



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Byggmaterial | Sverige | 20 juli 2023

# Midway Holding

## Förbättrade marginaler trots lägre volymer och negativ mixeffekt

### Q2-resultatet svagare än väntat men visar ändå på styrka i en svår marknad

Nettoomsättningen minskade med 5% till 311 mkr (327). Det organiska fallet var 23%, men förvärv kompenserade med 17% och en positiv valutaeffekt bidrog med 2%. Vad gäller det kraftiga organiska fallet är det viktigt att poängtera att Q2 2022 var ett rekordkvartal då verksamheten tände på alla cylindrar. Bruttomarginalen ökade till 36% från 32% q/q vilket tyder på att bolaget kompenserat dyrare insatsvaror med höjda försäljningspriser. EBIT minskade med 16% till 30 mkr (38) och EBIT-marginalen blev således 9,6% (11,3%). Vi vill lyfta fram att EBIT-marginalen är tillbaka på en tillfredställande nivå vilket är ett tecken på att bolagets kostnadsbesparingar gett effekt.

### Mixad efterfrågebild och svårbedömd utveckling i närtid

Efterfrågan i andra kvartalet var svagare än vi förväntat oss och präglades av fallande efterfrågan inom vissa geografiska områden såsom Sverige och Kanada där verksamheten är mer beroende av bostadsbyggande. Marknader som drivs av aktiviteter inom energi och infrastruktur såsom Storbritannien, Norge och Danmark utvecklades bra. Vi sänker våra EPS-estimat för 2023-25 med 13-19% till följd av en lägre efterfrågebotten än vad vi räknat med och en fortsatt osäker marknad. Vårt motiverade värde justeras ned till 32-34 kr (37-39) per aktie.

### Väl positionerad för långsiktig god tillväxt och lönsamhet

Midway har en erfaren, skicklig och motiverad ledning, långsiktiga huvudägare, en stark marknadsposition och en bevisad framgångsrik strategi. Marknaden för Safe Access Solutions drivs av megatrender som befolkningstillväxt, urbanisering, ökad lagstiftning och högre krav på säkerhet. Vi förväntar oss en fortsatt renodling av koncernens verksamhet. Aktien handlas under eget kapital, P/EK 0,8x, och till 57% rabatt på P/E 2023e i förhållande till jämförbara bolag. Vi lyfter fram en hög FCF-yield 2023-25e på mellan 16-21%. Värderingen är låg och skapar en attraktiv "risk-reward" enligt vår bedömning. Vi förväntar oss en fortsatt renodling av koncernens verksamhet.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk		
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	32,0 - 34,0 SEK	
Totala intäkter	-11,5%	-11,5%	-11,4%	1 168	1 238	1 295	1 356	Aktiekurs	21,1 SEK	
EBIT, just.	-18,5%	-14,0%	-12,9%	Tillväxt	35%	6%	5%	5%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-19,4%	-14,3%	-12,9%	EBITDA, just.	180	188	208	225	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	102	104	121	134		
Q3 - rapport	27 oktober 2023			EPS, just.	2,6	2,5	3,0	3,3		
Q4 - rapport	07 februari 2024			EPS-tillväxt, just.	22%	-3%	18%	13%		
<b>Bolagsfakta (mSEK)</b>				EK/aktie	22,3	24,0	26,0	28,4		
Antal aktier	27m			Utdelning per aktie	0,8	0,9	1,0	1,1		
Börsvärde	577			EBIT-marginal	8,7%	8,4%	9,3%	9,9%		
Nettoskuld	348			ROE, just.	12,4%	10,9%	11,9%	12,3%		
EV	925			ROCE, just.	12,1%	9,9%	10,9%	11,5%		
Free float	38%			EV/Sales	0,9x	0,7x	0,7x	0,7x		
Daglig handelsvolym, snitt	3k			EV/EBITDA	6,1x	4,9x	4,4x	4,1x		
Bloomberg Ticker	MIDWB SS EQUITY			EV/EBIT	10,8x	8,9x	7,7x	6,9x		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	10,0x	8,4x	7,1x	6,3x		
Mathias Carlson				P/EK	1,2x	0,9x	0,8x	0,7x		
mathias.carlson@penser.se				Direktavkastning	3,1%	4,3%	4,7%	5,2%		
				FCF yield	-	21%	16%	18%		
				Nettoskuld/EBITDA	2,2x	2,0x	2,0x	1,6x		
								<b>Intressekonflikter</b>		
								Yes	No	
								Likviditetsgarant	✓	
								Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m	✓	

## Investment case

Midway har en solid diversifierad marknadsposition inom Safe Access Solutions. De långsiktiga tillväxtmöjligheterna är goda eftersom den organiska tillväxten drivs av megatrender såsom befolkningstillväxt, urbanisering och högre krav på säkerhet. Hållbarhets-caset är starkt givet fokus på säkra arbetsplatser. Bolaget har en bevisad framgångsrik diversifierings- och förvärvsstrategi, vilket möjliggör en stabil och lönsam tillväxt över en konjunkturcykel. Midway har en skicklig och motiverad ledning och en långsiktig huvudägare, vilket ger en solid grund och goda möjligheter till en fortsatt stark tillväxt och renodling av koncernens verksamhet. Vår bedömning är att koncernen inom en relativt snar framtid kommer att bestå av endast Safe Access Solution, dvs en avyttring av verksamheterna inom Industrial Services. När väl den slutgiltiga renodlingen är genomförd tror vi att ett namnbyte kommer att ske för att tvätta bort "konglomeratstämpeln" en gång för alla. Värderingen av aktien är låg och skapar en attraktiv "risk-reward" enligt vår bedömning.

## Bolagsbeskrivning

Midway är en industriell koncern som består av två affärsområden, Safe Access Solutions och Industrial Services. Midway var tidigare ett konglomerat, men efter en mycket framgångsrik strategisk omläggning och transformering är bolaget väl positionerat för en långsiktig god tillväxt och lönsamhet.

Fokus är på Safe Access Solutions som står för mer än 80% av koncernens omsättning. Safe Access Solutions erbjuder marknadsledande helhetslösningar för säkra arbetsförhållanden i komplexa och krävande miljöer. Erbjudandet riktar sig till fyra kundområden; Industri, Infrastruktur, Energi och Bygg & Anläggning. Dessa kundområden har olika konjunkturcykler, vilket balanserar svängningar i efterfrågan och leder till en stabilare tillväxt och lönsamhet. Efterfrågan drivs av befolkningstillväxt, urbanisering, växande regelverk och krav inom säkerhet och hållbarhet. HAKI är den största verksamheten och har ett marknadsledande varumärke. Tillväxten sker både organiskt och via förvärv. Hittills har Midway gjort fyra framgångsrika och värdeskapande förvärv och är väl positionerade för att fortsätta att konsolidera en fragmenterad marknad.

Industrial Services står för mindre än 20% av koncernens omsättning och består av två separata bolag; FAS Converting och Landqvist Mekaniska. Dessa bolag utvecklar, tillverkar och säljer varor och tjänster för professionellt bruk inom ett flertal branscher. Vi räknar med att dessa verksamheter inte kommer vara en del av koncernen i framtiden.

## Värdering

Vi ser ett motiverat värde på 32-34 kr per aktie. Detta värde genereras genom en kombination av kassaflödesvärdering och en relativvärdering gentemot jämförbara bolag. Risknivån bedöms som medelhög, vilket underbyggs av att någon konkret vändning ännu inte materialiserats i konjunkturen för Safe Access Solutions, samtidigt som nettoskulden ökat efter de senaste genomförda förvärven.

## Kvartalet i korthet

Efterfrågan i andra kvartalet var svagare än vi förväntat oss och präglades av fallande efterfrågan inom vissa geografiska områden såsom Sverige och Kanada där verksamheten är mer beroende av bostadsbyggande. Marknader som drivs av aktiviteter inom energi och infrastruktur såsom Storbritannien, Norge och Danmark utvecklades bra. Vi ser positivt på att bolaget lyckats förbättra bruttomarginalen till en historiskt hög nivå på 36%, trots ett tuffare marknadsläge. Detta bådär väl för en framtida hävstångseffekt på vinst per aktie när väl efterfrågan tar fart inom bostadsbyggnation.

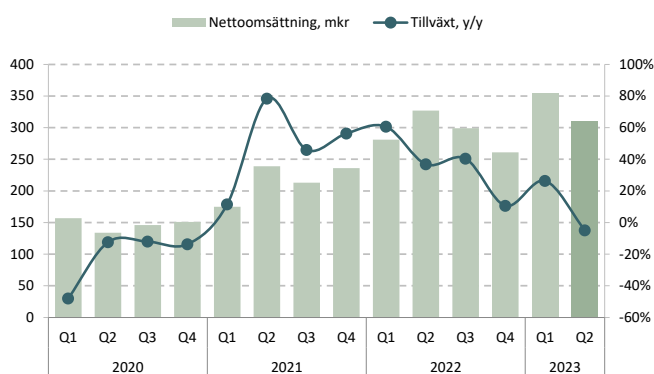
Nettoomsättningen minskade med 5% till 311 mkr (327). Det organiska fallet var 23%, men förvärv kompenserade med 17% och en positiv valutaeffekt bidrog med 2%. Vad gäller det kraftiga organiska fallet är det viktigt att poängtera att Q2 2022 var ett rekordkvartal då verksamheten tände på alla cylindrar.

Bruttomarginalen ökade till 36% från 32% q/q vilket tyder på att bolaget lyckats kompensera dyrare insatsvaror med höjda försäljningspriser. EBIT minskade med 16% till 30 mkr (38) och EBIT-marginalen blev således 9,6% (11,3%). Vi vill lyfta fram att EBIT-marginalen är tillbaka på en tillfredställande nivå vilket är ett tecken på att bolagets kostnadsbesparingar gett effekt.

Vinst per aktie blev 0,90 kronor vilket också är en historisk hög nivå, men fick lite draghjälp av en positiv valutaeffekt på 7 mkr i finansnettot.

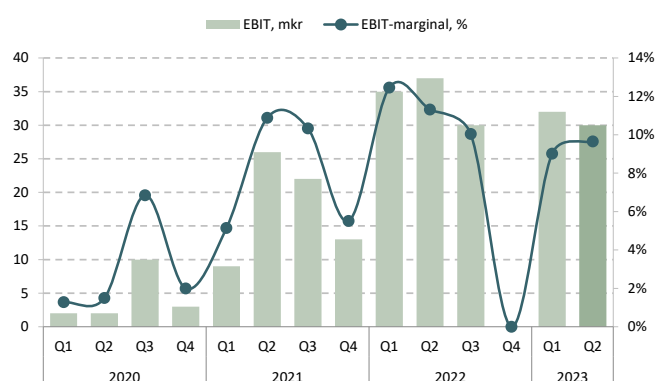
Nettoskulden var 348 mkr vilket är en minskning med 58 mkr sedan årsskiftet. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 17 mkr under Q2 och 77 mkr för första halvåret. Detta trots att rörelsekapitalet ökade med 25 mkr. Vi räknar med att kapitalbindningen kommer förbättras under andra halvåret och bidra positivt till kassaflödet. Trots en högre nettoskuld än normalt har bolaget en stark finansiell ställning med en nettoskuld/sättningsgrad på 0,6x och en nettoskuld/EBITDA på 2,6x.

Diagram 1: Nettoomsättning per kvartal



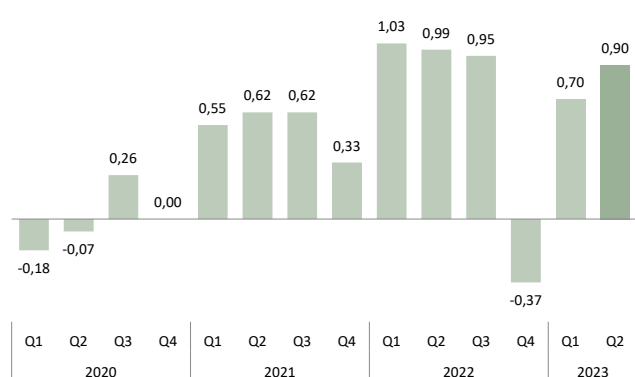
Källa: Midway Holding, EPB

Diagram 2: EBIT och EBIT-marginal per kvartal



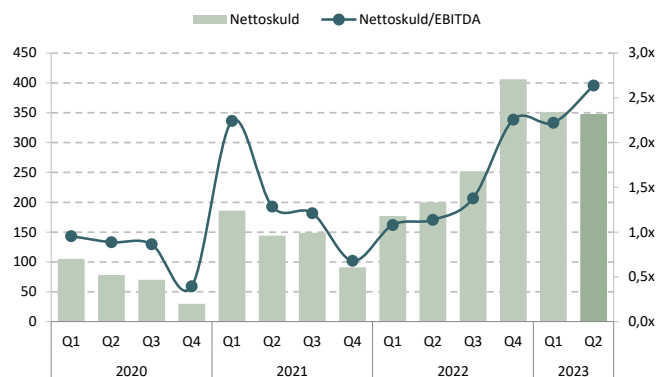
Källa: Midway Holding, EPB

Diagram 3: Vinst per aktie per kvartal



Källa: Midway Holding, EPB

Diagram 4: Nettoskuld och Nettoskuld/EBITDA, R12m



Källa: Midway Holding, EPB

## Värdering

Vi sänker våra EPS-estimat för 2023-25 med 13-19% till följd av en lägre efterfrågebotten än vad vi förväntat oss. Vårt motiverade värde för aktien sjunker till 32-34 kr (37-39). På längre sikt ser vi en ytterligare potential i ökat aktieägarvärde om Midway fortsätter att renodla koncernen och växa genom förvärv inom Safe Access Solutions.

Vi har en konservativ, dock optimistisk, syn på tillväxt och marginalförbättringar för de kommande tre åren, vilka drivs av Midways förvärv och fokus på Safe Access Solutions. Midway värderas fortfarande till en signifikant rabatt mot jämförbara bolag, vilka förvisso är större, men som inte förväntas visa samma höga EPS-tillväxt under kommande år.

Midway handlas till en P/E 2023 på 8,4x, vilket indikerar en rabatt på 57% jämfört med peer-gruppens median. Om vi applicerar 10% rabatt på denna eftersom Midway är ett mindre bolag med kortare historik av tillväxt, så landar vi på ett motiverat värde om 30 kr och vår DCF-modell indikerar ett värde om 38 kr per aktie.

Tabell 1: Peer-grupp-värdering

Bolag	EV/Sales (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)			Nettoskuld/EBITDA (x)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Alimak Group	2,2	1,4	1,3	18,4	9,6	8,8	11,1	12,8	10,9	8,5	2,4	1,9
Balco	0,8	0,9	0,9	10,5	12,3	11,1	12,3	13,4	12,2	0,7	0,9	0,7
Lindab	1,0	1,1	1,1	9,5	12,7	10,9	11,3	14,0	11,7	1,8	1,5	0,8
Nordic Waterproofing	1,0	1,0	1,0	10,2	12,1	10,7	9,5	12,9	11,0	1,5	1,8	1,4
Medel	1,3	1,1	1,1	12,2	11,7	10,4	11,0	13,3	11,5	3,1	1,6	1,2
<b>Median</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>10,4</b>	<b>12,2</b>	<b>10,8</b>	<b>11,2</b>	<b>13,2</b>	<b>11,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>
<b>Midway, EPB estimat</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>11,5</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>10,6</b>	<b>8,4</b>	<b>7,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>

Källa: Factset, EPB

Tabell 2: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
906	2,5%	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Risikpremie	Långsiktig EBIT-marginal
477	5,5%	10,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	Småbolagspremie	Terminalvärdets andel av EV
<b>1 383</b>	3,0%	34%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Avskrivningar, % av omsättning
348	0,0%	6,0%
Minoritetsintressen och övrigt	<b>WACC</b>	Capex, % av omsättning
0	<b>11,0%</b>	6,0%
<b>Eget kapital</b>		Rörelsekapital, % av omsättning
<b>1 035</b>		30%
Antal utstående aktier, full utspädning		Skattesats
27		23%
<b>Eget kapital per aktie</b>		
<b>38</b>		

Källa: EPB

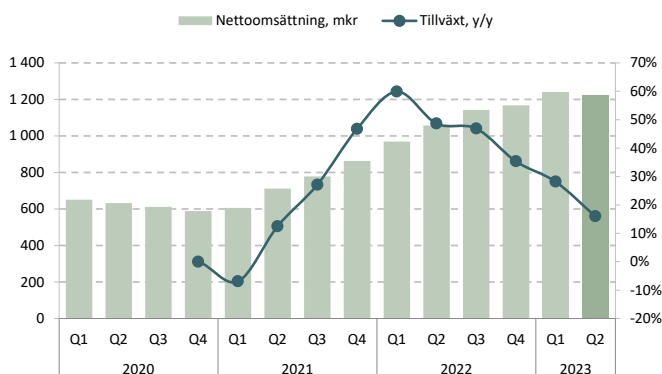
Tabell 3: DCF - känslighet

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	
10,0%	41	43	44	46	48	10,0%	27	36	44	53	62
10,5%	38	40	41	42	44	10,5%	25	33	41	49	57
<b>WACC 11,0%</b>	36	37	<b>38</b>	39	41	<b>WACC 11,0%</b>	23	31	<b>38</b>	45	52
11,5%	33	34	35	36	38	11,5%	22	29	35	42	48
12,0%	31	32	33	34	35	12,0%	21	27	33	39	45

Källa: EPB

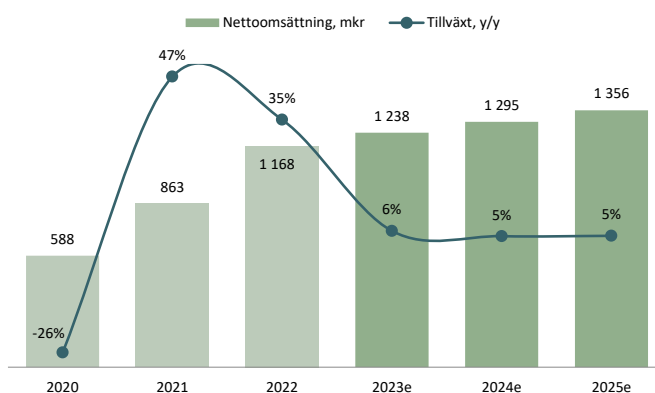
# Resultat- och estimatöversikt

Diagram 5: Nettoomsättning, R12m



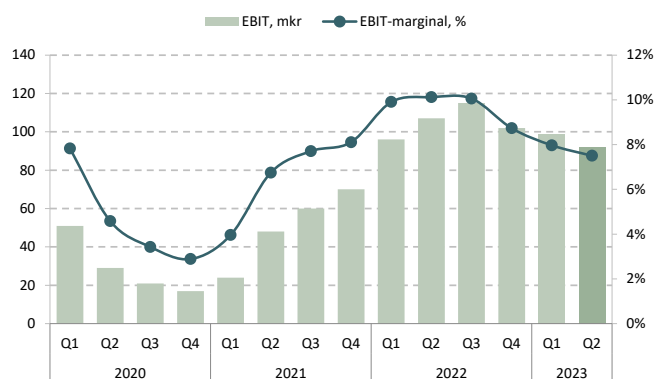
Källa: Midway, EPB

Diagram 6: Nettoomsättning, estimat



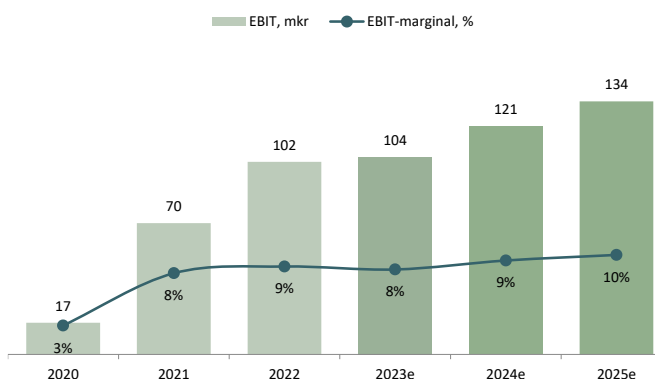
Källa: Midway, EPB

Diagram 7: EBIT och EBIT-marginal, R12m



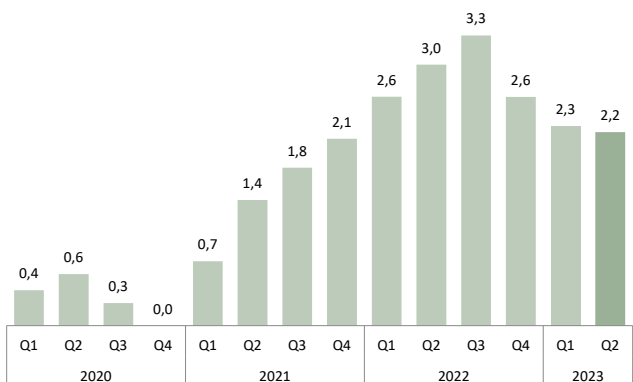
Källa: Midway, EPB

Diagram 8: EBIT och EBIT-marginal, estimat



Källa: Midway, EPB

Diagram 9: Vinst per aktie, R12m



Källa: Midway, EPB

Diagram 10: Vinst per aktie, estimat



Källa: Midway, EPB

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>588</b>	<b>863</b>	<b>1 168</b>	<b>1 238</b>	<b>1 295</b>	<b>1 356</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>588</b>	<b>863</b>	<b>1 168</b>	<b>1 238</b>	<b>1 295</b>	<b>1 356</b>
Kostnad sålda varor	-415	-587	-806	-853	-880	-914
<b>Bruttoresultat</b>	<b>173</b>	<b>277</b>	<b>362</b>	<b>385</b>	<b>415</b>	<b>442</b>
Försäljningskostnader	-87	-118	-167	-177	-185	-194
Administrationskostnader	-62	-72	-99	-105	-110	-115
R&D-kostnader	-16	-17	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	68	64	84	84	88	92
<b>EBITDA</b>	<b>76</b>	<b>134</b>	<b>180</b>	<b>188</b>	<b>208</b>	<b>225</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>76</b>	<b>134</b>	<b>180</b>	<b>188</b>	<b>208</b>	<b>225</b>
Avskrivningar	-59	-64	-78	-83	-87	-91
<b>EBITA, justerad</b>	<b>17</b>	<b>70</b>	<b>102</b>	<b>104</b>	<b>121</b>	<b>134</b>
<b>EBIT</b>	<b>17</b>	<b>70</b>	<b>102</b>	<b>104</b>	<b>121</b>	<b>134</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>17</b>	<b>70</b>	<b>102</b>	<b>104</b>	<b>121</b>	<b>134</b>
Finansnetto	-18	8	-10	-15	-15	-15
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-1</b>	<b>78</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>106</b>	<b>119</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>78</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>106</b>	<b>119</b>
Total skatt	1	-20	-21	-20	-24	-27
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>69</b>	<b>81</b>	<b>91</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>69</b>	<b>81</b>	<b>91</b>
Intäkstillväxt	-	47%	35%	6%	5%	5%
Bruttomarginal	29,4%	32,1%	31,0%	31,1%	32,0%	32,6%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	8,1%	8,7%	8,4%	9,3%	9,9%
EPS, justerad	-0,04	2,13	2,60	2,51	2,98	3,35
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	22%	-3%	18%	13%

Källa: Midway Holding, EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	17	70	102	104	121	134
Övriga kassaflödesposter	37	60	30	48	48	49
Förändringar i rörelsekapital	64	-29	-98	28	-17	-18
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>118</b>	<b>101</b>	<b>34</b>	<b>180</b>	<b>152</b>	<b>165</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-91	-110	-161	-50	-52	-54
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-15	-17	-6	-6	-7
Övrigt Kassaflöde från investeringar	40	21	7	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-56</b>	<b>-105</b>	<b>-171</b>	<b>-56</b>	<b>-58</b>	<b>-61</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>62</b>	<b>-4</b>	<b>-137</b>	<b>124</b>	<b>94</b>	<b>104</b>
Förvärv och avyttringar	51	-29	-75	0	0	0
Förändring av skulder	-93	43	228	0	0	0
Utdelningar	0	0	-21	-22	-25	-27
Övriga poster	-26	-4	-4	-66	-76	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-68</b>	<b>11</b>	<b>129</b>	<b>-88</b>	<b>-101</b>	<b>-27</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-6</b>	<b>7</b>	<b>-8</b>	<b>36</b>	<b>-7</b>	<b>77</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>16</b>	<b>77</b>	<b>392</b>	<b>380</b>	<b>413</b>	<b>364</b>

Källa: Midway Holding, EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	29	216	363	363	363	363
Övriga immateriella tillgångar	15	42	79	76	73	69
Materiella anläggningstillgångar	181	170	271	271	271	271
Övriga anläggningstillgångar	103	84	110	110	110	110
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>329</b>	<b>512</b>	<b>822</b>	<b>819</b>	<b>816</b>	<b>813</b>
Varulager	169	268	423	409	427	447
Kundfordringar	126	145	139	136	142	149
Övriga omsättningstillgångar	12	19	23	23	23	24
Likvida medel och kortfristiga placeringar	33	40	32	43	10	60
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>341</b>	<b>472</b>	<b>617</b>	<b>611</b>	<b>604</b>	<b>680</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>669</b>	<b>984</b>	<b>1 439</b>	<b>1 430</b>	<b>1 420</b>	<b>1 493</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	471	540	608	655	712	776
<b>Summa eget kapital</b>	<b>471</b>	<b>540</b>	<b>608</b>	<b>655</b>	<b>712</b>	<b>776</b>
Långfristiga räntebärande skulder	4	2	318	318	318	318
Långfristiga leasingskulder	23	29	53	53	53	53
Övriga långfristiga skulder	21	96	123	123	47	47
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>47</b>	<b>127</b>	<b>495</b>	<b>495</b>	<b>419</b>	<b>419</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	23	66	30	30	30	30
Leverantörsskulder	49	101	103	109	114	119
Kortfristiga leasingskulder	0	20	22	22	22	22
Övriga kortfristiga skulder	79	130	181	119	123	127
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>151</b>	<b>317</b>	<b>336</b>	<b>281</b>	<b>289</b>	<b>299</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>669</b>	<b>984</b>	<b>1 439</b>	<b>1 430</b>	<b>1 420</b>	<b>1 493</b>

Källa: Midway Holding, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	47%	35%	6%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	77%	34%	4%	11%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	47%	2%	16%	11%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	22%	-3%	18%	13%
Bruttomarginal	29,4%	32,1%	31,0%	31,1%	32,0%	32,6%
EBITDA-marginal	12,8%	15,5%	15,4%	15,2%	16,1%	16,6%
EBITDA-marginal, justerad	12,8%	15,5%	15,4%	15,2%	16,1%	16,6%
EBIT-marginal	2,9%	8,1%	8,7%	8,4%	9,3%	9,9%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	8,1%	8,7%	8,4%	9,3%	9,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	6,7%	6,1%	5,5%	6,3%	6,7%

Källa: Midway Holding, EPB

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	12%	12%	11%	12%	12%
ROCE, justerad	Neg.	12%	12%	10%	11%	11%
ROIC, justerad	Neg.	13%	13%	10%	11%	12%

Källa: Midway Holding, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	29%	31%	36%	33%	33%	33%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	17%	12%	11%	11%	11%
Leverantörsskulder / KSV	12%	17%	13%	13%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	29%	43%	34%	27%	27%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	31%	23%	26%	27%	27%	28%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,3x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x

Källa: Midway Holding, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	16	77	392	380	413	364
Soliditet	70%	55%	42%	46%	50%	52%
Nettoskulsättningsgrad	0,0x	0,1x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
Nettoskuld / EBITDA	0,2x	0,6x	2,2x	2,0x	2,0x	1,6x

Källa: Midway Holding, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,04	2,13	2,60	2,51	2,98	3,35
EPS, justerad	-0,04	2,13	2,60	2,51	2,98	3,35
FCF per aktie	2,28	-0,14	-5,00	4,53	3,42	3,80
Utdelning per aktie	0,00	0,75	0,80	0,90	1,00	1,10
Eget kapital per aktie	17,2	19,7	22,3	24,0	26,0	28,4
Antal aktier vid årets slut, m	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3

Källa: Midway Holding, EPB

## Värdering

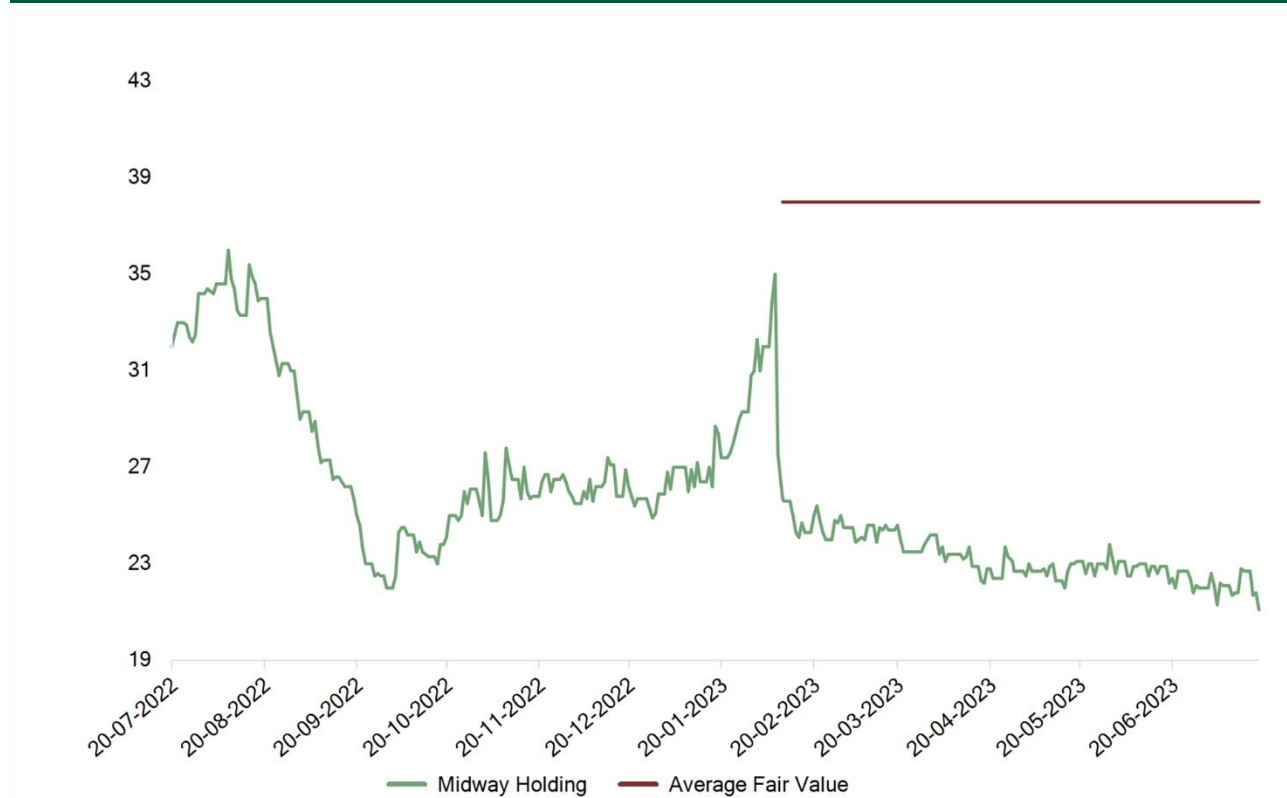
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	11,1x	10,0x	8,4x	7,1x	6,3x
P/EK	1,0x	1,2x	1,2x	0,9x	0,8x	0,7x
P/FCF	7,6x	Neg.	Neg.	4,7x	6,2x	5,5x
FCF-yield	13%	Neg.	Neg.	21%	16%	18%
Direktavkastning	0,0%	3,2%	3,1%	4,3%	4,7%	5,2%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	35,3%	30,8%	35,8%	33,6%	32,9%
EV/Sales	0,8x	0,8x	0,9x	0,7x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	6,5x	5,4x	6,1x	4,9x	4,4x	4,1x
EV/EBIT, justerad	29,0x	10,3x	10,8x	8,9x	7,7x	6,9x
EV	488	719	1 099	925	925	925
Aktiekurs	17,3	23,5	25,9	21,1	21,1	21,1

Källa: Midway Holding, EPB



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Midway Holding (MIDWB SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## Disclosure

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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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)