


Penser Access | Specialiserad detaljhandel | Sverige | 07 mars 2023

## Vägen framåt är bestämd

Vi genomför endast en prognosförändring till följd av den höga osäkerheten i bolagets närtid. Vi räknar med att STRAX under Q2 avyttrar Health & Wellness-segmentet, vilket sänker skuldsättningen och minskar intäkterna för 2023 jämfört med 2022. Vi ställer oss positiva till de förändringar som STRAX ämnar att genomföra. Renodlingen av verksamheten leder till att STRAX skalar bort de olönsamma varumärkena och behåller de med mest potential. Ledningen har erfarenhet av att ha genomfört liknande omstruktureringar tidigare, vilket ökar sannolikheten för att de lyckas även denna gång. Till följd av den lägre omsättningen och fortsatt hög osäkerhet sänker vi vårt motiverade värde till 1,7–1,8 kr per aktie från tidigare 2,1–2,3 kr.

Estimatändring				Prognos ('000€)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	1,7 - 1,8 kr												
Totala intäkter	-20,8%	-19,7%	-19,5%	Totala intäkter	104 392	95 302	100 946	108 503	Aktiekurs	1,4 kr												
EBITDA, just.	N.m.	-64,4%	-38,9%	Tillväxt	-16%	-9%	6%	7%	Riskenivå	High												
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	EBITDA, just.	-7 408	-3 326	2 813	6 351	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-9 033	-4 466	1 623	5 091														
Q1 - rapport	25 maj 2023			EPS, just.	-0,1	-0,1	0,0	0,0														
Q2 - rapport	15 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Bolagsfakta ('000€)				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Antal aktier	120 592m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	1,6%	4,7%														
Börsvärde	15			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Nettoskuld	29			ROCE, just.	Neg.	Neg.	9,9%	34,2%														
EV	44			EV/Sales	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x														
Free float	23%			EV/EBITDA	-	-	15,6x	6,9x														
Daglig handelsvolym, snitt	17k			EV/EBIT	-	-	27,0x	8,6x														
Bloomberg Ticker	STRAX SS EQUITY			P/E, just.	-	-	-	218,3x														
Analytiker				FCF yield	48%	16%	-	-														
Hugo Lisjo				Nettoskuld/EBITDA	-6,3x	-8,7x	10,6x	4,9x														
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 gick 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. I vår kassaflödesanalys använder vi oss av en WACC på 18% till följd av den höga osäkerheten, vilket ger ett motiverat värde på 1,8 kr per aktie. Kombinationen motiverar därmed ett värde om 1,7-1,8 kr per aktie, tidigare 2,1-2,3 kr.

## **Fortsatt motvind**

STRAX har sedan pandemins utbrott verkat i ett utmanande makroekonomiskt klimat. 2022 utvecklades till en perfekt storm med valutamotvind, inflation och konsumentens minskade köpkraft, vilket resulterade i sämre julhandel än normalt och en generellt lägre efterfrågan. Till följd av den minskade efterfrågan har STRAX avvecklat märkena Dóttir och Grell samt licensieringsverksamheten med märken som ex. Addidas och Diesel. Avyttringen av licensieringsverksamheten ska slutföras under början av 2023.

Rensat för de avvecklade verksamheterna uppgick omsättningen till EUR 21,2m. Jämfört med 2021 års omsättning på EUR 36,7m innebär det en minskning med 42,3% under fjärde kvartalet. Omsättningsminskningen är främst hänförligt den kraftiga inbromsningen av Distributionsverksamhetens Health & Wellness-segmentet, men även en sämre julhandel än normalt. Av de märken som STRAX kommer att behålla uppgick omsättningen till EUR 8,3m (5,7) vilket är en ökning med 45,1%.

Vidare framtvängde den lägre försäljningen en nedskrivning av lagret med EUR 4m. Nedskrivningen hade en kraftigt negativ påverkan på bruttomarginalen för båda segmenten. Nedskrivningen är en bidragande orsak till att det egna kapitalet på koncernnivå slutade på EUR -6,5m vid utgången. Olika regler gäller när det kommer till negativt eget kapital i olika länder. Därför kan vissa av de utländska dotterbolagen fortsätta sin verksamhet trots negativt eget kapital.

## **Det nya STRAX**

Det nya STRAX kommer att fokusera på fyra egna varumärken och en äga en minoritetsdel i Distributionsverksamheten. STRAX har som mål att avveckla eller sälja alla verksamheter som inte är Urbanista, Clckr, RichmondFinch eller Planet Buddies samt behålla 49,9% av distributionsverksamheten. De fyra varumärken som de väljer att behålla är de som STRAX ser störst potential i för deras verksamhet.

De varumärken som STRAX väljer att behålla



Källa: STRAX

Planen är att under Q1 avyttra licensieringsverksamheten för att öka likviditeten. Arbetet är i full gång och de för dialoger med intressenter. Vidare ska Health & Wellness avyttras under det andra kvartalet och även här är arbetet i full gång. Till segmentet är en stor del av lagret, EUR 15m, och belåningen knuten. Avyttringen kommer därmed att leda till återbetalning av krediten och kraftigt minska både belåning och finansieringskostnader.

Vidare undersöks möjligheterna för att under Q2 genomföra en försäljning av 50,1% av distributionsverksamheten i Europa. Verksamheten måste avskiljas från STRAX så att den kan refinansieras. Försäljningen är tänkt att förbättra både skuld och likviditetssituationen.

Om det krävs är STRAX beredda att sälja 25–33% av Clckr för att fullt ut få kontroll på skuld- och likviditetsnivån. Förhoppningsvis inbringar övriga avyttringar tillräckligt så att denna transaktion aldrig blir aktuell. Om det blir aktuellt är tanken att det genomförs först under Q3.

Efter att denna renodling av verksamheten är genomförd är tanken att skuldsättningen reduceras med över EUR 30m, att varulagret sjunker med minst EUR 15m och att likviditeten markant förbättrats.

## Planering och utfall av kommande förändringar

	<u>STATUS</u>	<u>WHEN COMPLETED</u>	<u>IMPACT</u>
• Discontinued operations divestments:			
◦ Telecom Lifestyle Fashion	Ongoing	Q1	Liquidity
◦ Health & Wellness	Ongoing	Q2	Debt / liquidity
• Sale of 50.1% of Europe distribution (1)	Evaluation	Q2	Debt / liquidity
• Europe Distribution refinancing (2)	Evaluation	Q2	Interests / liquidity
• Sale of 25-33.3% of Clckr	Evaluation	Q3	Debt / liquidity

### KEY OBJECTIVES

- Debt reduced by > 30 MEUR
- Inventory reduced by > 15 MEUR
- Significant improvement in liquidity

**STRAX**

Källa: STRAX

## Prognoser

Då det är mycket som kommer att förändras i STRAX under det kommande året är osäkerheten i prognoserna extremt höga. Den förändring som vi i dagsläget genomför är att vi räknar med att avyttringen av Health and Wellness-segmentet genomförs under Q2. Vi räknar med att affären inbringar EUR 15m och sänker skuldsättningen med lika mycket, samt att omsättningen blir lika med noll från segmentet efter Q1'23. Effekten blir en intäktsminskning 2022-2023 sett till totalen, men vi räknar med att de kvarvarande verksamheterna kommer att fortsätta växa. Till följd av en minskad organisation sänker vi försäljnings- och administrationskostnaderna under 2023.

Vi ser god potential i att ledningen i STRAX kan fortsätta att växa och utveckla de återstående varumärkena. Inte minst Urbanista som vinner priser för sin innovation och Clckr som redan idag återförsäljs av flera stora kedjor i USA. Vi ser störst potential på den nordamerikanska marknaden då återförsäljarna är mycket större. Lejonparten av tillväxten kommande år räknar vi är från USA, vilket förbättrar bolagets valutamix som stabiliserar marginalerna.

## Värdering

Vi fortsätter att använda oss av en Sum Of The Parts (SOTP) värdering som stöds av en kassaflödesanalys. För ytterligare information hänvisar vi till analysen som släpptes 15 september 2022.

Vi har tidigare satt en multipelrabatt på 35% jämfört med jämförelsegrupperna på grund av skuldsättningen och bolagsstorlek. I och med att vi räknar med att avyttringen av Health & Wellness-segmentet sänker skuldsättningen minskar vi rabatten till 30%. Vi har fortfarande en hög rabatt till följd av osäkerheten kring skuldsättningen. I takt med att situationen klarnar och skuldsättningen, förhoppningsvis, minskar kommer vi att sänka rabatten mot jämförelsebolagen.

Vår SOTP visar ett totalt värde om 1,7 kr per aktie. Värdet baseras på 2023 års EV/EBIT-multipel för Distribution på 9,6x, justerat med 30% får vi 6,7x och ett motiverat värde på 0,7 kr per aktie. För Own Brands använder vi EV/Sales-multipel för 2023 på 1,0x, justerat med 30% får vi 0,7x och ett motiverat värde på 1,0 kr per aktie. Totalt ger det ett värde på 1,7 kr per aktie för hela gruppen. I vår DCF höjer vi WACC:en till 18% från tidigare 16% och får vi ett värde på EUR 0,16 kr per aktie. Med växelkurs 11,15 innebär det 1,8 kr per aktie.

Vi sänker vårt motiverade värde till 1,7–1,8 kr per aktie från tidigare 2,1–2,3 kr per aktie tills osäkerheten klarnar.

## SOTP – Sum Of The Parts

Bolag	Börsvärde		Omsättningsstillväxt			Bruttomarginal			EBIT-marginal		
	SEKm	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	
Cellularline	730	24%	9%	-	-	-	-	-	-	-	
Bigben Interactive	1 269	8%	28%	7%	43%	39%	39%	7%	12%	11%	
DistIT AB	205	3%	10%	14%	20%	20%	20%	1%	3%	2%	
Dustin Group AB	4 038	50%	4%	4%	15%	14%	15%	3%	3%	3%	
Also Holding AG	26 539	-12%	5%	4%	6%	6%	6%	2%	2%	2%	
DCC Plc	58 419	16%	0%	1%	12%	12%	12%	3%	3%	3%	
Atea ASA	13 446	7%	7%	4%	20%	21%	21%	3%	3%	3%	
Medel	14 949	14%	9%	6%	19%	19%	19%	3%	4%	4%	
Median	4 038	8%	7%	4%	17%	17%	18%	3%	3%	3%	

Bolag	Börsvärde		EV/Sales			EV/EBIT			P/E		
	SEKm	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	
Cellularline	730	0,7	0,7	-	-	-	-	-	10,5	-	
Bigben Interactive	1 269	1,2	0,9	0,8	17,2	7,8	6,2	11,3	3,5	2,8	
DistIT AB	205	0,3	0,2	0,2	40,1	7,0	4,2	-	5,1	2,8	
Dustin Group AB	4 038	0,5	0,4	0,3	14,2	12,9	10,4	6,9	8,4	6,4	
Also Holding AG	26 539	0,2	0,2	0,2	8,5	9,5	8,7	15,7	15,0	13,5	
DCC Plc	58 419	0,3	0,3	0,3	9,3	9,0	8,7	10,2	9,9	9,5	
Atea ASA	13 446	0,3	0,3	0,3	11,7	11,2	10,2	15,9	14,4	13,0	
<b>Medel</b>	<b>14 949</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>16,8</b>	<b>9,6</b>	<b>8,1</b>	<b>12,0</b>	<b>9,5</b>	<b>8,0</b>	
<b>Median</b>	<b>4 038</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>13,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>	<b>11,3</b>	<b>9,9</b>	<b>8,0</b>	

	2023e	2024e	
Distribution EBIT (EURm)	4,5	9,5	
Multipel	9,6	8,1	
Premie (+)/rabatt (-)	-30%	-30%	Rabatt p.g.a. storlek och skuldsättning
Multipel (just.)	6,7	5,7	
EV	29,9	53,9	
Nettoskuld (pro rata)	22,6	22,6	
MCAP	7,3	31,3	
Antal aktier	120,6	120,6	
EK per aktie (EUR)	0,06	0,26	
EUR/SEK	11,2	11,2	
WACC	14%	14%	
<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>0,7</b>	<b>2,9</b>	

Bolag	Börsvärde		Omsättningsstillväxt			Bruttomarginal			EBIT-marginal		
	SEKm	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	
Logitech	90 458	-21%	-1%	8%	39%	39%	41%	12%	14%	13%	
GN Store Nord	30 153	18%	0%	8%	49%	50%	52%	7%	9%	8%	
Also Holding AG	26 539	-12%	5%	4%	6%	6%	6%	2%	2%	2%	
Dustin Group AB	4 038	50%	4%	4%	15%	14%	15%	3%	3%	3%	
Medel	37 797	9%	2%	6%	27%	27%	29%	6%	7%	6%	
Median	28 346	3%	2%	6%	27%	26%	28%	5%	6%	5%	

Bolag	Börsvärde		EV/Sales		EV/EBIT			P/E		
	SEKm	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e
Logitech	90 458	1,8	1,8	1,6	14,2	12,6	10,4	16,9	15,0	12,5
GN Store Nord	30 153	1,9	1,9	1,7	27,6	21,6	13,6	14,8	16,8	11,3
Also Holding AG	26 539	0,2	0,2	0,2	8,5	9,5	8,7	15,7	15,0	13,5
Dustin Group AB	4 038	0,5	0,4	0,3	14,2	12,9	10,4	6,9	8,4	6,4
Medel	37 797	1,1	1,0	1,0	16,1	14,1	10,8	13,6	13,8	10,9
Median	28 346	1,1	1,1	1,0	14,2	12,8	10,4	15,2	15,0	11,9

	2023e	2024e	
Own Brands omsättning (EURm)	28	28	
Multipel	1,0	1,0	
Premie (+)/rabatt (-)	-30%	-30%	Rabatt p.g.a. storlek och skuldsättning
Multipel (just.)	0,7	0,7	
EV	20,3	18,9	
Nettoskuld (pro rata)	9,3	9,3	
MCAP	11,1	9,7	
Antal aktier	120,6	120,6	
EK per aktie (EUR)	0,09	0,08	
EUR/SEK	11,2	11,2	
WACC	14%	14%	
<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>SOTP: 1,7</b>

Källa: EPB, Factset 2023-03-06

## Kassaflödesanalys inklusive känslighetstabell

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	40 240		
PV of terminal value (perpetuity formula)	10 466		
Enterprise value	50 706		
Latest net debt	31 425		
Minority interests & other	0		
Equity value	19 281		
No. of shares outstanding (millions)	120 592		
<b>Equity value per share (EUR)</b>	<b>0,16</b>		

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	-6,8	-8,3	18,0
EV/EBIT	-5,6	-7,0	31,2
EV/NOPLAT	-7,1	-8,8	39,3
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			1,4
EUR/SEK	11,2		1,8

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	10,0%
Beta	1,0
Cost of equity	18,0%
Cost of debt (pre-tax)	5,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	18,0%

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)	1,0%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
WACC	Long-term growth rate					
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
	17,0%	0,17	0,18	0,18	0,19	0,20
	17,5%	0,16	0,17	0,17	0,18	0,18
	18,0%	0,15	0,15	0,16	0,17	0,17
	18,5%	0,14	0,14	0,15	0,15	0,16
	19,0%	0,13	0,13	0,14	0,14	0,15
WACC	Long-term EBIT margin					
		3,0%	5,0%	7,0%	9,0%	11,0%
	17,0%	0,08	0,13	0,18	0,23	0,29
	17,5%	0,08	0,12	0,17	0,22	0,27
	18,0%	0,07	0,11	0,16	0,20	0,25
	18,5%	0,06	0,11	0,15	0,19	0,23
	19,0%	0,06	0,10	0,14	0,18	0,22

Källa: EPB, STRAX

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>113 644</b>	<b>111 790</b>	<b>123 698</b>	<b>104 392</b>	<b>95 302</b>	<b>100 946</b>	<b>108 503</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>113 644</b>	<b>111 790</b>	<b>123 698</b>	<b>104 392</b>	<b>95 302</b>	<b>100 946</b>	<b>108 503</b>
Kostnad sålda varor	-85 843	-83 272	-104 750	-89 241	-78 793	-74 463	-76 122
<b>Bruttoresultat</b>	<b>27 801</b>	<b>28 518</b>	<b>18 948</b>	<b>15 151</b>	<b>16 509</b>	<b>26 483</b>	<b>32 381</b>
Försäljningskostnader	-16 495	-17 817	-17 725	-18 733	-15 700	-18 150	-20 200
Administrationskostnader	-5 191	-3 924	-5 961	-5 451	-5 275	-6 710	-7 090
Övriga rörelsekostnader	2 206	1 752	9 342	1 625	1 140	1 190	1 260
<b>EBITDA</b>	<b>8 321</b>	<b>8 529</b>	<b>4 604</b>	<b>-7 408</b>	<b>-3 326</b>	<b>2 813</b>	<b>6 351</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>8 321</b>	<b>8 529</b>	<b>4 604</b>	<b>-7 408</b>	<b>-3 326</b>	<b>2 813</b>	<b>6 351</b>
Avskrivningar	-2 175	-1 756	-2 398	-1 625	-1 140	-1 190	-1 260
<b>EBITA, justerad</b>	<b>6 146</b>	<b>6 773</b>	<b>2 206</b>	<b>-9 033</b>	<b>-4 466</b>	<b>1 623</b>	<b>5 091</b>
<b>EBIT</b>	<b>6 146</b>	<b>6 773</b>	<b>2 206</b>	<b>-9 033</b>	<b>-4 466</b>	<b>1 623</b>	<b>5 091</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>6 146</b>	<b>6 773</b>	<b>2 206</b>	<b>-9 033</b>	<b>-4 466</b>	<b>1 623</b>	<b>5 091</b>
Finansnetto	-5 982	-5 931	-4 898	-7 093	-4 600	-3 200	-3 200
<b>Resultat före skatt</b>	<b>164</b>	<b>842</b>	<b>-2 692</b>	<b>-16 126</b>	<b>-9 066</b>	<b>-1 577</b>	<b>1 891</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>164</b>	<b>842</b>	<b>-2 692</b>	<b>-16 126</b>	<b>-9 066</b>	<b>-1 577</b>	<b>1 891</b>
Total skatt	-1 899	-174	-902	-1 202	-997	-1 375	-1 824
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1 735</b>	<b>668</b>	<b>-3 594</b>	<b>-17 328</b>	<b>-10 063</b>	<b>-2 952</b>	<b>67</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-1 735</b>	<b>668</b>	<b>-3 594</b>	<b>-17 328</b>	<b>-10 063</b>	<b>-2 952</b>	<b>67</b>
Intäkstillväxt	-	-2%	11%	-16%	-9%	6%	7%
Bruttomarginal	24,5%	25,5%	15,3%	14,5%	17,3%	26,2%	29,8%
EBIT-marginal, justerad	5,4%	6,1%	1,8%	Neg.	Neg.	1,6%	4,7%
EPS, justerad	-	0,06	-0,03	-0,14	-0,08	-0,02	0,00
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Strax, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	6 146	6 773	2 206	-9 033	-4 466	1 623	5 091
Övriga kassaflödesposter	1 457	1 327	-3 670	6 006	-4 457	-3 385	-3 764
Förändringar i rörelsekapital	-4 425	-11 412	-4 405	18 473	12 618	2 938	-227
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>3 178</b>	<b>-3 312</b>	<b>-5 869</b>	<b>15 446</b>	<b>3 696</b>	<b>1 176</b>	<b>1 101</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-536	-359	-1 142	-1 777	-936	-1 214	-1 406
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1 301	-1 761	-980	-6 594	-400	-800	-800
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-1 837</b>	<b>-2 120</b>	<b>-2 122</b>	<b>-8 371</b>	<b>-1 336</b>	<b>-2 014</b>	<b>-2 206</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>1 341</b>	<b>-5 432</b>	<b>-7 991</b>	<b>7 075</b>	<b>2 360</b>	<b>-838</b>	<b>-1 105</b>
Förvärv och avyttringar	-95	-326	-671	0	15 000	0	0
Förändring av skulder	-5 996	12 687	10 443	5 897	-15 000	0	0
Utdelningar	-12 742	0	0	0	0	0	0
Övriga poster	-3 709	-3 195	-6 255	-8 550	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-22 542</b>	<b>9 166</b>	<b>3 517</b>	<b>-2 653</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-21 201</b>	<b>3 734</b>	<b>-4 474</b>	<b>4 422</b>	<b>2 360</b>	<b>-838</b>	<b>-1 105</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>19 416</b>	<b>26 570</b>	<b>41 791</b>	<b>46 425</b>	<b>29 065</b>	<b>29 903</b>	<b>31 008</b>

Källa: Strax, EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	28 175	28 176	28 176	22 774	22 774	22 774	22 774
Övriga immateriella tillgångar	3 919	4 021	3 436	4 317	4 022	4 097	4 129
Materiella anläggningstillgångar	1 087	1 063	1 362	886	1 377	2 126	3 039
Övriga anläggningstillgångar	931	2 671	4 465	2 221	2 221	2 221	2 221
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>34 112</b>	<b>35 931</b>	<b>37 439</b>	<b>30 198</b>	<b>30 394</b>	<b>31 218</b>	<b>32 164</b>
Varulager	17 430	27 560	30 708	26 644	9 779	6 057	6 510
Kundfordringar	25 976	19 149	29 124	18 661	19 060	19 180	19 531
Övriga omsättningstillgångar	21 497	9 079	14 482	9 817	4 224	4 224	4 224
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3 644	7 379	2 601	2 909	5 269	4 431	3 326
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>68 547</b>	<b>63 167</b>	<b>76 915</b>	<b>58 031</b>	<b>38 332</b>	<b>33 891</b>	<b>33 590</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>102 659</b>	<b>99 098</b>	<b>114 354</b>	<b>88 229</b>	<b>68 726</b>	<b>65 109</b>	<b>65 754</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	20 100	18 171	14 036	-6 480	-16 543	-19 495	-19 427
<b>Summa eget kapital</b>	<b>20 100</b>	<b>18 171</b>	<b>14 036</b>	<b>-6 480</b>	<b>-16 543</b>	<b>-19 495</b>	<b>-19 427</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	32 918	1 840	1 240	1 240	1 240	1 240
Övriga långfristiga skulder	12 274	10 016	3 918	2 827	2 827	2 827	2 827
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>12 274</b>	<b>42 934</b>	<b>5 758</b>	<b>4 067</b>	<b>4 067</b>	<b>4 067</b>	<b>4 067</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	23 060	1 031	42 552	48 094	33 094	33 094	33 094
Leverantörsskulder	22 100	15 801	28 998	26 720	22 873	22 208	22 786
Övriga kortfristiga skulder	25 125	21 161	23 010	25 235	25 235	25 235	25 235
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>70 285</b>	<b>37 993</b>	<b>94 560</b>	<b>100 049</b>	<b>81 202</b>	<b>80 537</b>	<b>81 115</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>102 659</b>	<b>99 098</b>	<b>114 354</b>	<b>97 636</b>	<b>68 726</b>	<b>65 109</b>	<b>65 754</b>

Källa: Strax, EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-2%	11%	-16%	-9%	6%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	2%	-46%	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	10%	-67%	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	24,5%	25,5%	15,3%	14,5%	17,3%	26,2%	29,8%
EBITDA-marginal	7,3%	7,6%	3,7%	Neg.	Neg.	2,8%	5,9%
EBITDA-marginal, justerad	7,3%	7,6%	3,7%	Neg.	Neg.	2,8%	5,9%
EBIT-marginal	5,4%	6,1%	1,8%	Neg.	Neg.	1,6%	4,7%
EBIT-marginal, justerad	5,4%	6,1%	1,8%	Neg.	Neg.	1,6%	4,7%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	0,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,1%

Källa: Strax, EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	3%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	14%	4%	Neg.	Neg.	10%	34%
ROIC, justerad	Neg.	16%	4%	Neg.	Neg.	14%	46%

Källa: Strax, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	15%	25%	25%	26%	10%	6%	6%
Kundfordringar / totala intäkter	23%	17%	24%	18%	20%	19%	18%
Leverantörsskulder / KSV	26%	19%	28%	30%	29%	30%	30%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	67%	37%	79%	89%	82%	82%	79%
Rörelsekapital / totala intäkter	16%	17%	18%	3%	-16%	-18%	-16%
Kapitalomsättningshastighet	2,6x	2,1x	2,1x	2,4x	5,4x	6,8x	7,3x

Källa: Strax, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	19 416	26 570	41 791	46 425	29 065	29 903	31 008
Soliditet	20%	18%	12%	-7%	-24%	-30%	-30%
Nettoskulsättningsgrad	1,0x	1,5x	3,0x	-7,2x	-1,8x	-1,5x	-1,6x
Nettoskuld / EBITDA	2,3x	3,1x	9,1x	-6,3x	-8,7x	10,6x	4,9x

Källa: Strax, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-	0,06	-0,03	-0,14	-0,08	-0,02	0,00
EPS, justerad	-	0,06	-0,03	-0,14	-0,08	-0,02	0,00
FCF per aktie	-	-0,45	-0,07	0,06	0,02	-0,01	-0,01
Eget kapital per aktie	-	1,51	0,12	-0,05	-0,14	-0,16	-0,16
Antal aktier vid årets slut, '000	0,00	12 059	120 592	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	120 592

Källa: Strax, EPB

## Värdering

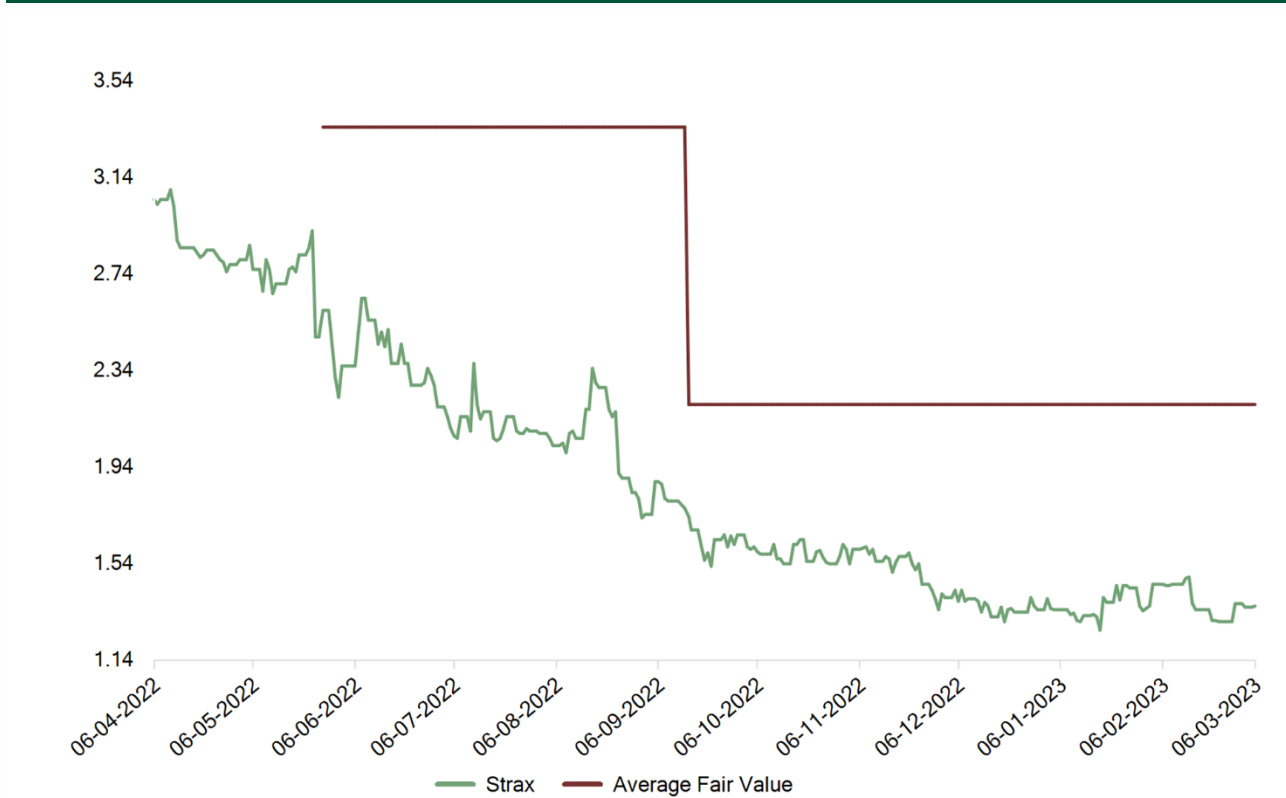
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	7,6x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	218,3x
P/EK	Neg.	0,3x	3,1x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	2,1x	6,2x	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	48%	16%	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA, justerad	2,3x	3,7x	18,6x	Neg.	Neg.	15,6x	6,9x
EV/EBIT, justerad	3,2x	4,7x	38,9x	Neg.	Neg.	27,0x	8,6x
EV	19 416	31 617	85 759	61 077	43 790	43 790	43 790
Aktiekurs	0,4	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1

Källa: Strax, EPB



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Strax (STRAX SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## 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](http://www.penser.se)