



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Specialiserad detaljhandel | Sverige | 05 december 2022

Strax

Strategiskifte

Distributions segmentet fortsätter att leverera

Omsättningen för perioden uppgick till EUR 22,2m (23,2) vilket innebär en förändring om -4,2%. Distributionssegmentet fortsätter att växa och visar god lönsamhet med en bruttomarginal på 22,2% (31,3%). Bruttomarginalen är lägre än föregående och är i den lägre delen av spannet, 20–30%, där vi förväntar oss att den ska vara. Own brands har haft ett tuffare kvartal och uppvisar en minskande omsättning, -44%. Segmentet tyngdes av utvecklingen inom Health and Wellness kategorin. Det positiva för segmentet är att det uppvisar en positiv bruttomarginal. STRAX EBIT för perioden uppgick till EUR 1 011k vilket var över våra förväntningar.

Ny strategi för att säkra framtiden

I rapporten tydliggjorde ledningen sin strategi för att vända utvecklingen. Strategin är i teorin ganska enkel, allokerar energi och kapital på de lönsamma affärerna och avyttrar eller avslutar de för stunden mindre lönsamma. I praktiken innebär detta att STRAX avslutar sin e-handels satsning som har varit förlustbringande, samt att de avyttrar de varumärken som inte passar in i STRAX portfolio. Bolaget är i förhandlingar och förväntar sig att försäljningarna sker under Q4'22 och Q1'23. Avyttringarna förväntas inte generera en stor vinst, men inte heller förlust.

Estimatförändringar

Det finns stora frågetecken som måste rätas ut i närtid, och bolaget arbetar för fullt med att genomföra detta. Vi bedömer skuldsättningen som hög och det egna kapitalet riskerar att bli för lågt. Eftersom Q4 är STRAX säsongsmässigt starka kvartal ser vi inget akut problem, men vi ser det som viktigt att avyttringarna går i lås under slutet av 2022 och början av 2023. På grund av de stora förändringar som ska ske i närtid i bolaget genomför vi inga större förändringar i våra prognoser. Vi kommer att i efterhand, när läget klarnar, återkomma med uppdaterade prognoser.

Estimatändring ('000€)					Prognos ('000€)				Värde och risk			
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	2,1 - 2,3 kr		
Totala intäkter	123 318	-1	120 262	-4,5	Totala intäkter	123 698	123 318	120 262	125 729	Aktiekurs	1,4 kr	
EBITDA, just.	0,9	n.a.	2 774,8	-27,8	Intäktsstillväxt	11%	N.m.	N.m.	5%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	-0,1	n.a.	0,0	n.a.	EBITDA, just.	4 604	853	2 774	7 896	Kursutveckling 12 mån		
					EBIT, just.	2 206	-1 172	834	5 836			
					EPS, just.	0,0	-0,1	0,0	0,0	Intressekonflikter		
					EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		Yes	No
					EK/aktie	0,1	0,1	0,0	0,0			
					EBIT-marginal	1,8%	Neg.	0,7%	4,6%			
					ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	47,4%			
					ROCE, just.	4,0%	Neg.	1,7%	12,7%			
					EV/Sales	0,7x	0,5x	0,5x	0,5x			
					EV/EBITDA	18,6x	67,6x	21,1x	7,2x			
					EV/EBIT	38,9x	-	70,1x	9,8x			
					P/E, just.	-	-	-	19,4x			
					P/EK	3,1x	2,3x	12,1x	7,4x			
					FCF yield	-	-	-	10%			
					Nettoskuld/EBITDA	9,1x	50,2x	15,7x	5,3x			

Analytiker

Hugo Lisjo
hugo.lisjo@penser.se

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.

På grund av stor osäkerhet genomför vi endast mindre förändringar

Som tidigare nämnt genomför vi endast mindre prognosförändringar efter kvartalet. Det beror på bolagets strategi att under Q4'22 och Q1'23 avyttra flera verksamhetsområdena: Health & Wellness (H&W), licensieringsverksamheten samt ett antal egna varumärken. Vi vet i dagsläget inte hur stor inverkan detta kommer att få på resultat- och balansräkning, varpå vi endast genomför mindre justeringar i resultaträkningen. Vi ämnar genomföra förändringar efterhand utfallen av avyttringarna är klargjort.

Vi ser positivt på en försäljning av Health & Wellness segmentet. En avyttring skulle lätta balansräkningen markant, samt sänka belåningsgraden. Idag står H&W för ungefär 25% av varulagret, vilket vid en försäljning skulle lätta balansräkningen och frigöra en hel del kapital. Till segmentet är en kredit på USD 20m knuten. Kapitalet från avyttringen kommer att användas för att senast den 30:e juni 2023 återbetala krediten. Då segmentet är ett lågmarginalsegment bör en avyttring leda till att gruppen höjer sin marginal. Försäljningen förväntas genomföras under Q4 alternativt början av 2023.

STRAX har inom licensieringsverksamheten avtal med bland annat Adidas och Diesel. I dagsläget vet vi inte hur mycket kapital som är bundet i verksamheten eller hur en avyttring kommer att påverka balans- och resultaträkning. Generellt övervakas verksamheten av licensgivarna när det kommer till vilken typ av produkter, marknadsföring samt i vilka butiker produkterna får återförsäljas. När segmentet går bra är det en fin affär som kräver en del tid och engagemang, givet att det krävs en nära relation till licensgivarna. STRAX anser att verksamhetsområdet passar bättre hos en annan aktör. Avyttringen förväntas ske under början av 2023.

Försäljningen av de egna varumärkena sker med en option om att STRAX i framtiden, om varumärket utvecklas väl, får möjlighet att köpa tillbaka sin avyttrade andel. Enligt ledningen säljer de av de varumärken som de inte passar in i gruppen och som för stunden inte uppvisar samma lönsamhet som de mer framgångsrika delarna. Således bör en avyttring leda till att gruppen höjer sina marginaler.

Vi ser positivt på de förändringar som STRAX ämnar genomföra. Försäljningarna kommer att lätta balansräkningen och minska belåningsgraden. Minskad belåning ser vi mycket positivt på, då det även kommer att gynna resultaträkningen i form av reducerade finansiella kostnader, vilka i dagsläget utgör en stor kostnad.

Värdering

Vi fortsätter att använda oss av en Sum Of The Parts (SOTP) värdering som stöds av en kassaflödesanalys. Vi har inte genomfört några förändringar i vår värderingsansats. För ytterligare information hänvisar vi till analysen som släpptes 15 september 2022.

Vår SOTP visar ett totalt värde om 2,2 kr per aktie. Värdet baseras på 2023 års EV/EBIT multipel för Distribution på 7,5x, justerat med 35% får vi 4,9x och ett motiverat värde på 1,7 kr per aktie. För Own Brands använder vi EV/Sales multipel för 2023 på 1,7x, justerat med 35% får vi 1,1x och ett motiverat värde på 0,5 kr per aktie. Totalt ger det ett värde på 2,2 kr per aktie för hela gruppen. I vår DCF får vi ett värde på EUR 0,21 kr per aktie, med växelkurs 10,9 innebär det 2,2 kr per aktie.

Vi behåller vårt motiverade värde om 2,1–2,3 kr per aktie tills osäkerheten klarnar.

Tabell 1: Sum Of The Parts

Company	Börsvärde		Sales growth			Gross margin			EBIT margin		
	SEKm	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	
Cellulartine	718	24%	12%	1%	n/a	n/a	n/a	12%	15%	16%	
Bigben Interactive	1 318	17%	20%	6%	40%	35%	35%	13%	15%	15%	
DistBT AB	496	6%	13%	14%	21%	22%	23%	4%	6%	7%	
Dustin Group AB	5 172	0%	4%	6%	15%	15%	15%	4%	5%	5%	
Also Holding AG	24 488	-7%	7%	5%	n/a	n/a	n/a	2%	2%	2%	
DCC Plc	55 309	12%	1%	1%	14%	14%	14%	4%	4%	4%	
Alea ASA	13 944	6%	5%	2%	20%	21%	21%	3%	3%	3%	
Average	14 492	8%	9%	5%	22%	22%	22%	6%	7%	7%	
Median	5 172	6%	7%	5%	20%	21%	21%	4%	5%	5%	

Company	Börsvärde		EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
	SEKm	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	
Cellulartine	718	0.7x	0.7x	0.7x	8.0x	5.8x	5.3x	10.5x	8.7x	51.7x	
Bigben Interactive	1 318	0.8x	0.7x	0.6x	10.4x	5.6x	4.8x	7.1x	6.1x	4.8x	
DistBT AB	496	0.3x	0.3x	0.3x	17.4x	7.5x	4.9x	16.5x	6.6x	4.2x	
Dustin Group AB	5 172	0.4x	0.4x	0.4x	10.9x	9.6x	8.7x	8.5x	7.2x	6.5x	
Also Holding AG	24 488	0.2x	0.2x	0.2x	10.7x	10.4x	9.7x	13.7x	13.1x	12.2x	
DCC Plc	55 309	0.3x	0.3x	0.3x	8.8x	8.5x	8.2x	9.5x	9.2x	8.8x	
Alea ASA	13 944	0.4x	0.3x	0.3x	13.0x	12.0x	10.7x	15.4x	14.5x	12.6x	
Average	14 492	0.5x	0.4x	0.4x	11.3x	8.5x	7.5x	11.6x	9.3x	14.4x	
Median	5 172	0.4x	0.3x	0.3x	10.7x	8.5x	8.2x	10.5x	8.7x	8.8x	

Distribution EBIT (EURm)	10.1	10.4
Multipel	8.5x	7.5x
Premie/rabatt	-35%	-35%
Multipel (just.)	5.5x	4.9x
EV	55.8	50.3
Nettoskuld (pro rata)	30.6	30.6
MCAP	25.2	19.8
Antal aktier	121	121
EK per aktie (EUR)	0.2	0.2
EUR/SEK	10.7	10.7
WACC	14%	14%
Värde per aktie (SEK)	2.2	1.7

Källa: EPB, Factset

Company	Börsvärde		Sales growth			Gross margin			EBIT margin		
	SEKm	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	
Consumer brands	18 986	4%	3%	n/a	42%	46%	n/a	13%	17%	n/a	
Plantronics											
House of Brands											
Logitech	100 485	-14%	5%	6%	39%	42%	44%	13%	15%	16%	
GN Store Nord	32 168	20%	5%	9%	49%	53%	54%	7%	12%	14%	
Average	50 546	3%	4%	8%	44%	47%	49%	11%	15%	15%	
Median	32 168	4%	5%	8%	42%	46%	49%	13%	15%	15%	

Company	Börsvärde		EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
	SEKm	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	
Consumer brands	18 986	1.8x	1.7x	n/a	13.3x	10.1x	n/a	12.2x	8.5x	n/a	
Plantronics											
House of Brands											
Logitech	100 485	1.9x	1.8x	1.7x	13.9x	12.0x	10.5x	19.0x	17.7x	16.3x	
GN Store Nord	32 168	2.0x	1.9x	1.7x	26.5x	15.5x	12.4x	27.4x	21.3x	17.7x	
Average	50 546	1.9x	1.8x	1.7x	17.9x	12.5x	11.4x	19.5x	15.9x	17.0x	
Median	32 168	1.9x	1.8x	1.7x	13.9x	12.0x	11.4x	19.0x	17.7x	17.0x	

Own Brands sales (EURm)	14	19
Multipel (median)	1.8x	1.7x
Premie/(rabatt)	-30%	-35%
Multipel (just.)	1.2x	1.1x
EV	17.3	21.4
Nettoskuld (pro rata)	15.7	15.7
MCAP	1.6	5.7
Antal aktier	121	121
EK per aktie (EUR)	0.01	0.05
EUR/SEK	10.7	10.7
WACC	14%	14%
Värde per aktie (SEK)	0.1	0.5

SOTP 2.2

Tabell 2: Kassaflödesanalys inklusive känslighetstabell

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	51 366		
PV of terminal value (perpetuity formula)	22 511		
Enterprise value	73 877		
Latest net debt	48 948		
Minority interests & other	0		
Equity value	24 929		
No. of shares outstanding (millions)	120 592		
Equity value per share (EUR)	0.21		
Implicit multipl.			
EV/Sales	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	16.0	86.6	26.6
EV/EBIT	33.5	-63.0	88.6
EV/NOPLAT	42.2	-79.4	111.6
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price	1.4		
EUR/SEK	10.9	2.2	

Källa: EPB, Factset

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

WACC	Long-term growth rate				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
13.0%	0.24	0.25	0.27	0.28	0.30
13.5%	0.21	0.22	0.24	0.25	0.26
14.0%	0.19	0.20	0.21	0.22	0.23
14.5%	0.16	0.17	0.18	0.19	0.20
15.0%	0.14	0.15	0.16	0.17	0.17

WACC	Long-term EBIT margin				
	3.0%	5.0%	7.0%	9.0%	11.0%
13.0%	0.07	0.17	0.27	0.37	0.47
13.5%	0.05	0.14	0.24	0.33	0.42
14.0%	0.04	0.12	0.21	0.29	0.38
14.5%	0.02	0.10	0.18	0.26	0.34
15.0%	0.01	0.08	0.16	0.23	0.30

Genomsnittligt motiverat värde och kursutveckling



Källa: EPB, Factset

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	113 644	111 790	123 698	123 318	120 262	125 729
Totala intäkter	113 644	111 790	123 698	123 318	120 262	125 729
Kostnad sålda varor	-85 843	-83 272	-104 750	-99 476	-94 771	-95 233
Bruttoresultat	27 801	28 518	18 948	23 842	25 491	30 496
Totala rörelsekostnader	-19 480	-19 989	-14 344	-22 989	-22 717	-22 600
EBITDA	8 321	8 529	4 604	853	2 774	7 896
EBITDA, justerad	8 321	8 529	4 604	853	2 774	7 896
Totala avskrivningar	-2 175	-1 756	-2 398	-2 025	-1 940	-2 060
EBITA, justerad	6 146	6 773	2 206	(1 172)	834	5 836
EBIT	6 146	6 773	2 206	-1 172	834	5 836
EBIT, justerad	6 146	6 773	2 206	-1 172	834	5 836
Finansnetto	-5 982	-5 931	-4 898	-5 836	-4 600	-3 200
Resultat före skatt	164	842	-2 692	-7 008	-3 766	2 636
Resultat före skatt, justerad	164	842	-2 692	-7 008	-3 766	2 636
Total skatt	-1 899	-174	-902	-571	-1 463	-1 872
Nettoresultat	-1 735	668	-3 594	-7 579	-5 229	763
Nettoresultat, justerad	-1 735	668	-3 594	-7 579	-5 229	763

Källa: Strax, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	6 146	6 773	2 206	-1 172	834	5 836
Övriga kassaflödesposter	1 457	1 327	(3 670)	(4 382)	(4 123)	(3 012)
Förändringar i rörelsekapital	-4 425	-11 412	-4 405	5 554	3 633	273
Kassaflöde från den operationella verksamheten	3 178	-3 312	-5 869	0	344	3 097
Investeringar	-1 837	-2 120	-2 122	-1 005	-1 128	-1 680
Avyttringar	-95	-326	-671	0	0	0
Fritt kassaflöde	1 341	-5 432	-7 991	-1 006	-784	1 416
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
Kassaflöde	-21 201	3 734	-4 474	-1 006	-784	1 416
Nettoskuld	19 416	26 570	41 791	42 797	43 581	42 165

Källa: Strax, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	28 175	28 176	28 176	28 176	28 176	28 176
Övriga immateriella tillgångar	3 919	4 021	3 436	2 502	1 720	1 265
Materiella anläggningstillgångar	1 087	1 063	1 362	1 276	1 247	1 322
Övriga anläggningstillgångar	931	2 671	4 465	4 465	4 465	4 465
Summa anläggningstillgångar	34 112	35 931	37 439	36 419	35 608	35 228
Varulager	17 430	27 560	30 708	29 596	26 458	26 403
Kundfordringar	25 976	19 149	29 124	24 047	24 052	23 888
Övriga omsättningstillgångar	21 497	9 079	14 482	14 482	14 482	14 482
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3 644	7 379	2 601	1 595	811	2 227
Summa omsättningstillgångar	68 547	63 167	76 915	69 721	65 803	67 001
SUMMA TILLGÅNGAR	102 659	99 098	114 354	106 140	101 410	102 229
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	20 100	18 171	14 036	6 457	1 228	1 991
Summa eget kapital	20 100	18 171	14 036	6 457	1 228	1 991
Långfristiga räntebärande skulder	0	32 918	1 840	1 840	1 840	1 840
Övriga långfristiga skulder	12 274	10 016	3 918	3 918	3 918	3 918
Summa långfristiga skulder	12 274	42 934	5 758	5 758	5 758	5 758
Kortfristiga räntebärande skulder	23 060	1 031	42 552	42 552	42 552	42 552
Leverantörsskulder	22 100	15 801	28 998	28 363	28 863	28 918
Övriga kortfristiga skulder	25 125	21 161	23 010	23 010	23 010	23 010
Summa kortfristiga skulder	70 285	37 993	94 560	93 925	94 425	94 480
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	102 659	99 098	114 354	106 140	101 410	102 229

Källa: Strax, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	N.m.	11%	N.m.	N.m.	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	2%	N.m.	N.m.	>100%	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	10%	N.m.	N.m.	>100%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	24,5%	25,5%	15,3%	19,3%	21,2%	24,3%
EBITDA-marginal	7,3%	7,6%	3,7%	0,7%	2,3%	6,3%
EBITDA-marginal, justerad	7,3%	7,6%	3,7%	0,7%	2,3%	6,3%
EBIT-marginal	5,4%	6,1%	1,8%	Neg.	0,7%	4,6%
EBIT-marginal, justerad	5,4%	6,1%	1,8%	Neg.	0,7%	4,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	12,8%	Neg.	Neg.	Neg.	0,6%

Källa: Strax, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	3%	Neg.	Neg.	Neg.	47%
ROCE, justerad	Neg.	14%	4%	Neg.	2%	13%
ROIC, justerad	Neg.	16%	4%	Neg.	2%	13%

Källa: Strax, 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%	29%	30%	30%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	16%	17%	18%	14%	11%	10%
Kapitalomsättningshastighet	2,6x	2,1x	2,1x	2,4x	2,6x	2,7x

Källa: Strax, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	19 416	26 570	41 791	42 797	43 581	42 165
Soliditet	20%	18%	12%	6%	1%	2%
Nettoskultsättningsgrad	1,0x	1,5x	3,0x	6,6x	35,5x	21,2x
Nettoskuld / EBITDA	2,3x	3,1x	9,1x	50,2x	15,7x	5,3x

Källa: Strax, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-	0,06	-0,03	-0,06	-0,04	0,01
EPS, justerad	-	0,06	-0,03	-0,06	-0,04	0,01
FCF per aktie	-	-0,45	-0,07	-0,01	-0,01	0,01
Eget kapital per aktie	-	1,51	0,12	0,05	0,01	0,02
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: Strax, EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	7,6x	Neg.	Neg.	Neg.	19,4x
P/EK	Neg.	0,3x	3,1x	2,3x	12,1x	7,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%
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	18,6x	67,6x	21,1x	7,2x
EV/EBIT, justerad	3,2x	4,7x	38,9x	Neg.	70,1x	9,8x
EV	19 416	31 617	85 759	57 617	58 402	56 986
Aktiekurs	0,4	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1

Källa: Strax, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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