



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Specialiserad detaljhandel | Sverige | 15 september 2022

## Strax

## Strax - Fortsatta globala störningar

**Minskad försäljning inom Health & Wellness**

Den rapporterade nettoomsättningen för det andra kvartalet var EUR 23,9m (26,6m) vilket motsvarar en tillväxt om -10% y/y. Den minskade omsättningen är hänförlig till minskad försäljning i segmentet Health & Wellness (H&W), försäljning av COVID-19 tester, munskydd och dylikt. Själva kärnverksamheten med tillbehör och audio är upp både y/y och q/q, drivet av tillbehör under kategorin egna varumärken.

**Pressade bruttomarginaler**

Bruttomarginalen landade på 17,7% under Q2'22 (19,0%), det är lägre än förra året, men på samma nivå som under Q1. Det är fortsatta problem i leverantörsled och högre fraktkostnader som tynger bruttomarginalen. Kategorin egna varumärken visade en lägre bruttomarginal än tidigare, trots ökade volymer. Detta var drivet av en affär med Halebop som innebar höga volymer men låga marginaler. Distribution ökade sin marginal tack vare ökade serviceavgifter.

**Estimatförändringar**

Vi ser fortsatt fin tillväxt i kärnverksamheten, tillbehör och audio, men räknar med att försäljningen inom Health & Wellness kommer att avta för att försvinna helt under H1 2023. Tack vare ökat lönsamhetsfokus räknar vi med att STRAX åter når historiska bruttomarginalnivåer 2025. Vi sänker vårt motiverade värde till 2,1 - 2,3 kr (3,3 - 3,4).

Estimatändring (€)					Prognos ('000€)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	2,1 - 2,3 kr
Totala intäkter	124 374	0,0	125 895	0,0	Totala intäkter	123 698	124 374	125 895	128 396	Aktiekurs	1,8 kr
EBITDA, just.	-901	0,0	3 841	0,0	Intäktstillväxt	11%	1%	1%	2%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-0,1	0,0	0,0	0,0	EBITDA, just.	4 300	-901	3 841	8 124		
					EBIT, just.	1 902	-3 083	1 901	6 064		
					EPS, just.	0,0	-0,1	0,0	0,0		
					EK/aktie	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x		
					Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
					EBIT-marginal	1,5%	Neg.	1,5%	4,7%		
					ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	29,4%		
					ROCE, just.	0,9%	-1,4%	1,0%	3,3%		
					EV/Sales	0,7x	0,5x	0,5x	0,5x		
					EV/EBITDA	19,9x	-71,2x	16,8x	7,7x		
					EV/EBIT	45,1x	-20,8x	33,9x	10,3x		
					P/E, just.	-11,3x	-2,3x	-4,7x	74,3x		
					P/EK	3,1x	4,0x	25,6x	19,0x		
					FCF yield	-19%	-11%	-1%	11%		
					Nettoskuld/EBITDA	9,7x	-48,8x	11,5x	5,2x		

Kommande händelser

Q3 - rapport

24 november 2022

Q4 - rapport

24 november 2022

Bolagsfakta ('000kr)

Antal aktier

120 592

Börsvärde

20

Nettoskuld

43 970

EV

64 193

Free float

23%

Daglig handelsvolym, snitt

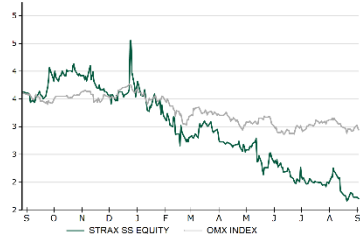
73(k)

Analystiker

Hugo Lisjo

hugo.lisjo@penser.se

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

## 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 2,1–2,3 kr per aktie.

## **Fortsätter tyngas av omvärldsfaktorer**

STRAX fortsätter att ha motvind med en stark dollar, höga fraktkostnader samt störningar i leverantörskedjan. Inköpen sker i dollar samtidigt som majoriteten av försäljningen sker i Euro, och med dagens starka dollar blir det svårt att hålla uppe lönsamheten. Fraktkostnaderna är fortsatt höga och pressar marginalen. Dessutom har STRAX alla sina leverantörer i Kina, till följd av nedstängningar av olika regioner i Kina har STRAX mött stora störningar i leverantörskedjan.

## **Renodling av verksamheten**

STRAX jobbar med att skapa en förenklad och smidigare struktur för att ge bättre transparens i respektive segments utveckling. Genom att dela upp verksamheten i STRAX Distribution och Xstra Brands, tidigare house of brands, blir det lättare att följa utvecklingen i respektive verksamhet.

Samtidigt arbetar bolaget med att stabilisera verksamheten. Det innebär att varumärken där STRAX inte ser någon större potential och som inte passar in i produktportföljen kommer att avyttras. Detta gäller även verksamheter utanför kärnverksamheten, som Health & Wellness (H&W) segmentet. Vi ser positivt på en försäljning av segmentet då det skulle lätta balansräkningen samt frigöra kapital. Det finns en kreditfacilitet på 20 mkr som är knuten till segmentet H&W. En försäljning av segmentet skulle därmed även minska belåningen för bolaget.

Med ovan nämnda förändringar frigörs tid och energi för att fokusera extra på de varumärken som har störst potential och som redan nu är lönsamma. En sådan förändring bör stabilisera intäkterna samt öka lönsamheten. Vi ser detta som en positiv förändring och förväntar oss aktivitet kring detta under de kommande 6 – 18 månaderna.

## **Positiv utveckling i Nordamerika**

Urbanista och Clckr utvecklas väl i Nordamerika och de båda varumärkena säljs hos över 10 000 detaljhandlare. En god utveckling i Nordamerika är viktigt ur flera aspekter. Dels för att Nordamerika är en viktig marknad tack vare dess storlek, dels för att ökade intäkter i USD kommer att minska STRAX valutaexponering. Får man in produkterna hos en återförsäljare i Nordamerika kan man nå flera tusen detaljister på en gång. Idag tyngs bolaget av dollarns styrka, men med ökad andel intäkter i dollar minskar valutaexponeringen.

## **Prognoser**

### **Own Brands**

Segmentet Own brands marginaler har pressats kraftigt under de senaste pandemiåren. Framåt ligger fokus på att utveckla de produkter och märken inom segmentet som har störst potential och högre marginal. Hela segmentet har historiskt drabbats av att Urbanista tappat mycket av sin försäljning. Från EUR 23m i omsättning och en EBITDA marginal på dryga 15% under 2019 till EUR 17m under 2021 och förlust om ca. EUR 1m. Pandemin slog hårt mot segmentet när Tyskland och UK stängt ned sina samhällen.

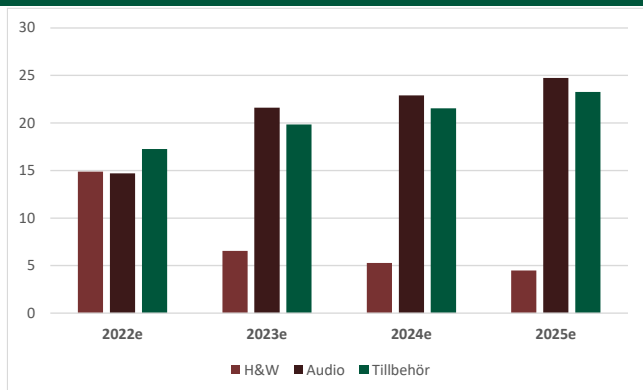
Sedan dess har det skett många olika förändringar inom hela segmentet och i synnerhet inom Urbanista, som vi ser som en av stjärnorna i produktportföljen. Bland annat har Urbanista sålts till fler återförsäljare i USA. Antalet anställda har minskat till 13 från tidigare 26, vilket är ett steg i att öka lönsamheten. Urbanista har släppt nya produkter, som exempelvis hörluren Phoenix, som är världens första helt trådlösa, aktivt brusreducerande in-ear hörlurar som laddas av ljus. Det innebär att det inte krävs någon extern laddare, utöver själva förvaringsboxen, för att ladda. Under IFA-mässan, en branschmessa i Berlin, som gick av stapeln under början av september 2022, fick Phoenix utmärkelsen "Best of IFA 2022" av tre fristående aktörer, Trusted Review, Android Authority och Billboard.

Inom de egna varumärkena satsar STRAX även på Clckr. Clckr är ett universellt mobiltillbehör som förbättrar greppet samt kan agera stöd för mobilen när man ser på film eller dylikt. Även Clckr har kommit in på den amerikanska marknaden och produkternas marginaler ligger i segmentets övre spann.

H&W ingår inte i STRAX kärnverksamhet, och består av produkter med en lägre marginal än övriga märken. H&W har en run rate på ca. USD 6-7m per år. Produkterna som säljs inom detta segment är främst ansiktsmasker och skyddshandskar vilka det alltid finns efterfrågan på, om än högre under pandemin. Bland kunderna återfinns bland annat FN. Vi ser att det finns en viss säsongseffekt i denna typ av produkter, och att vi nu går in i den säsongsmässigt starkare perioden. Med bakgrund av detta räknar vi med en ökad försäljning under Q3'22 och Q4'22 jämfört med Q2'22, men betydligt lägre än under samma period 2021. Under 2023 räknar vi med att produktkategorin säljer för ca. EUR 6m, dvs. run rate.

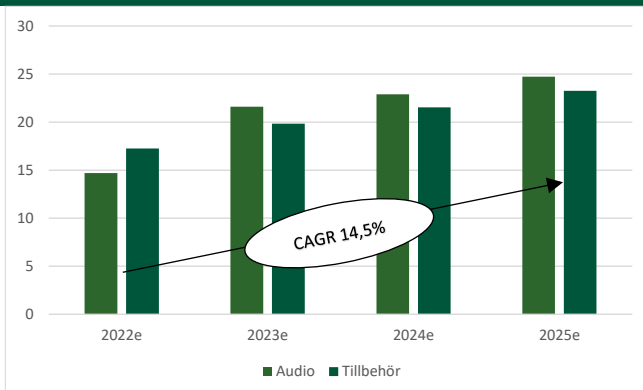
Sammantaget räknar vi därför med att försäljningen för hela Own Brands segmentet sjunker något jämfört med föregående år. Den minskade försäljningen beror på den minskade försäljningen av H&W. Kärnverksamheten, tillbehör och audio, räknar vi med kommer att växa under 2022 och ta fart under 2023. Under 2022 är det tillbehör med framför allt Clckr som driver försäljningen. Audio följer säsongseffekten med högst omsättning under Q4 till följd av Black Friday samt jul. Vi räknar med att den höga försäljningen av Audio fortsätter under början av 2023, och drivs av att Urbansitas nya produkter säljer bra.

Diagram 1: Own Brands, per division, EURm



Källa: EPB, STRAX

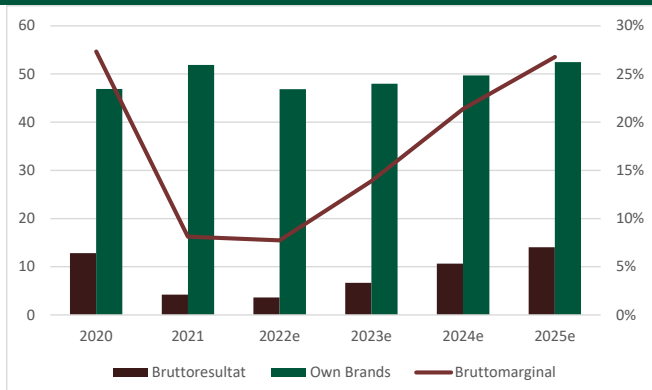
Diagram 2: Kärnverksamheten, Own Brands, EURm



Källa: EPB, STRAX

Som följd av nya produkter med högre marginal samt att produktmixen skiftar tillbaka till majoriteten av intäkterna från tillbehör samt Audio räknar vi med att marginalerna inom Own Brands kommer att stärkas framöver. I snitt ligger bruttomarginalen för en verksamhet med egna varumärken på 35–45%. Eftersom STRAX även är distributör behöver de inte betala för själva distributionen och sparar i och med det in ytterligare ungefär 10%. Med de omvärldsfaktorer som nu råder samt förändringarna i produktmix räknar vi med att Own Brands under 2024 kan nå tillbaka till sin historiska bruttomarginal på 25%.

Diagram 3: Own Brands, EURm

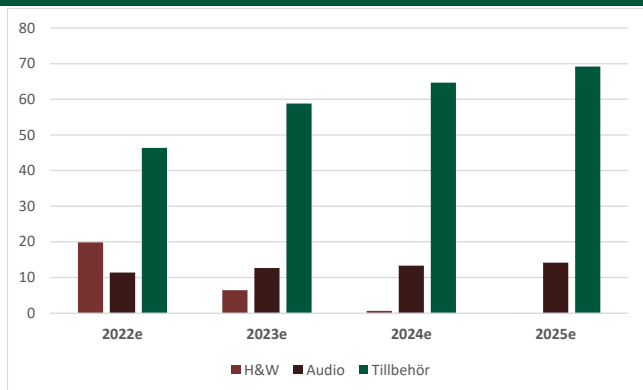


Källa: EPB, STRAX

## Distribution

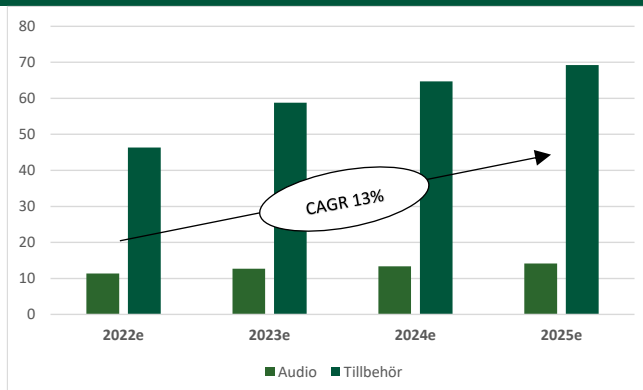
För segmentet distribution räknar vi med en fortsatt total tillväxt under hela prognosperioden. Även här räknar vi med en minskad aktivitet inom H&W, men att kärnverksamheten växer med i snitt 13% per år. I övrigt räknar vi med att det även fortsättningsvis är Tillbehör som står för majoriteten av intäkterna. Tack vare den ökade andelen service, vilket innebär höjda priser för lager samt frakt, har marginalen för divisionen stigit. Vi räknar med att detta kommer att fortsätta under 2023 och stabilisera sig kring 25%.

Diagram 4: Distribution, per division, EURm



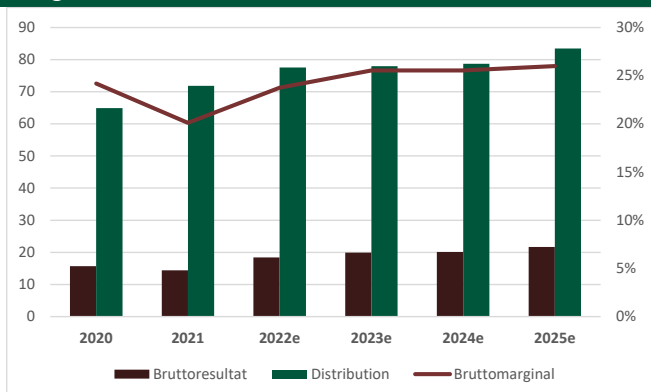
Källa: EPB, STRAX

Ingen 1: Kärnverksamheten, Distribution, EURm



Källa: EPB, STRAX

Diagram 5: Distribution, EURm



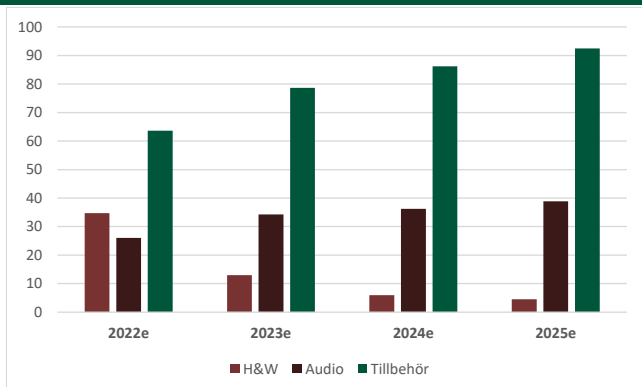
Källa: EPB, STRAX

## Gruppen

På gruppbasis ser vi viss tillväxt under hela prognosperioden. Där vi åter ser att själva kärnverksamheten med Tillbehör och Audio fortsätter att växa med 13% per år men att H&W segmentet avtar. Med bakgrund av ovan nämnda anledningar räknar vi med att marginalen under slutet 2024 når en bruttomarginal om 25%, vilket är i paritet med historiska nivåer.

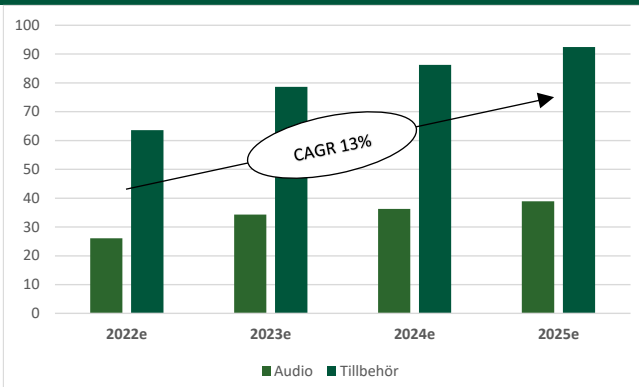
Vi ser ett fortsatt negativt resultat under 2023. Detta beroende av bolagets höga skuldsättning och därmed höga finansiella kostnader. Om bolaget följer vår prognostiserade utveckling kommer de finansiella kostnaderna att minska framöver. I dagsläget har bolaget brutit ett av lånens covenant, vilka främst är lönsamhetsbaserade, vilket lett till de ökade finansiella kostnaderna. Om bolagets utveckling följer våra prognoser uppnår STRAX covenanternas krav och den finansiella kostnaden bör minska.

Diagram 6: Gruppen, per division, EURm



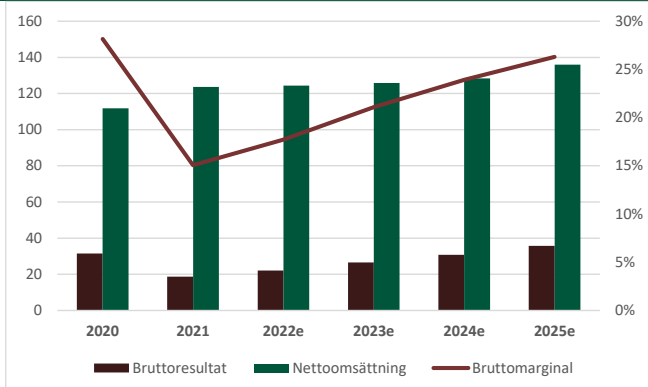
Källa: EPB, STRAX

Diagram 7: Kärnverksamheten, Gruppen, EURm



Källa: EPB, STRAX

Diagram 8: Gruppen, EURm



Källa: EPB, STRAX

## Prognosförändringar

Nya estimat	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkter	124	124	126	128
Tillväxt	11%	1%	1%	2%
EBIT	1,9	(3,1)	1,9	6,1
Rörelsemarginal	1,5%	-2,5%	1,5%	4,7%
EPS (EUR)	(0,0)	(0,1)	(0,0)	0,0
DPS (EUR)	-	-	-	-

Tidigare estimat	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkter	124	165	128	136
Tillväxt	12%	33%	-22%	6%
EBIT	1,9	7,1	8,6	10,3
Rörelsemarginal	1,5%	4,3%	6,7%	7,6%
EPS (EUR)	(0,0)	0,0	0,0	0,0
DPS (EUR)	-	-	-	-

Förändring i %	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkter	0%	-24%	-2%	-6%
EBIT	0%	n.m.	-78%	-41%
EPS	n.m.	n.m.	n.m.	-93%
DPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Källa: EPB

## Värdering

Vi fortsätter att använda oss av en Sum Of The Parts (SOTP) värdering tillsammans med en kassaflödesanalys.

Vi har dock genomfört ett antal olika förändringar både i SOTP och i kassaflödesanalysen. Först och främst har vi höjt avkastningskravet, WACC är nu 14%. Vi ökar avkastningskravet av två anledningar, den första är analysavdelningens nya ramverk för avkastningskrav. Den är för att vi anser risken i bolaget har stigit. Börsvärdet har sjunkit och belåningsgraden är hög. Bolaget har brutit lånens covenant, vilka framför allt är lönsamhetsberoende, vilket ökat räntekostnaden. De relativt höga finansiella kostnaderna är anledningen till att vi räknar med negativt resultat under 2023.

Förändringarna i SOTP-värderingen är att vi värderar varje segment på 2023e siffror och diskonterar tillbaka till dagens värde, samt att vi sätter en multipelrabatt jämfört med peers. Vi baserar rabatten vi på följande saker:

- STRAX är betydligt mindre jämförelsebolagen, multipeln bör vara i paritet med de mindre bolagen.
- STRAX är för tillfället finansiellt utsatt
- Jämförelsebolagen har generellt högre marginaler

Vi anser att detta motiverar en multipelrabatt på 35% mot jämförelsebolagens snittvärdering.

Sammanfattningsvis landar uppgår vår SOTP till 2,3 kr per aktie. Värdet baseras på 2023 år EV/EBIT multipel för Distribution på 7,8x, justerat med 35% får vi 5,3x och ett motiverat värde på 2 kr per aktie. För Own Brands använder vi EV/Sales multipel för 2023 på 1,5x, justerat med 35% får vi 1,0x och ett motiverat värde på 0,3 kr per aktie. Totalt ger det ett värde på 2,3 kr per aktie för hela gruppen. I vår DCF får vi ett värde på 2,1 kr per aktie.

Vi ser därför ett motiverat värde för STRAX på 2,1 – 2,3 kr per aktie.

## Sum Of The Parts

Börsvärde		Sales growth			Gross margin			EBIT-margin		
Company	SEKm	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Cellularline	833	22%	11%	n/a	n/a	n/a	n/a	12%	15%	16%
Bigben Interactive	2 298	45%	6%	9%	41%	42%	n/a	13%	15%	15%
Disti AB	613	10%	13%	13%	22%	22%	22%	4%	6%	7%
Dustin Group AB	6 555	50%	4%	5%	14%	15%	15%	4%	5%	5%
Also Holding AG	21 832	-9%	4%	4%	6%	6%	6%	2%	2%	2%
DCC Plc	58 610	6%	0%	0%	11%	11%	11%	4%	4%	4%
Atea ASA	12 190	6%	6%	5%	20%	21%	21%	3%	3%	3%
Average	14 704	18%	6%	6%	19%	19%	15%	6%	7%	7%
Median	6 555	10%	6%	5%	17%	18%	15%	4%	5%	5%

Börsvärde		EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
Company	SEKm	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Cellularline	833	0.9x	0.8x	n/a	7.6x	5.7x	n/a	7.0x	5.4x	n/a
Bigben Interactive	2 298	0.9x	0.9x	0.8x	6.6x	5.7x	4.8x	8.3x	6.9x	5.3x
Disti AB	613	0.4x	0.3x	0.3x	10.4x	6.3x	4.8x	9.4x	5.7x	4.2x
Dustin Group AB	6 555	0.5x	0.4x	0.4x	13.4x	12.1x	10.6x	11.0x	9.7x	8.4x
Also Holding AG	21 832	0.2x	0.2x	0.2x	10.1x	9.5x	8.8x	12.6x	11.7x	10.7x
DCC Plc	58 610	0.3x	0.3x	0.3x	9.0x	8.7x	8.4x	10.2x	9.9x	9.5x
Atea ASA	12 190	0.3x	0.3x	0.3x	11.8x	10.5x	9.3x	13.2x	11.7x	10.1x
Average	14 704	0.5x	0.5x	0.4x	9.8x	8.3x	7.8x	10.3x	8.7x	8.0x
Median	6 555	0.4x	0.3x	0.3x	10.1x	8.7x	8.6x	10.2x	9.7x	8.9x

Distribution EBIT (EURm)		6.8	10.4
Multipel		8.3x	7.8x
Premie/rabatt		-35%	-35%
Multipel (just.)		5.4x	5.1x
EV		36.8	52.7
Nettoskuld (pro rata)		28.7	28.7
MCAP		8.1	24.1
Antal aktier		121	121
EK per aktie (EUR)		0.1	0.2
EUR/SEK		10.7	10.7
WACC		14%	14%
Värde per aktie (SEK)		0.7	2.1

Börsvärde		Sales growth			Gross margin			EBIT-margin		
Company	SEKm	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Consumer brands										
Plantronics	17 104	4%	3%	n/a	42%	46%	n/a	13%	17%	n/a
House of Brands										
Logitech	82 405	-9%	5%	6%	40%	42%	43%	13%	15%	16%
GN Store Nord	38 565	24%	11%	10%	51%	54%	55%	10%	15%	16%
Average	46 025	6%	6%	8%	44%	47%	49%	12%	16%	16%
Median	38 565	4%	5%	8%	42%	46%	49%	13%	15%	16%

Börsvärde		EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
Company	SEKm	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Consumer brands										
Plantronics	17 104	1.8x	1.7x	n/a	13.3x	10.1x	n/a	12.2x	8.5x	n/a
House of Brands										
Logitech	82 405	1.4x	1.3x	1.2x	10.3x	8.6x	7.7x	19.0x	17.7x	16.3x
GN Store Nord	38 565	2.1x	1.9x	1.8x	21.6x	13.0x	11.1x	27.4x	21.3x	17.7x
Average	46 025	1.8x	1.7x	1.5x	15.1x	10.6x	9.4x	19.5x	15.9x	17.0x
Median	38 565	1.8x	1.7x	1.5x	13.3x	10.1x	9.4x	19.0x	17.7x	17.0x

Own Brands sales (EURm)		15	22
Multipel (median)		1.7x	1.5x
Premie/(rabatt)		-35%	-35%
Multipel (just.)		1.1x	1.0x
EV		16.2	21.1
Nettoskuld (pro rata)		17.7	17.7
MCAP		-1.4	3.4
Antal aktier		121	121
EK per aktie (EUR)		-0.01	0.03
EUR/SEK		10.7	10.7
WACC		14%	14%
Värde per aktie (SEK)		-0.1	0.3

SOTP 2.3

Källa: EPB, Factset

## DCF

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	48 696		
PV of terminal value (perpetuity formula)	20 920		
Enterprise value	69 616		
Latest net debt	46 327		
Minority interests & other	0		
Equity value	23 289		
No. of shares outstanding (millions)	120 592		
Equity value per share (EUR)	0.19		

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	16.2	-77.2	18.1
EV/EBIT	36.6	-22.6	36.6
EV/NOPLAT	46.1	-28.4	46.1
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			1.9
EUR/SEK	10.7		2.1

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2.5%
Risk premium	5.5%
Extra risk premium	6.0%
Beta	1.0
Cost of equity	14.0%
Cost of debt (pre-tax)	5.0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	14.0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3.0%
Long term EBIT margin	7.0%
Depreciation (% of sales)	1.0%
Capex (% of sales)	1.0%
Working cap. (% of sales)	17.0%
Tax rate	21%

## Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	13.0%	0.23	0.24	0.25	0.26	0.28
	13.5%	0.20	0.21	0.22	0.23	0.24
	14.0%	0.18	0.18	0.19	0.20	0.21
	14.5%	0.15	0.16	0.17	0.18	0.19
	15.0%	0.13	0.14	0.15	0.15	0.16

		Long-term EBIT margin				
		3.0%	5.0%	7.0%	9.0%	11.0%
WACC	13.0%	0.06	0.16	0.25	0.34	0.44
	13.5%	0.05	0.13	0.22	0.31	0.39
	14.0%	0.03	0.11	0.19	0.27	0.35
	14.5%	0.02	0.09	0.17	0.24	0.32
	15.0%	0.01	0.08	0.15	0.21	0.28

Källa: EPB



Resultaträkning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>113 644</b>	<b>111 790</b>	<b>123 698</b>	<b>124 374</b>	<b>125 895</b>	<b>128 396</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>113 644</b>	<b>111 790</b>	<b>123 698</b>	<b>124 374</b>	<b>125 895</b>	<b>128 396</b>
Kostnad sålda varor	-85 843	-83 272	-105 054	-102 332	-99 337	-97 673
<b>Bruttovinst</b>	<b>27 801</b>	<b>28 518</b>	<b>18 644</b>	<b>22 042</b>	<b>26 558</b>	<b>30 724</b>
Övriga rörelsekostnader	-8 298	-12 121	-9 727	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>8 321</b>	<b>8 529</b>	<b>4 300</b>	<b>-901</b>	<b>3 841</b>	<b>8 124</b>
Avskrivningar	-2 175	-1 756	-2 398	-2 182	-1 940	-2 060
<b>EBIT, justerad</b>	<b>6 146</b>	<b>6 773</b>	<b>1 902</b>	<b>-3 083</b>	<b>1 901</b>	<b>6 064</b>
<b>EBIT</b>	<b>6 146</b>	<b>6 773</b>	<b>1 902</b>	<b>-3 083</b>	<b>1 901</b>	<b>6 064</b>
Finansiella poster	-5 982	-5 931	-4 898	-5 418	-5 100	-4 600
<b>Resultat före skatt</b>	<b>164</b>	<b>842</b>	<b>-2 996</b>	<b>-8 501</b>	<b>-3 199</b>	<b>1 464</b>
Skatter	-1 899	-174	-902	-485	-1 060	-1 191
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-1 735</b>	<b>668</b>	<b>-3 898</b>	<b>-8 987</b>	<b>-4 259</b>	<b>272</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1 735</b>	<b>668</b>	<b>-3 898</b>	<b>-8 987</b>	<b>-4 259</b>	<b>272</b>

Källa: EPB

Kassaflödesanalys						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	6 146	6 773	1 902	-3 083	1 901	6 064
Övriga kassaflödespåverkande poster	188	0	-4 662	-5 418	-5 100	-4 600
Förändringar i rörelsekapital	-4 425	-11 412	-4 405	5 337	2 836	834
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>3 178</b>	<b>-3 312</b>	<b>-6 173</b>	<b>-1 468</b>	<b>516</b>	<b>3 166</b>
Investeringar	-536	-359	-1 142	-711	-762	-899
Avyttringar	-95	-326	-671	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>1 341</b>	<b>-5 432</b>	<b>-8 295</b>	<b>-2 179</b>	<b>-246</b>	<b>2 267</b>
Utdelningar	-12 742	0	0	0	0	0
Förändringar av lån	-5 996	12 687	10 443	0	0	0
Övriga poster	-3 709	-3 195	-6 255	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-21 201</b>	<b>3 734</b>	<b>-4 778</b>	<b>-2 179</b>	<b>-246</b>	<b>2 267</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>19 416</b>	<b>26 570</b>	<b>41 791</b>	<b>43 970</b>	<b>44 216</b>	<b>41 949</b>

Källa: EPB

Balansräkning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	28 175	28 176	28 176	25 994	24 054	21 994
Övriga immateriella tillgångar	3 919	4 021	3 436	3 436	3 436	3 436
Materiella anläggningstillgångar	1 087	1 063	1 362	2 073	2 836	3 735
Övriga anläggningstillgångar	879	1 655	4 178	4 178	4 178	4 178
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>34 112</b>	<b>35 931</b>	<b>37 439</b>	<b>35 968</b>	<b>34 791</b>	<b>33 630</b>
Varulager	17 430	27 560	30 708	29 850	27 697	26 963
Kundfordringar	25 976	19 149	29 124	24 253	25 179	24 395
Övriga omsättningstillgångar	1 374	1 058	913	913	913	913
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3 644	7 379	2 601	422	176	2 443
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>68 547</b>	<b>63 167</b>	<b>76 915</b>	<b>69 007</b>	<b>67 534</b>	<b>68 283</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>102 659</b>	<b>99 098</b>	<b>114 354</b>	<b>104 975</b>	<b>102 325</b>	<b>101 913</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	20 100	18 171	14 036	5 049	790	1 062
<b>Summa eget kapital</b>	<b>20 100</b>	<b>18 171</b>	<b>14 036</b>	<b>5 049</b>	<b>790</b>	<b>1 062</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	32 918	1 840	1 840	1 840	1 840
Övriga långfristiga skulder	8 792	8 663	2 974	2 974	2 974	2 974
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>12 274</b>	<b>42 934</b>	<b>5 758</b>	<b>5 758</b>	<b>5 758</b>	<b>5 758</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	23 060	1 031	42 552	42 552	42 552	42 552
Leverantörsskulder	22 100	15 801	28 998	28 606	30 215	29 531
Övriga kortfristiga skulder	1 563	654	640	640	640	640
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>70 285</b>	<b>37 993</b>	<b>94 560</b>	<b>94 168</b>	<b>95 777</b>	<b>95 093</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>102 659</b>	<b>99 098</b>	<b>114 354</b>	<b>104 975</b>	<b>102 325</b>	<b>101 913</b>

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	N.m.	11%	1%	1%	2%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	2%	N.m.	N.m.	526%	112%
EBIT-tillväxt, justerad	-	10%	N.m.	N.m.	162%	219%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	24,5%	25,5%	15,1%	17,7%	21,1%	23,9%
EBITDA-marginal	7,3%	7,6%	3,5%	Neg.	3,1%	6,3%
EBITDA-marginal, justerad	7,3%	7,6%	3,5%	Neg.	3,1%	6,3%
EBIT-marginal	5,4%	6,1%	1,5%	Neg.	1,5%	4,7%
EBIT-marginal, justerad	5,4%	6,1%	1,5%	Neg.	1,5%	4,7%
Vinst-marginal, justerad	-	12,8%	Neg.	Neg.	Neg.	0,2%

Källa: EPB

Avkastning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	3%	Neg.	Neg.	Neg.	29%
ROCE, justerad	-	4%	1%	Neg.	1%	3%
ROIC, justerad	-	16%	4%	Neg.	4%	14%

Källa: EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	15%	25%	25%	24%	22%	21%
Kundfordringar / totala intäkter	23%	17%	24%	20%	20%	19%
Leverantörsskulder / KSV	26%	19%	28%	28%	30%	30%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	325%	175%	565%	375%	388%	386%
Rörelsekapital / totala intäkter	16%	17%	18%	14%	11%	10%
Kapitalomsättningshastighet	2,6x	2,1x	2,1x	2,5x	2,8x	2,8x

Källa: EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	19 416	26 570	41 791	43 970	44 216	41 949
Soliditet	20%	18%	12%	5%	1%	1%
Nettoskultsättningsgrad	1,0x	1,5x	3,0x	8,7x	56,0x	39,5x
Nettoskuld / EBITDA	2,3x	3,1x	9,7x	-48,8x	11,5x	5,2x

Källa: EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-	0,06	-0,03	-0,07	-0,04	0,00
EPS, justerad	-	0,06	-0,03	-0,07	-0,04	0,00
FCF per aktie	-	-0,45	-0,07	-0,02	0,00	0,02
Eget kapital per aktie	-	1,51	0,12	0,04	0,01	0,01
Antal aktier vid årets slut, '000	0,00	12 059	120 592	120 592	120 592	120 592
Antal aktier efter utspädning, snitt	0,00	12 059	120 592	120 592	120 592	120 592

Källa: EPB

## Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-	7,6x	-11,3x	-2,3x	-4,7x	74,3x
P/EK	-	0,3x	3,1x	4,0x	25,6x	19,0x
P/FCF	-	-0,9x	-5,3x	-9,3x	-82,2x	8,9x
FCF-yield	-	-108%	-19%	-11%	-1%	11%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,2x	0,3x	0,7x	0,5x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	2,3x	3,7x	19,9x	-71,2x	16,8x	7,7x
EV/EBIT, justerad	3,2x	4,7x	45,1x	-20,8x	33,9x	10,3x
EV	19 416	31 617	85 759	64 193	64 439	62 172
Aktiekurs	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2

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 frånsäger 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 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)