre justeringar för innevarande och nästa år men bibehåller i det stora hela våra tidigare estimat. För innevarande år justerar vi våra antaganden kring lönsamhet och ser positivt på att bolaget lyckades leverera en återigen sund EBITDA-nivå. Lånefinansieringen ökade något under kvartalet vilket bidrar till att vi förväntar oss något högre räntekostnader under 2022 och 2023. I övrigt bibehåller vi våra estimat.

<b>Nya estimat</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Intäkter	123,7	164,8	127,9	135,9
Tillväxt	11%	33%	-22%	6%
EBIT	1,9	7,5	8,7	10,3
Rörelsemarginal	2%	5%	7%	8%
EPS (kr)	(0,03)	0,01	0,02	0,03
DPS (kr)	-	-	-	-

<b>Tidigare estimat</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Intäkter	123,7	164,6	127,9	135,9
Tillväxt	11%	33%	-22%	6%
EBIT	1,9	7,1	8,6	10,3
Rörelsemarginal	2%	4%	7%	8%
EPS (kr)	(0,03)	0,01	0,02	0,03
DPS (kr)	-	-	-	-

<b>Förändring i %</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Intäkter	0%	0%	0%	0%
EBIT	0%	5%	0%	0%
EPS	0%	-183%	-7%	0%
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: EPB

## Värdering

Vi har i vår värdering utgått ifrån en relativvärdering för affärsområdet Distribution samt Egna varumärken, med stöd av en kassaflödesanalys.

Givet att 2022 års prognos fortsatt förväntas vara påverkat av pandemin och fortsatta störningar i leverantörskedjan utgår vi ifrån 2023 års estimat. I vår relativvärdering har vi utgått ifrån jämförbara bolag för affärsområdet distribution, samt varumärket Urbanista inom affärsområdet Egna varumärken. Resonemanget kring att bara utgå ifrån Urbanista inom Egna varumärken bygger på att detta varumärke historiskt har ett påvisat ett track record. Vi utesluter inte möjligheten att värdera övriga varumärken i ett scenario där transparensen ökar och bolaget påvisar ett track record även för dessa.

Sammanfattningsvis uppgår vår SOTP värdering till 3,3 kr per aktie, och är baserad på 2023 års EV/EBIT multipel för distribution om 7,6x (EUR 6,8m), och en EV/Sales multipel för 2023 års estimat för Urbanista om 1,3x (EUR 25m). Vår kassaflödesanalys ger ett värde om 3,5 kr per aktie.

## Relativvärdering

Company	Sales growth			Gross margin			EBIT-margin		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Cellularline	23%	11%	2%	n/a	n/a	n/a	12%	15%	16%
Bigben Interactive	-5%	45%	4%	n/a	n/a	n/a	13%	15%	15%
DistIT AB	12%	13%	12%	22%	22%	22%	4%	6%	7%
Dustin Group AB	50%	5%	5%	14%	15%	15%	4%	5%	5%
Also Holding AG	3%	4%	4%	6%	6%	6%	2%	2%	2%
DCC Plc	3%	0%	2%	12%	12%	12%	4%	4%	4%
Alea ASA	3%	6%	6%	20%	20%	20%	3%	3%	3%
Average	13%	12%	5%	15%	15%	15%	6%	7%	7%
Median	3%	6%	4%	14%	15%	15%	4%	5%	5%

Company	EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Cellularline	0,9x	0,8x	0,8x	10,8x	7,6x	5,5x	9,3x	6,8x	6,1x
Bigben Interactive	1,3x	0,9x	0,9x	18,4x	6,8x	6,0x	32,7x	9,1x	8,5x
DistIT AB	0,4x	0,4x	0,3x	9,8x	6,9x	5,4x	11,2x	7,3x	5,6x
Dustin Group AB	0,5x	0,5x	0,4x	12,3x	10,9x	9,9x	12,2x	10,3x	9,3x
Also Holding AG	0,2x	0,2x	0,2x	9,0x	8,2x	7,6x	14,1x	12,9x	11,9x
DCC Plc	0,3x	0,3x	0,3x	9,7x	9,2x	9,0x	12,0x	11,5x	11,2x
Alea ASA	0,3x	0,3x	0,3x	12,2x	10,7x	9,5x	14,6x	12,4x	11,3x
Average	0,6x	0,5x	0,5x	11,7x	8,6x	7,6x	15,2x	10,0x	9,1x
Median	0,4x	0,4x	0,3x	10,8x	8,2x	7,6x	12,2x	10,3x	9,3x

EBIT 2023e (EURm)	6,5	6,8
Multipel	8,2x	7,6x
Premie/rabatt	0%	0%
Multipel (just)	8,2x	7,6x
EV	53,4	52,0
Nettoskuld (Q1'22 pro rata)	23,1	23,1
MCAP	30,3	28,9
Antal aktier (Q1'22)	121	121
EK per aktie (EUR)	0,3	0,2
EUR/SEK	10,6	10,6
Värde per aktie (SEK)	2,7	2,5

Company	Sales growth			Gross margin			EBIT-margin		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Consumer brands	-3%	5%	5%	44%	45%	49%	11%	13%	17%
Plantronics	n/a	118%	2%	48%	46%	48%	-1%	7%	9%
House of Brands	7%	2%	7%	41%	41%	42%	15%	16%	16%
Northbaze	26%	12%	11%	54%	56%	55%	13%	16%	17%
Logitech	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
GN Store Nord	10%	34%	6%	47%	47%	49%	10%	13%	15%
Koss Corp.	7%	8%	6%	46%	45%	49%	12%	14%	16%

Company	EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Consumer brands	1,5x	1,4x	1,4x	13,4x	10,8x	7,8x	11,1x	8,6x	5,6x
Plantronics	1,0x	0,3x	0,3x	n/a	5,2x	4,0x	n/a	n/a	n/a
House of Brands	2,1x	2,0x	1,9x	13,5x	13,0x	11,9x	19,0x	17,7x	16,3x
Northbaze	2,4x	2,2x	2,0x	18,0x	13,3x	11,4x	27,4x	21,3x	17,7x
Logitech	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
GN Store Nord	1,7x	1,5x	1,4x	15,0x	10,6x	8,8x	19,2x	15,9x	13,2x
Koss Corp.	1,8x	1,7x	1,6x	13,5x	11,9x	9,6x	19,0x	17,7x	16,3x

Urbanista sales (EURm)	23	25
Multipel (median)	1,7x	1,6x
Premie(rabatt)	-20%	-20%
Multipel (just)	1,4x	1,3x
EV	31,6	31,9
Nettoskuld (Q1'22 pro rata)	23,1	23,1
MCAP	8,5	8,7
Antal aktier (Q1'22)	121	121
EK per aktie (EUR)	0,07	0,07
EUR/SEK	10,6	10,6
Värde per aktie (SEK)	0,7	0,8

Rabatt pga storlek, finansiering

SOTP	3,3
------	-----

Källa: Factset, EPB

## Kassaflödesvärdering

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	50 281		
PV of terminal value (perpetuity formula)	36 203		
<b>Enterprise value</b>	<b>86 484</b>		
Latest net debt	46 292		
Minority interests & other	0		
<b>Equity value</b>	<b>40 192</b>		
No. of shares outstanding (millions)	120 592		
<b>Equity value per share (EUR)</b>	<b>0,33</b>		

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	0,7	0,5	0,7
EV/EBITDA	20,1	9,9	8,3
EV/EBIT	45,4	12,5	10,0
EV/NOPLAT	57,2	15,8	12,6
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price	2,5		

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	1,6%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	5,0%
Beta	1,0
Cost of equity	13,3%
Cost of debt (pre-tax)	5,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	15%
WACC	11,9%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	8,0%
Depreciation (% of sales)	1,0%
Capex (% of sales)	1,0%
Working cap. (% of sales)	26,0%
Tax rate	21%

## Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
ELTROPAN		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	10,9%	0,39	0,41	0,43	0,46	0,49
	11,4%	0,34	0,36	0,38	0,40	0,43
	11,9%	0,30	0,32	<b>0,33</b>	0,35	0,37
	12,4%	0,27	0,28	0,29	0,31	0,33
	12,9%	0,23	0,24	0,26	0,27	0,28

		Long-term EBIT margin				
EBIT margin		4,0%	6,0%	8,0%	10,0%	12,0%
WACC	10,9%	0,13	0,28	0,43	0,58	0,73
	11,4%	0,11	0,24	0,38	0,51	0,65
	11,9%	0,08	0,21	<b>0,33</b>	0,46	0,58
	12,4%	0,06	0,18	0,29	0,41	0,52
	12,9%	0,05	0,15	0,26	0,36	0,47

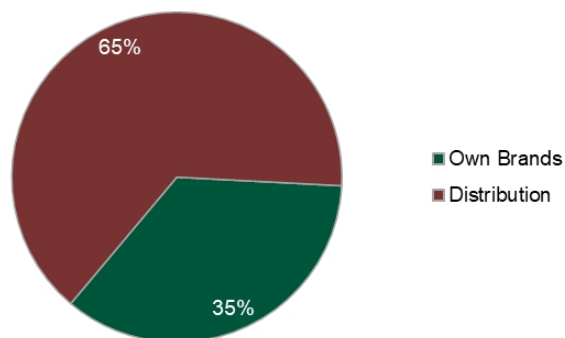
Källa: EPB

## Aktieägardata

Största aktieägare	Röster	Aktier
Gudmundur Palmasson	26,0%	26,0%
Ingvi Tyr Tomasson	25,9%	25,9%
Per-Arne Åhlgren	19,3%	19,3%
Anders Lönnqvist	4,9%	4,9%
Övriga	23,9%	23,9%
Ordförande	Bertil Villard	
Verkställande direktör	Gudmundur Palmasson	
Finansdirektör	Johan Heijbel	
Investerarkontakt	Gudmundur Palmasson	
Hemsida	<a href="https://www.strax.com/">https://www.strax.com/</a>	

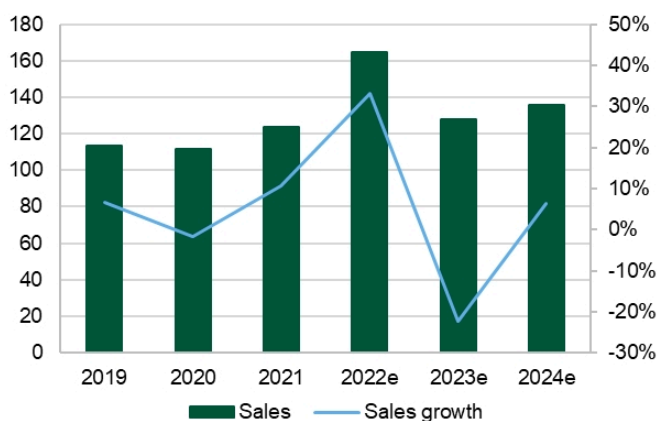
Källa: Holdings

## Intäktsfördelning - 2021



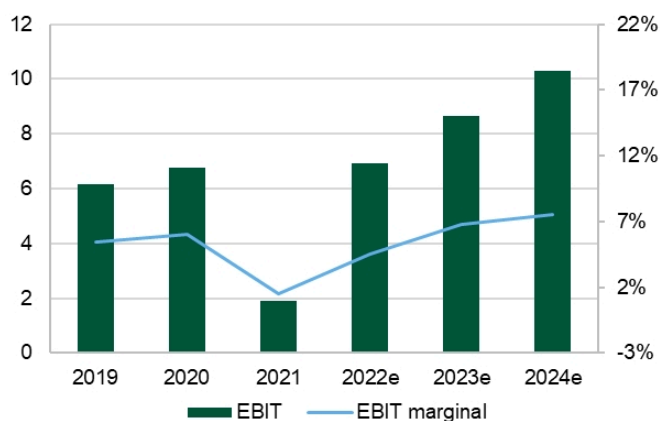
Källa: Bolaget

## Intäkter och tillväxt (EURm)



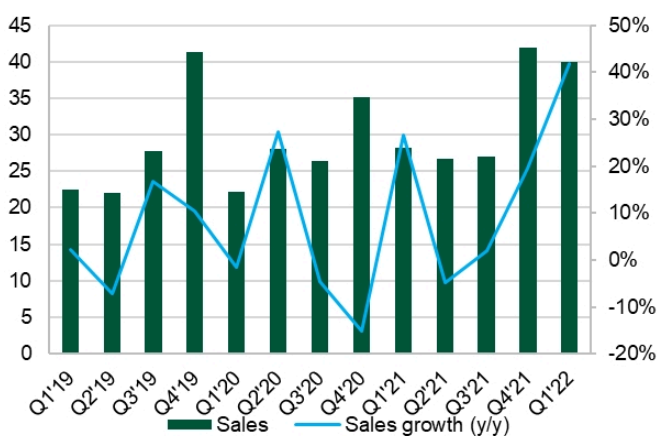
Källa: EPB

## EBIT och marginal (EURm)



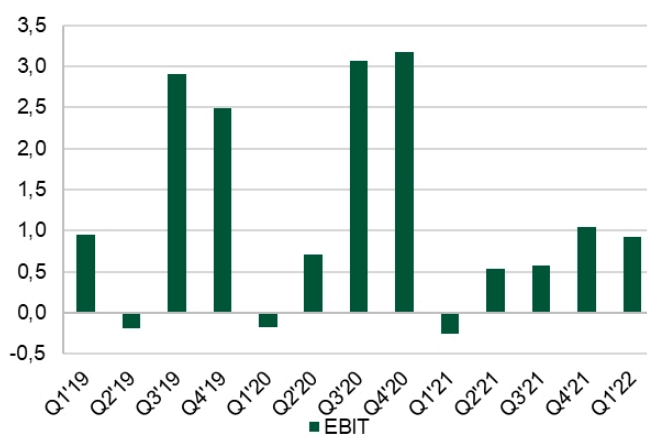
Källa: EPB

## Intäkter och tillväxt per kvartal (EURm)



Källa: EPB

## EBIT per kvartal (EURm)



Källa: EPB

## Resultaträkning

EURm	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net sales	92	100	107	114	112	124	165	128	136
Cost of goods sold	-66	-72	-81	-86	-83	-105	-133	-95	-101
<b>Gross profit</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>35</b>
Selling expenses	-14	-15	-21	-16	-18	-18	-18	-18	-20
Administrative expenses	-5	-7	-9	-5	-4	-6	-7	-6	-5
Other operating expenses	-7	-5	-2	-8	-12	-10	0	0	0
Other operating income	6	5	4	8	12	17	5	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
Depreciation and amortization	-2	-3	-4	-2	-2	-2	-2	-2	-2
<b>EBIT</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>-2</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Net financial items	-1	-2	24	-6	-6	-5	-6	-6	-6
<b>Profit before taxes</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>5</b>
Tax	-1	-2	-5	-2	0	-1	-1	-1	-1
<b>Profit or loss for the period</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>17</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>

## Balansräkning

EURm	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>ASSETS</b>									
Goodwill	20	27	21	28	28	28	26	25	23
Other intangible assets	1	4	1	4	4	3	3	3	3
Tangible fixed assets	2	2	1	1	1	1	2	3	4
Other assets	4	1	2	1	3	4	4	4	4
<b>Non-current assets</b>	<b>26</b>	<b>34</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>35</b>
Inventories	11	10	15	17	28	31	40	31	31
Tax receivables	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Accounts receivables	13	26	28	26	19	29	32	26	26
Other assets	8	7	14	20	8	14	14	14	14
Cash and cash equivalents	4	6	25	4	7	3	1	3	7
<b>Current assets</b>	<b>36</b>	<b>49</b>	<b>83</b>	<b>69</b>	<b>63</b>	<b>77</b>	<b>87</b>	<b>74</b>	<b>79</b>
<b>Total assets</b>	<b>63</b>	<b>83</b>	<b>108</b>	<b>103</b>	<b>99</b>	<b>114</b>	<b>124</b>	<b>110</b>	<b>113</b>
<b>EQUITY</b>									
Share capital	12	13	13	13	13	13	13	13	13
Other	6	8	22	7	0	1	2	4	8
<b>Total equity</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>34</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>20</b>
<b>LIABILITIES</b>									
Tax liabilities	0	0	0	3	0	0	0	0	0
Other non-current liabilities	6	13	10	9	43	6	6	6	6
<b>Non-current liabilities</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>43</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Accounts payable	14	18	22	22	16	29	38	22	22
Other liabilities	25	31	42	48	22	66	66	66	66
<b>Current liabilities</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>63</b>	<b>70</b>	<b>38</b>	<b>95</b>	<b>103</b>	<b>87</b>	<b>87</b>
<b>Total equity and liabilities</b>	<b>63</b>	<b>83</b>	<b>108</b>	<b>103</b>	<b>99</b>	<b>114</b>	<b>124</b>	<b>110</b>	<b>113</b>

## Kassaflödesanalys

EURm	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Profit before tax	4	4	22	0	1	-3	1	3	5
Adjustments	3	5	-21	8	8	3	2	2	2
Paid taxes	0	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1
<b>Operating cash flow before changes in working capital</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Changes in working capital	-4	-4	-3	-4	-11	-4	-3	-1	-1
<b>Cash flow from operations</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>5</b>
Investment in intangible assets	-1	0	1	-1	-2	-1	0	0	0
Investments in tangible assets	-2	-2	-2	-1	0	-1	-1	-1	-1
Investments in subsidiaries	-2	-7	22	0	0	-1	0	0	0
<b>Cash flow from investments</b>	<b>-5</b>	<b>-10</b>	<b>21</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Cash flow from financing activities</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>-22</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Cash flow for the period</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>19</b>	<b>-21</b>	<b>4</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>4</b>

Källa: EPB

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	--	--	--	6%	-2%	11%	33%	-22%	6%
EBIT, tillväxt	--	--	--	--	10%	n/a	293%	16%	19%
EPS, tillväxt	--	--	--	--	n/a	n/a	n/a	125%	64%
EBITDA-marginal	--	--	--	7%	8%	3%	6%	8%	9%
EBIT-marginal	--	--	--	5%	6%	2%	5%	7%	8%
Skattesats	--	--	--	n/a	21%	n/a	22%	22%	22%

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	--	--	--	-6%	3%	-24%	3%	14%	20%
ROCE	--	--	--	6%	7%	2%	6%	7%	9%
Investeringar	--	--	--	1,8	2,1	2,1	0,9	0,8	1,0
Investeringar / omsättning	--	--	--	2%	2%	2%	1%	1%	1%
Försäljnings- och adminkostnader / omsättning	--	--	--	19%	19%	19%	15%	19%	18%
Varulager / omsättning	--	--	--	15%	25%	25%	24%	24%	23%
Kundfordringar / omsättning	--	--	--	23%	17%	24%	20%	20%	19%
Leverantörsskulder / omsättning	--	--	--	19%	14%	23%	23%	17%	16%
Rörelsekapital / omsättning	--	--	--	19%	28%	25%	25%	27%	26%
Kapitalomsättningshastighet	--	--	--	1,1x	1,1x	1,2x	1,4x	1,1x	1,2x

## Finansiell ställning (EURm)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld, rapporterad	--	--	--	19,4	26,6	41,8	43,4	41,0	37,4
Soliditet	--	--	--	20%	18%	12%	12%	15%	18%
Nettoskuldsättningsgrad	--	--	--	97%	146%	298%	300%	245%	184%
Nettoskuld / EBITDA	--	--	--	2,3x	3,1x	9,7x	5,0x	4,0x	3,1x

## Aktiedata (EUR)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	--	--	--	-0,01	0,01	-0,03	0,01	0,02	0,03
EPS, justerad	--	--	--	-0,01	0,01	-0,03	0,01	0,02	0,03
FCF per aktie	--	--	--	-0,03	-0,06	-0,01	0,02	0,03	0,04
Utdelning per aktie	--	--	--	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	--	--	--	0,17	0,15	0,12	0,12	0,14	0,17
Stamaktier efter utspädning, årets slut (milj)	--	--	--	120,6	120,6	120,6	120,6	120,6	120,6
Preferensaktier efter utspädning, årets slut (milj)	--	--	--	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

## Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	74,1x	neg	28,5x	12,7x	7,7x
P/EK	n/a	n/a	n/a	n/a	2,7x	3,1x	2,0x	1,7x	1,4x
P/FCF	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	11,7x	7,9x	6,5x
Direktavkastning	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel	n/a	n/a	n/a	n/a	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	n/a	n/a	n/a	n/a	0,7x	0,7x	0,4x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	8,9x	20,0x	8,2x	6,7x	5,5x
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a	11,2x	45,2x	10,4x	8,0x	6,4x
Aktiekurs, årets slut (EUR)	n/a	n/a	n/a	n/a	0,41	0,37	0,23	0,23	0,23
EV, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	76	86	72	69	66

Källa: EPB

## Kvartalsdata

EURm	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22
<b>Nettoomsättning</b>	<b>22,6</b>	<b>22,0</b>	<b>27,7</b>	<b>41,4</b>	<b>22,2</b>	<b>28,0</b>	<b>26,4</b>	<b>35,1</b>	<b>28,1</b>	<b>26,6</b>	<b>27,0</b>	<b>41,9</b>	<b>39,9</b>
Kostnad sålda varor	-16,6	-17,0	-21,2	-31,0	-16,3	-22,1	-18,8	-26,1	-22,9	-21,4	-24,2	-36,5	-32,8
<b>Bruttovinst</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>	<b>10,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>7,6</b>	<b>9,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>2,8</b>	<b>5,4</b>	<b>7,1</b>
Försäljningskostnader	-3,2	-3,7	-4,1	-5,5	-4,9	-3,6	-4,6	-4,6	-4,7	-4,8	-2,8	-5,4	-4,7
Administrationskostnader	-1,9	-1,2	-0,6	-1,5	-1,5	-1,0	-1,4	-0,1	-1,0	-1,8	-1,0	-2,1	-2,0
Övriga rörelsekostnader	-1,3	-2,1	-1,9	-3,0	-2,3	-2,6	-2,1	-5,1	-1,6	-3,6	-1,7	-2,9	-4,8
Övriga rörelseintäkter	1,4	1,8	3,1	2,1	2,6	2,0	3,5	4,0	1,8	5,6	3,3	6,0	5,3
<b>EBITDA</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
Av- och nedskrivningar	-0,5	-0,9	-0,1	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
Finansiella intäkter	-0,3	0,3	0,3	-0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,7	-2,9	-2,3	-0,1	-3,1	-0,9	-0,8	-1,2	-3,3	-1,4	-1,2	-1,6	-1,5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
Skatter	0,2	-0,2	-0,7	-1,3	1,4	-0,7	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	2,1	-2,1	-0,1
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,7</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,7</b>

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	-1%	27%	-5%	-15%	27%	-5%	2%	19%	42%
EBIT, tillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	-118%	-463%	5%	28%	47%	-24%	-81%	-67%	-465%
EPS, tillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	-969%	-70%	841%	94%	-27%	46%	-29%	-268%	-51%
EBITDA-marginal	6%	3%	11%	8%	1%	4%	13%	10%	1%	5%	4%	4%	4%
EBIT-marginal	4%	-1%	10%	6%	-1%	3%	12%	9%	-1%	2%	2%	2%	2%
Skattesats	###	6%	-76%	-62%	-42%	325%	-16%	-24%	52%	45%	-307%	411%	12%

Källa: EPB

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 målfaldigas 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 fondhandlarföreningens 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 Instru-ment 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](http://www.penser.se)