



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Handelsbolag & Distribution | Sverige | 15 september 2023

Stockwik

Investeringsstrategi med potential att skapa värdetillväxt

Väldiversifierad investeringsportfölj med låg operationell risk

Stockwik har genom 24 omsorgsfullt utvalda förvärv skapat en portfölj av välskötta, stabila, lönsamma, svenska småbolag. Omsättnings- och EBITDA-tillväxten har varit 57% respektive 98% i snitt per år 2018-22. EBITDA-marginalen har samtidigt expanderat från 4,3% till 10,8%. Stockwik har strikta investeringskriterier och förvärvar endast bolag med lång historik av stabil tillväxt och lönsamhet. Aggregerad tillväxt, pro forma, för portföljbolagen var 11% i snitt per år 2006-22 och historiken visar konsekventa tvåsiffriga EBITDA-marginaler. Långsiktigt förväntar vi oss att Stockwik levererar en stabil organisk tillväxt och använder genererade kassaflöden till nya förvärv.

Stabila kassaflöden minskar successivt finansiell risk

Stockwiks skuldsättning – ND/EBITDA var 4,4x i slutet av juni 2023 – och en räntekostnad om ca 12% gör att ledningsgruppens nuvarande fokus är på den existerande bolagsportföljen. Det innebär att vi förväntar oss endast små, eller inga förvärv under det kommande året. Vår uppskattning är att en sjunkande skuldsättning är en nyckeldrivare för att skapa värde till Stockwiks ägare i det korta perspektivet. Fritt kassaflöde, pro forma, var 38 mkr i snitt per år 2018-22. Vi förväntar oss 10 mkr i fritt kassaflöde i snitt per år 2023-25e, vilket sänker nettoskulden till 359 mkr 2025e, motsvarande ND/EBITDA på 3,3x i slutet av 2025.

Motiverat värde 31-34 kr per aktie

Vårt motiverade värdeintervall bygger på två värderingsmetoder; DCF-och relativvärdering. Stockwiks historiskt stabila och lönsamma bolagsportfölj lämpar sig väl för en DCF-värdering tillsammans med vårt antagande om en långsiktig tillväxt på 3%, en uthållig EBIT-marginal på 7% och ett avkastningskrav på 18%. Sammantaget ger detta ett värde på 34 kr per aktie. Vi värderar Stockwik till en EV/EBITA 9,0x, 24e, vilket diskonterat med vårt avkastningskrav ger ett värde på 31 kr per aktie och 30% rabatt mot en referensgrupp av mogna, stabila, svenska förvärvsbolag.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	31 - 34 SEK	
Totala intäkter	-	-	-	779	869	912	955	Aktiekurs	13,2 SEK	
EBITDA, just.	-	-	-	31%	12%	5%	5%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	-	-	-	83	89	102	108	Kursutveckling 12 mån 		
Kommande händelser			EBITDA, just.	55	55	68	74			
Q3 - rapport	10 november 2023			EBITA, just.	39	41	55			62
Q4 - rapport	16 februari 2024			EBIT, just.	0,6	-2,1	1,3			2,1
Bolagsfakta (mSEK)			EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	70%			70%
Antal aktier	6,3m			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.			70%
Börsvärde	83			EK/aktie	41,4	39,3	40,5			42,7
Nettoskuld	388			EBIT-marginal	5,1%	4,8%	6,1%			6,6%
EV	471			ROE, just.	1,5%	Neg.	3,2%			5,2%
Free float	72%			ROCE, just.	6,7%	5,8%	8,3%			9,2%
Daglig handelsvolym, snitt	16k			EV/Sales	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x		
Bloomberg ticker	STWK SS EQUITY			EV/EBITDA	6,0x	5,3x	4,6x	4,4x		
Analytiker			EV/EBIT	12,6x	11,6x	8,6x	7,6x	Intressekonflikter		
Mathias Carlson				P/E, just.	33,3x	-	10,5x	6,2x	Yes	No
mathias.carlson@penser.se				P/EK	0,5x	0,3x	0,3x	0,3x	Likviditetsgarant	✓
			FCF yield	1%	-	10%	27%	27%	Certified adviser	✓
			Nettoskuld/EBITDA	4,4x	4,2x	3,7x	3,3x	3,3x	Transaktioner 12m	✓

Investment case

Väldiversifierad investeringsportfölj med låg operationell risk

Stockwik har genom 24 omsorgsfullt utvalda förvärv skapat en portfölj av välskötta, stabila, lönsamma, svenska småbolag. Omsättnings- och EBITDA-tillväxten har varit 57% respektive 98% i snitt per år 2018-22. EBITDA-marginalen har samtidigt expanderat från 4,3% till 10,8%. Stockwik har strikta investeringskriterier och förvärvar endast bolag med lång historik av stabil tillväxt och lönsamhet. Aggregerad tillväxt, pro forma, för portföljbolagen var 11% i snitt per år 2006-22 och historiken visar konsekventa tvåsiffriga EBITDA-marginaler. Långsiktigt förväntar vi oss att Stockwik levererar en stabil organisk tillväxt och använder genererade kassaflöden till nya förvärv.

Stabila kassaflöden minskar successivt finansiell risk

Stockwiks skuldsättning – ND/EBITDA var 4,4x i slutet av juni 2023 – och en räntekostnad om ca 12% gör att ledningsgruppens nuvarande fokus är på den existerande bolagsportföljen. Det innebär att vi förväntar oss endast små, eller inga förvärv under det kommande året. Vår uppskattning är att en sjunkande skuldsättning är en nyckeldrivare för att skapa värde till Stockwiks ägare i det korta perspektivet. Fritt kassaflöde, pro forma, var 38 mkr i snitt per år 2018-22. Vi förväntar oss 10 mkr i fritt kassaflöde i snitt per år 2023-25e, vilket sänker nettoskulden till 359 mkr 2025e, motsvarande ND/EBITDA på 3,3x i slutet av 2025.

Investeringsstrategi med potential att skapa en stabil långsiktig värdetillväxt

Vi anser att Stockwiks ledning innehar en gedigen erfarenhet, en solid bolagsportfölj och en sund investeringsstrategi med potential att skapa en stabil långsiktig värdetillväxt. Stockwik opererar i skärningspunkten mellan strategiskt och finansiellt investering, vilket innebär att fokus inte bara är på avkastning, utan också på att skapa långsiktigt värde genom att utveckla bolagen som förvärvats.

Vi vill framhäva att Stockwiks bolagsförvärv är noga övertänkta och bygger på fyra gemensamma faktorer; 1) konjunkturabilitet, 2) Stark och positiv bolagskultur, 3) högt värdeskapande hos medarbetarna, och 4) en bra avkastning på investerat och sysselsatt kapital.

Investeringsstrategin bygger på att underlätta generationsskiften i ägarledda bolag och erbjuda ett starkt centralt stöd och solid plattform, men med få operativa förändringar. I Sverige finns en stor grupp ägarledda bolag som söker alternativ för ett generationsskifte. 43% av alla företagsledare är äldre än 55 år. Det finns 28 000 bolag som omsätter 20-100 mkr, vilket är Stockwiks målgrupp. Den största utmaningen vid ett generationsskifte är att överföra den befintliga kompetensen till den nya ägaren, vilket gör att förstahandsvalet för säljaren oftast är en professionell motpart som Stockwik.

Bolagsprofil

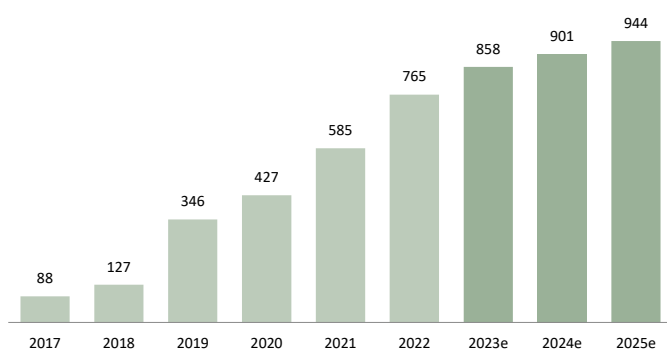
Stockwik grundades i december 2013 och investerar i högkvalitativa, ägarledda bolag med visionen att ge sina aktieägare en välbalanserad exponering mot svenskt högkvalitativt entreprenörskap. Investeringarna fokuseras på svenska små och medelstora bolag med historiskt stabila intäkter och god lönsamhet. Strategin är värdebaserad med fokus på investeringar med en låg riskprofil, både i termer av operationell verksamhet och cyklisk exponering. Målet är att skapa en solid plattform för ägare av små, välskötta bolag där de kan fortsätta att utveckla och expandera sina bolag. Av största vikt är en tydlig lösning för succession och bevarande av bolagets unika DNA. Investeringsportföljen består idag av 24 dotterbolag som är indelade i fyra affärsområden; 1) Hälsa, 2) Tjänster, 3) Industri, och 4) Fastighetservice. Stockwik är noterat på Nasdaq OMX Small Cap.

Värdering

Vårt motiverade värde är 31-34 kr per aktie. Värdeintervallet bygger på två värderingsmetoder; DCF-och relativvärdering. Stockwiks historiskt stabila och lönsamma bolagsportfölj lämpar sig väl för en DCF-värdering tillsammans med vårt antagande om en långsiktig tillväxt på 3%, en uthållig EBIT-marginal på 7% och ett avkastningskrav på 18%. Sammantaget ger detta ett värde på 34 kr per aktie. Vi värderar Stockwik till en EV/EBITA 9,0x 24e, vilket diskonterat med vårt avkastningskrav ger ett värde på 31 kr per aktie och 30% rabatt mot en referensgrupp av mogna, stabila, svenska förvärvsbolag.

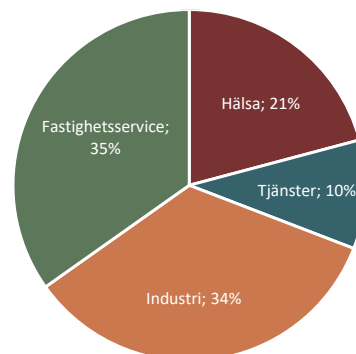
Investment case i bilder

Figur 1: Stockwiks nettoomsättning, mkr, 2017-25e



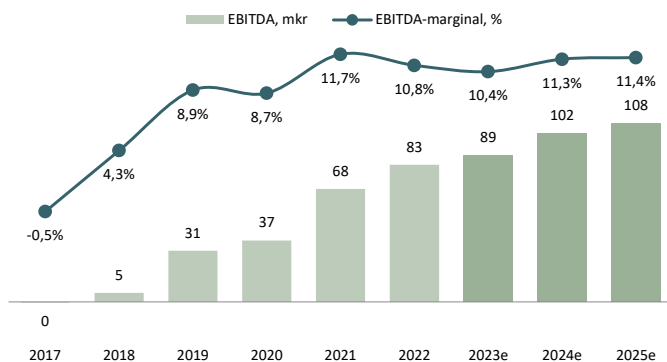
Källa: Stockwik, EPB

Figur 2: Stockwiks omsättning per affärsområde, R12m



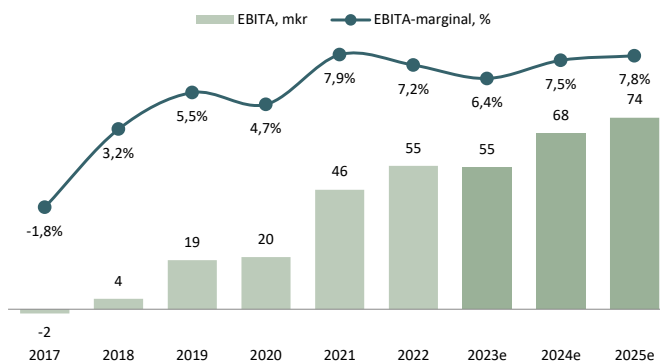
Källa: Stockwik, EPB

Figur 3: Stockwiks EBITDA, 2017-25e



Källa: Stockwik, EPB

Figur 4: Stockwiks EBITA, 2017-25e



Källa: Stockwik, EPB

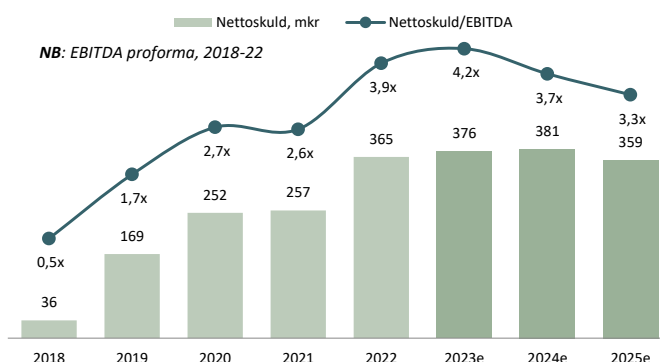
Figur 5: Analys av Stockwiks kassaflöde, 2018-25e

NB: 2018-22, pro forma

Mkr	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
EBITDA	76	97	94	98	93	89	102	108
Finansnetto	-5	-12	-26	-35	-36	-57	-45	-45
Betald skatt	-11	-15	-11	-14	-13	-17	-15	-8
Leasingamortering	0	-8	-12	-15	-21	-27	-26	-25
Övrigt	-1	1	-1	-1	-3	0	0	0
Kassaflöde	58	62	45	32	21	-13	16	30
Δ Rörelsekapital	3	-11	19	-14	-3	15	-4	-4
Operativt kassaflöde	61	52	63	19	17	2	12	26
Capex	-6	-14	-5	-2	4	-4	-4	-4
Periodens kassaflöde	55	37	58	17	21	-2	8	22
Kassakonvertering	73%	38%	62%	17%	23%	-2%	8%	21%

Källa: Stockwik, EPB

Figur 6: Stockwiks nettoskuld/EBITDA, 2018-25e



Källa: Stockwik, EPB

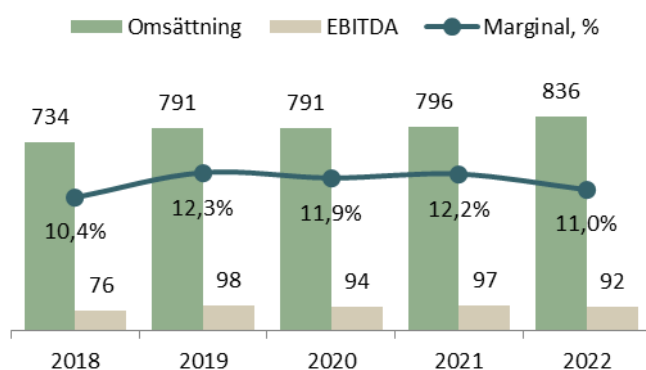
Bolagsöversikt

Stockwik grundades i december 2013 av David Andreasson, VD, och Olle Nordberg, styrelseledamot och bolagets största ägare. Grundarna tog över ett befintligt börsnoterat bolag, StjärnaFyrkant, som var majoritetsägt av Olle Nordberg. Anledningen till övertagandet var att i framtiden kunna nyttja det signifikanta underskottsavdraget som idag uppgår till 485 mkr. Dessa kan komma att minska betald skatt på totalt 97 mkr i framtiden, med start 2025.

Det är ett investeringsföretag fokuserat på förvärv och förvaltning av svenska kvalitetsföretag och har under de senaste tio åren byggt upp en väldiversifierad portfölj av icke-cykliska bolag med låg operationell risk. Bolaget har gjort 21 förvärv sedan 2018 och består idag av 24 portföljbolag som tillsammans hade en nettoomsättning på 836 mkr 2022 (pro forma). Den genomsnittliga organiska tillväxten har varit 3,3% under de senaste fem åren och den justerad EBITDA-marginalen 11% i snitt.

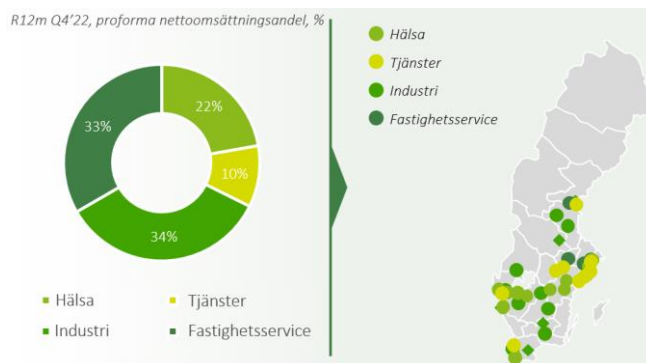
Stockwiks portföljbolag är indelade i fyra affärsområden: 1) Hälsa, 2) Tjänster, 3) Industri, och 4) Fastighetsservice. Aktien är noterad på Nasdaq OMX Small Cap med ett börsvärde på 83 mkr.

Figur 7: Historisk finansiell utveckling, pro forma



Källa: Stockwik, EPB

Figur 8: Omsättning per affärsområde och geografisk spridning

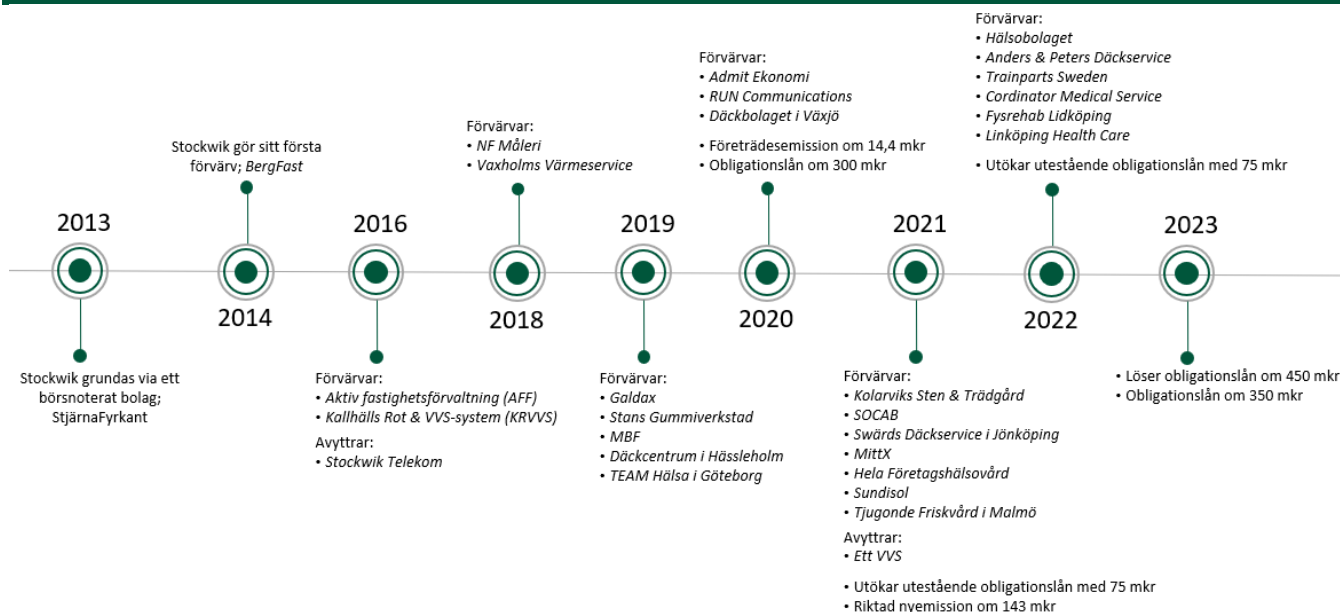


Källa: Stockwik

Sammanfattning av Stockwiks investeringsfilosofi

- Investerar endast i högkvalitativa, ägarledda bolag med visionen att ge sina aktieägare en välbalanserad exponering mot det bästa entreprenörskapet som Sverige kan erbjuda
- Fokuserar på svenska små och medelstora bolag med historiskt stabila intäkter och stark lönsamhet för att skapa stabilitet i bolagsportföljen
- Tillämpar en värdebaserad investeringsstrategi med fokus på att göra investeringar med en låg riskprofil, både i termer av operationell verksamhet och cyklisk exponering
- Undviker att investera i "turnarounds" eller bolag med betydande operativ förbättringspotential
- Målet är att skapa en plattform för ägare av små, välskötta bolag där de kan fortsätta att utveckla och expandera sina bolag. Av största vikt är en tydlig lösning för succession och bevarande av bolagets unika DNA
- Uppmuntrar säljare att engagera sig i bolaget efter förvärvet och överföra en del av sitt ägande i Stockwik-aktier
- Endast intresserad av full kontroll och 100% ägarandel, men med stark betoning på de tidigare ägarnas kapacitet och deras framtida engagemang i organisationen

Stockwiks historiska milstolpar



Källa: Stockwik, EPB

Stockwiks två inledande bolagsförvärv, Bergfast och AFF, gjordes under 2014-16. Bolagen ingår idag i affärsområdet Fastighetsservice. Förvärvstakten intensifierades betydligt med början under 2019 och fokus är att bygga en robust modell som möjliggör ett långsiktigt värdeskapande.

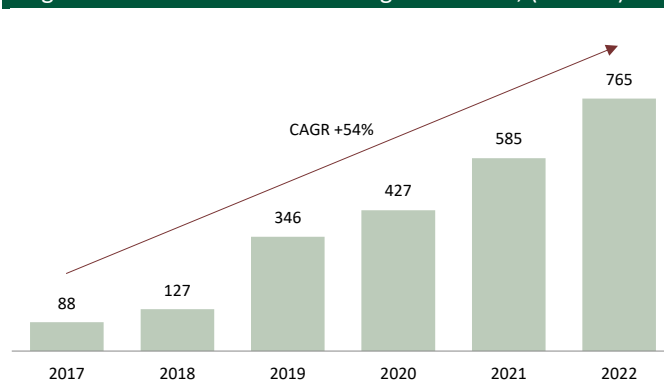
Under de senaste fem åren har bolaget genomfört 21 bolagsförvärv och ökat diversifieringen genom att addera tre nya affärssegment, Hälsa, Industri och Tjänster. Omsättningstillväxten mellan 2017 och 2022 var 54% i snitt per år. EBITDA nådde 83 mkr och en EBITDA-marginal på 10,8% under 2022 (Figur 9 & 10).

Stockwik har haft en framgångsrik tillväxt tack vare sin försiktiga och disciplinerade investeringsstrategi. Verksamheten har idag en solid väldiversifierad tillväxtprofil inom fyra affärsområden med en väl fördelad geografisk spridning över hela Sverige. Fastighetsservice är det största affärsområdet med 35% av omsättningen, tätt följd av Industri med 34%. Hälsa står idag för 21% av omsättningen och Tjänster 10% (Figur 11 & 12).

Stockwiks bolagsportfölj har uppvisat en hållbar och långsiktig lönsamhet med en genomsnittlig EBITDA-marginal pro forma på 11,6% under 2018-22. Det fria kassaflödet har varit stabilt och låg på 38 mkr i snitt per år pro forma under 2018-22.

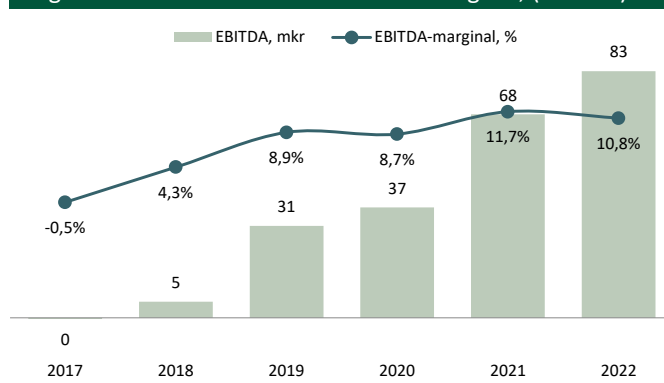
Stockwik har i snitt betalat EV/EBITDA 4,6x för sin bolagsportfölj på 24 dotterbolag.

Figur 9: Historisk nettoomsättning och tillväxt, (faktiskt)



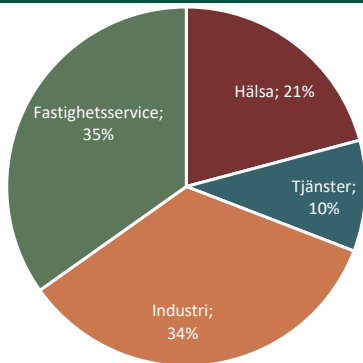
Källa: Stockwik, EPB

Figur 10: Historisk EBITA- och EBITA-marginal, (faktiskt)



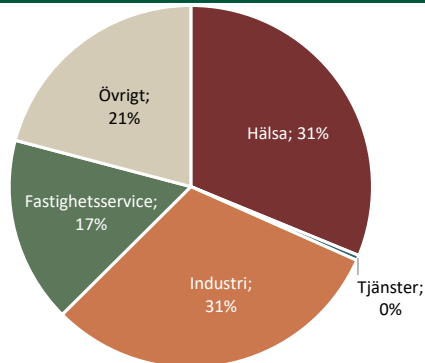
Källa: Stockwik, EPB

Figur 11: Nettoomsättning per affärsområde, LTM



Källa: Stockwik, EPB

Figur 12: EBITDA per affärsområde, LTM








Källa: Stockwik, EPB

En erfaren ledning och styrelse är en förutsättning för framgång – Stockwik har båda

Stockwik har en kompakt men erfaren ledningsgrupp som består av de två nyckelpersonerna, VD David Andreasson och CFO Andreas Säfstrand, som båda har varit med från starten. David har en lång erfarenhet av investment banking från Swedbank, Kaupthing Bank, ABG Sundal Collier och Erik Penser Bank. Andreas har erfarenhet av affärsjuridik från DLA Piper vilket också inkluderar kapitalanskaffning, fusioner och förvärv. Ledningsgruppen har nyligen utökats med två controllers och en juridisk rådgivare.

En erfaren styrelse bestående av SO Rune Rinnan och fyra ledamöter, stödjer ledningsgruppen som en intern investeringskommitté. Kristina Mackintosh är det nyaste tillskottet i styrelsen och hon har en lång bakgrund inom finans. Kristina är för närvarande CFO i Charge Amps men tillträder som CFO i Addnode senast februari 2024. Hon har tidigare varit CFO i Lagercrantz.

Stockwiks styrelse förfogar över en gedigen erfarenhet

 <p>Rune Rinnan Styrelsens ordförande</p> <p>Rinnan har lång erfarenhet från både finansbranschen och företagsutveckling genom roller som CFO på ABB Norge, SVP & CFO på ABB Oil & Gas och CEO, samt ledande befattningar på Telenor Ventures.</p> <p>Relevant styrelseerfarenhet från Eltek, Conax, Otrum och TC Connect.</p> <p><i>Antal aktier: 147 093 (via RR Capital AS via Televenture AS)</i></p>	 <p>Olle Nordberg Styrelseledamot</p> <p>Nordberg var med och grundade Stockwik och är koncernens största aktieägare. Han är en erfaren ledare med bakgrund som VD och grundare av RPE Holding och Head of Equity Syndication, Swedbank.</p> <p>Relevant styrelseerfarenhet från Diös Sundsvall, Klättermusen och Lagerhaus.</p> <p><i>Antal aktier: 845 594 (delvis via Marna Förvaltning AB)</i></p>	 <p>Oskar Lindström Styrelseledamot</p> <p>Lindström har gedigen organisatorisk och finansiell expertis efter att ha varit CFO för Upplands Motor och managementkonsult med fokus på M&A och kapitalanskaffning på både Razorfish och E&Y.</p> <p>Relevant styrelseerfarenhet från Galdax Holding och Upplands Motor.</p> <p><i>Antal aktier: 404 163 (delvis via Velocita AB)</i></p>	 <p>Ulrika Malmberg Livijn Styrelseledamot</p> <p>Malmberg Livijn är grundare och senior på Livijn Advisory AB, med lång erfarenhet inom området.</p> <p>För närvarande är hon styrelseordförande i Coin Securitas Services AB, styrelseledamot i Sehlhall Fastigheter AB och tidigare i Rikshem AB.</p> <p><i>Antal aktier: 12 000</i></p>	 <p>Kristina Mackintosh Styrelseledamot</p> <p>Mackintosh har en lång bakgrund inom finans och arbetar för närvarande som CFO för Charge Amps AB.</p> <p>Tidigare erfarenhet inkluderar arbete som CFO i Lagercrantz AB.</p> <p><i>Antal aktier: 12 359</i></p>
---	--	--	--	---

Källa: Stockwik

Tillväxt med stabila marginaler

För att bättre förstå riskprofilen i Stockwiks nuvarande unga bolagsportfölj är det viktigt att analysera historisk tillväxt och marginalutveckling, speciellt under perioder med finansiell oro och makroekonomisk osäkerhet. En väldiversifierad bolags- och omsättningsfördelning med begränsat beroende har mildrat tillfällig svaghet inom vissa verksamheter. Varje nytt förvärv bidrar till att ytterligare diversifiera försäljningen och minska den operativa risken.

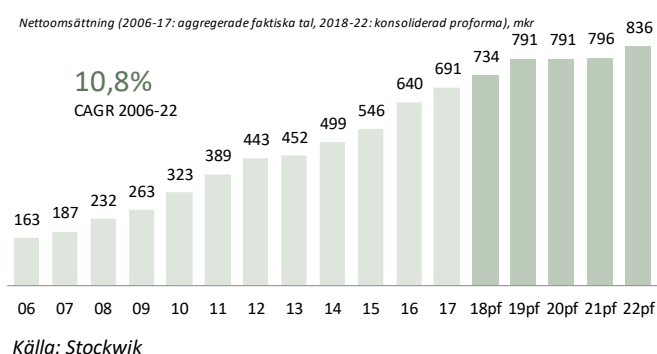
Med fokus på tillväxt och marginaler så ser vi tydliga tecken på en låg risk och motståndskraft mot recession (Figur 13 & 14).

Tillväxten har varit stabil på 10,8% i snitt per år under de senaste sjutton åren. Inga betydande intäktsförluster i den aggregerade bolagsportföljen har noterats, vilket tyder på en stark underliggande motståndskraft.

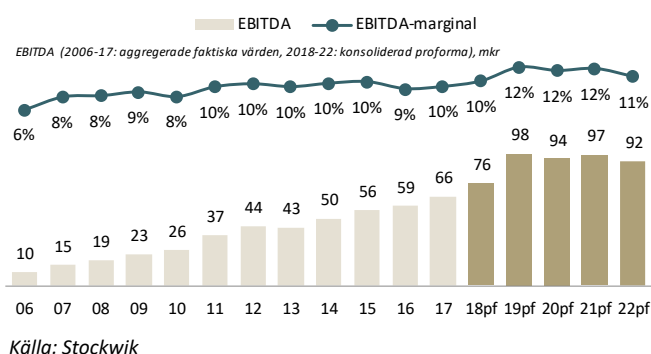
Om vi vänder blicken mot den långsiktiga historiska EBITDA- och marginalutvecklingen så ser vi en konsekvent historik av tvåsiffriga EBITDA-marginaler. Detta beror helt och hållet på en begränsad cykikalitet i den underliggande verksamheten, en hög grad av kontrakterade intäkter och en mycket rörlig kostnadsbas.

Vi vill lyfta fram att marginalerna försvarades under perioder av finansiell oro och makroekonomisk osäkerhet, såsom under finanskrisen 2007-09 och covid-19-pandemin. Blickar vi framåt så ser vi potential för synergier mellan portföljbolagen som bör resultera i ytterligare marginalförbättringar.

Figur 13: Portföljens nettoomsättningutveckling



Figur 14: Portföljens EBITDA och marginalutveckling



Stockwiks investeringsfilosofi

Investeringsfilosofin grundar sig i Stockwiks tre kärnvärden; 1) Rätt företag, 2) Rätt personer, och 3) Rätt värderingar. Enligt Stockwik underbyggs potentialen för varje investering av dessa tre kärnvärden och organisatoriska "måsten".

1. Rätt företag

Stockwik söker investeringsobjekt utan branschbegränsningar, men få bolag uppfyller deras kvalitativa och kvantitativa krav. De prioriterar bolag med hög operativ kvalitet, lönsamhet och yrkes stolthet, vilket inkluderar en positiv företagskultur med ärlighet, goda kundrelationer och ordning. Stabil och uthållig lönsamhet samt effektiv kapitalanvändning är också viktiga kriterier för dem. Dessa kriterier hjälper dem att investera i bolag med en vital kultur och att enbart fokusera på de bästa bolagen.

2. Rätt personer

Stockwik investerar lika mycket i individer som i bolag, med en preferens för de med en redan positiv och sund kultur, då detta ger bättre långsiktiga förutsättningar och underlättar succession. Även om en säljande entreprenör inte alltid stannar kvar, lever kulturen vidare och kan påverkas över tid. De värdesätter ärliga, pålitliga, engagerade och skickliga personer som inte bara utför sitt arbete, utan också tillfredsställer kunder och visar yrkes stolthet.

3. Rätt värderingar

Priset på bolaget bör vara rättvist ur både Stockwiks och säljarens perspektiv, samt att verksamheten bör drivas på ett sunt sätt. Stockwiks investeringsstrategi innebär att de siktar på att kunna generera en god avkastning på investeringen med en säkerhetsmarginal och inom en rimlig tidsram. Dessutom måste investering och avkastning vara uthålliga över tiden.

Figur 15: Stockwiks tre kärnvärden konkretiserade



Källa: Stockwik

Stockwik förfogar över en unik investeringsposition

Stockwik opererar i skärningspunkten mellan strategiska och finansiella investerare, vilket innebär att de inte bara fokuserar på finansiell avkastning, utan också på att skapa långsiktigt värde genom att utveckla de bolag de investerar i. Detta innebär en balanserad strategi som omfattar både finansiella mål, såsom lönsamhet och avkastning på investerat kapital, samt strategiska mål, som att utveckla bolagets operativa verksamhet, kultur och övergripande marknadsposition.

Den strategiska och finansiella investeringspositionen kan beskrivas i fyra olika delar:

1. Långsiktig investeringsstrategi

Stockwik har ingen fastställd investeringshorisont, utan fokuserar på att aktivt utveckla portföljbolagen genom hela mognadsfasen. Detta tillvägagångssätt möjliggör för Stockwik att behålla investeringar över olika ekonomiska cykler samtidigt som de främjar tillväxt. Säljarna uppmanas att vara fortsatt engagerade i organisationen och delta i att identifiera möjligheter till tillväxt, som till exempel genom kompletterande förvärv. Stockwiks långsiktiga strategi och starka meritlista tillför extra trovärdighet, vilket stärker förmågan att använda egna aktier som betalningsmedel vid förvärv.

2. Intern kompetens och skapande av synergier

Stockwik har ett omfattande nätverk av branshexperter med praktisk erfarenhet, vilket möjliggör stöd till den lokala ledningen med administrativa och andra relaterade frågor. Dessa inkluderar hantering av koncernens finansfunktioner, planering och hantering av koncern-IT genom dotterbolaget RUN, samt stöd för offentliga upphandlingar inom hela portföljen via dotterbolaget SOCAB:s tjänsteportfölj. Genom att använda portföljbolag för att hantera dessa interna funktioner, skapar Stockwik värdefulla synergier som möjliggör realisering av ytterligare värde från deras investeringar.

3. Central styrning och stöd

Stockwiks centrala ledningsgrupp, styrelsen och externa nätverk av företagsledare arbetar kontinuerligt med att förfinas strategiska inriktningen för sina investeringar. De bistår ofta portföljbolagen genom att tillhandahålla de rätta verktygen och kunskapen som krävs för att bolagen ska nå sin fulla potential, exempelvis genom investeringar eller genom utbildning och rådgivning. Dessutom erbjuder de råd och riktlinjer avseende ESG- och hållbarhetsfrågor. De är även involverade i strategisk HR-verksamhet, inklusive utnämning av nya ledningsgrupper och tillsättning av saknade funktioner.

4. Hög flexibilitet

Stockwik har en kompakt organisation som möjliggör lyhördhet och anpassningsförmåga i olika transaktionsscenarier. De har dokumenterad erfarenhet av att framgångsrikt slutföra exklusiva processer utan inblandning av tredje part, vilket garanterar integritet och effektivitet. Dessutom säkerställer de ett högt affärsflöde genom flera källor till inkommande förfrågningar, inklusive Stockwiks eget interna nätverk. Fokus ligger på att identifiera kvalitetsbolag oavsett bransch, dvs. ett specifikt sektorfokus existerar inte.

Figur 16: Stockwik opererar i skärningspunkten mellan strategiska och finansiella investerare



Källa: Stockwik, EPB

Stockwiks attraktiva erbjudande skapar en betydande investeringsfördel

Stockwiks investeringsstrategi med fokus på att underlätta generationsskiften bygger på en värdegrund som kan sammanfattas med orden – "Starkt centralt stöd och plattform, men med få operativa förändringar i den redan sunda organisationen".

Stockwik investerar med respekt och integritet gentemot den säljande entreprenören. Ett viktigt argument under förvärförhandlingen är avsikten att inte förändra bolaget. Detta är ofta ett ofrånkomligt krav från entreprenören som verkligen bryr sig om sina anställda och bolagets fortsatta långsiktiga framgång. Denna strategi har redan lett till flera förvärv, till Stockwiks fördel, trots att säljaren hade fått ett högre erbjudande från andra intressenter.

Stockwiks värdegrund och centrala stöd för det nya dotterbolaget bygger på sex grundpelare:

- **Anställda** – behålls i organisationen eftersom Stockwik i allmänhet inte jagar personalsynergier
- **Fortsatt ledarskap** – säljarna behåller sitt ledarskap i Stockwiks decentraliserade operativa modell
- **Övergångsplan** – noggrant planerad och överenskommen med säljaren, vanligtvis en period på 12-36 månader
- **Externa nätverk** – dotterbolaget får tillgång till Stockwiks nätverk av företagsledare och erfarna entreprenörer
- **Strategisk HR** – Stockwik säkerställer att rätt personer finns på plats för att underlätta framtida tillväxt
- **M&A** – Stockwik stödjer dotterbolaget i processen att identifiera och genomföra potentiella förvärv

Stockwiks "hårda" investeringskriterier

Stockwiks investeringsstrategi bygger på låg risk och således måste varje förvärv uppfylla utvalda kriterier:

1. **Beprövad affärsmodell** och med påtagligt mervärde för kunderna
2. **Konjunkturstabilitet**
3. **Högt värdeskapande hos medarbetarna**
4. **EBIT-marginal på $\geq 10\%$** och med en konsekvent lönsamhetshistorik
5. **Potential för tillväxt** och med en omsättning på minst 25 mkr
6. **Bolagiserat i Sverige** men oberoende av bransch, med få undantag
7. **EV på 15-100 mkr** och med en målmultipel på 4-6x EBITDA
8. **100% ägande** vilket medför en plats i "förarsätet"

Ovanstående kriterier måste uppfyllas och sedan vägs det potentiella förvärvet gentemot Stockwiks tre kärnvärden; 1) Rätt företag, 2) rätt personer, 3) rätt värderingar.

Stockwiks "hårda" investeringskriterier och de tre kärnvärdena vägs ihop under utvärderingsprocessen

De rätta personerna	De rätta företagen	Rätt värderingar
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Engagerade säljare som är villiga att stödja verksamheten under den nya ägaren och bidra med sin erfarenhet ✓ Ledningsgrupper med praktisk erfarenhet och vana vid att arbeta i en decentraliserad organisation ✓ Anställda som känner yrkes stolthet och har ett gott affärsmässigt uppförande i alla delar av sitt arbete ✓ Tidigare erfarenhet av låg personalomsättning och nöjda medarbetare 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Ingen betydande förlust av finansiella resultat under finanskrisen 2007-09 (eller därefter) ✓ Stark positionering i värdekedjan utan beroende av ett enda namn gentemot kunder/leverantörer ✓ Solitt värdeerbjudande till kunderna, helst hög grad av återkommande intäkter ✓ Inga investeringar i företag som inte överensstämmer med Stockwiks värderingar, såsom spel, alkohol, etc. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Förutsebar återbetalningstid med gott om utrymme för oväntade händelser och "inlärningsperioder" ✓ Långsiktigt perspektiv på investeringar, både när det gäller succession men också när det gäller pris; "buy quality, cry once" ✓ Medarbetare med en sund inställning till hållbar tillväxt och affärsmodeller som uppmuntrar till återvinning och återanvändning istället för nykonsumtion

Källa: Stockwik

Stort universum av potentiella förvärvsobjekt

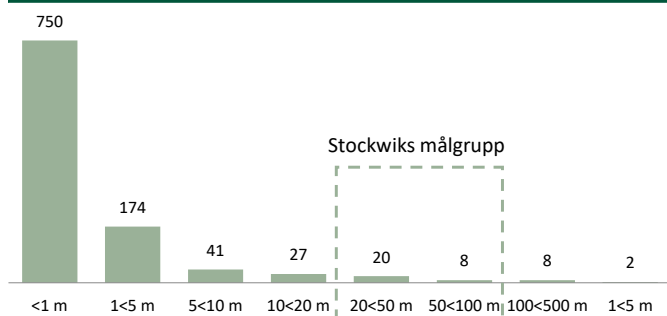
Stockwiks geografiska investeringsmarknad är Sverige, i vilken det finns en stor grupp av ägarledda bolag som söker det bästa alternativet för ett generationsskifte. 43% av alla företagsledare är äldre än 55 år och det finns många anledningar till ägarbyten, men ålder och hälsa är två av de vanligaste skälen.

Bolag med mindre än 100 mkr i omsättning representerar inte mindre än 99% av alla bolag i Sverige. Antalet bolag med en omsättning på 20-100 mkr, dvs. inom Stockwiks huvudsakliga målgrupp, uppgår till cirka 28 000 (Figur 17).

Poolen av ägarledda företag växer ständigt och ökade med 2,4% i snitt per år under 2008-21 och cirka 80% av alla nya arbetstillfällen har skapats av småbolag sedan 1990-talet.

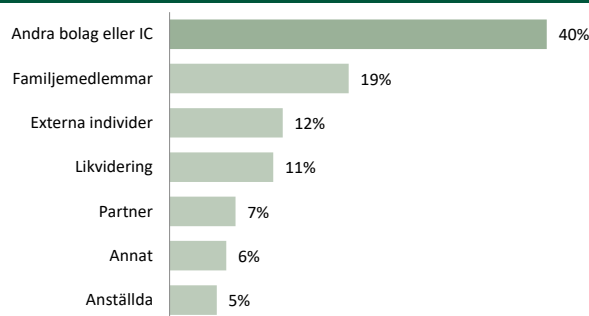
Små företag är oftast beroende av nyckelpersoner och därför är generationsskiften oftast problematiska. Av de svenska företagarna anser cirka 50% att den största utmaningen vid ett generationsskifte är att överföra den befintliga kompetensen till den nya ägaren. Därmed blir en professionell motpart som Stockwik oftast ett förstahandsval för säljaren, vilket tydligt indikeras i Figur 18.

Figur 17: Antal bolag per omsättningsintervall



Källa: Företagarna

Figur 18: Förväntad köpare



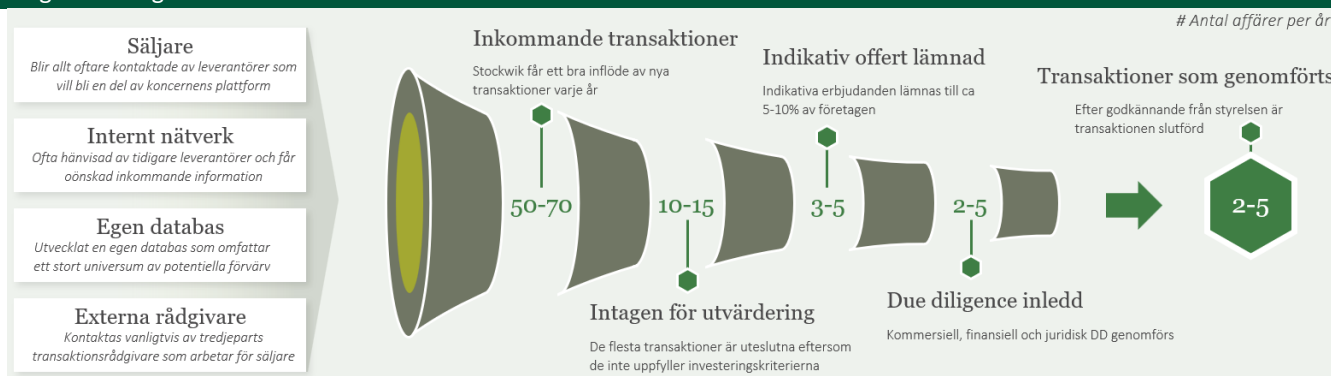
Källa: Företagarna

Starkt flöde av investeringsförslag

Stockwik har ett högt inflöde av investeringsförslag från flera olika källor och blir allt oftare kontaktade av säljare som vill bli en del av Stockwiks plattform. De flesta transaktionerna har genererats av Stockwiks interna nätverk av företagsledare, entreprenörer och dotterbolagen. Som ett komplement har Stockwik utvecklat en egen databas som möjliggör snabb och flexibel screening av över en miljon möjliga förvävsobjekt i Sverige. Stockwik kontaktas också av externa rådgivare, men undviker normalt att delta i auktionsprocesser. Stockwik har dock varit framgångsrikt i att omvandla sådana processer till exklusiva diskussioner.

Hittills har tretton förvärv gjorts genom direktkontakt med säljaren. Vi ser detta som en kvalitetsstämpel, då Stockwik verkar ha byggt upp ett gott rykte som en pålitlig och stabil långsiktig ägare. Stockwik har även i fem fall köpt ett bolag utan att vara den som erbjudit det högsta priset.

Figur 19: Högt affärsflöde från flera källor



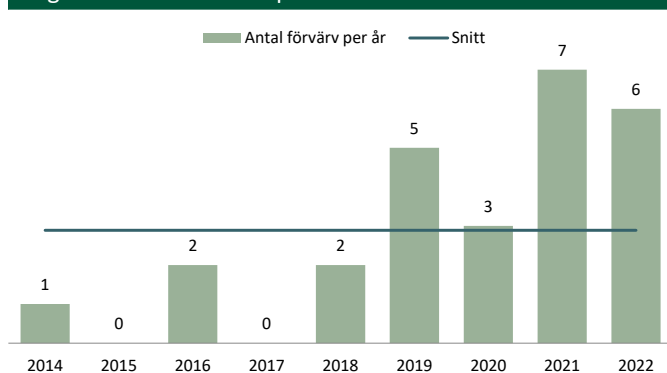
Källa: Stockwik

Stockwiks förvärv

Stockwik har genomfört 25 bolagsförvärv sedan grundandet i december 2013. Två av förvärven har avyttrats, KRVVS och Vaxholms, och förvärvet av Galdax och Stans Gummiverkstad räknades som ett förvärv. Därmed består Stockwiks bolagsportfölj av 24 dotterbolag. Se Tabell 1, s. 13, för en detaljerad summering av Stockwiks förvärvshistorik.

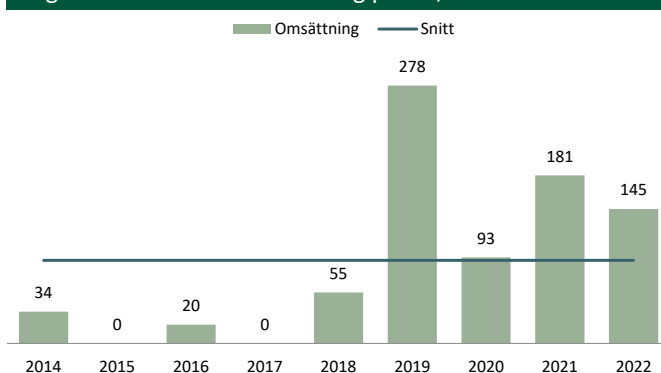
I genomsnitt har Stockwik genomfört tre förvärv per år sedan 2014, men det var först under 2018-19 som förvärvstakten intensifierades. Höjdpunkten nåddes 2021 då Stockwik genomförde sju förvärv. Förvärvsaktiviteten var hög även under 2022 då Stockwik adderade ytterligare sex bolag till portföljen. I genomsnitt har Stockwik förvärvat 90 mkr i omsättning per år sedan 2014, med kulmen 2019 då Team Hälsa, MBF och Däckcentrum förvärvades (Figur 20 & 21).

Figur 20: Antal förvärv per år



Källa: Stockwik, EPB

Figur 21: Förvärvad omsättning per år, mkr



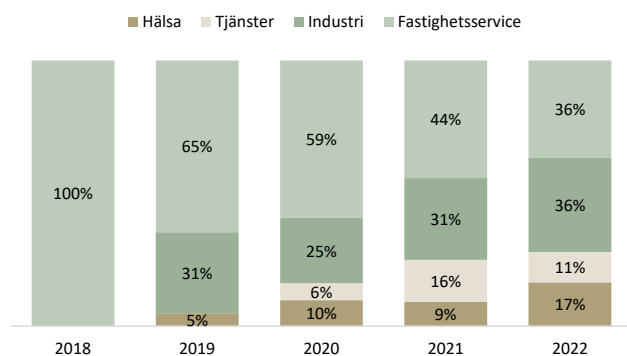
Källa: Stockwik, EPB

Under de senaste fem åren har Stockwik genomfört 21 bolagsförvärv och ökat diversifieringen genom att addera tre nya affärssegment; 1) Hälsa, 2) Industri, och 3) Tjänster.

Stockwik har förvärvat sju bolag inom Hälsa, åtta bolag inom Industri, tre bolag inom Tjänster samt adderat fyra bolag till Fastighetsservice.

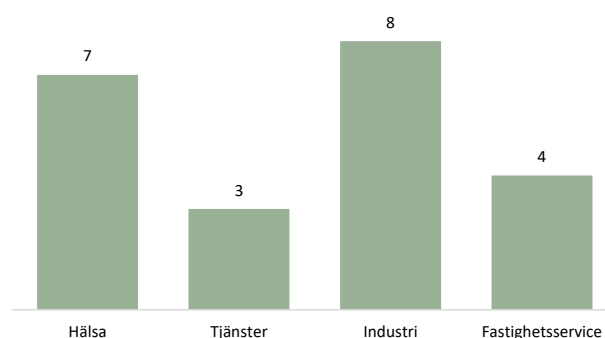
Omsättningen per segment har gått från 100% Fastighetsservice 2018 till att 2022 bestå av en väl diversifierad och stabil intäktsström bestående av 36% Fastighetsservice, 36% Industri, 17% Hälsa och 11% Tjänster (Figur 22 & 23).

Figur 22: Omsättning per segment, 2018-22



Källa: Stockwik, EPB

Figur 23: Förvärv per segment, 2018-22



Källa: Stockwik, EPB

Stockwik har finansierat sina bolagsförvärv genom en kombination av kontanter, säljarreverser, egna aktier och tilläggsköpeskillingar. Kontanter har stått för 73%, reverser för 17%, egna aktier 7% och tilläggsköpeskillingar 4%.

Stockwiks har förvärvat de 24 dotterbolagen till en EV/EBITDA-multipel om 4,6x och en EV/EBITA-multipel om 5,0x i snitt. EBITDA-multipel i snitt för bolag inom respektive affärsområde är; 1) Hälsa 5,1x, 2) Tjänster 6,1x, 3) Industri 5,0x, och 4) Fastighetsservice 3,0x. EBITA-multipel per affärsområde är; 1) Hälsa 6,9x, 2) Tjänster 6,9x, 3) Industri 5,7x, och 4) Fastighetsservice 3,2x.

Portföljbolagen har förvärvats till ett totalt EV om 508 mkr. Den förvärvade omsättningen uppgick till 802 mkr och EBITDA till 112 mkr, vilket ger en EBITDA-marginal på 14%. EBITA uppgick till 102 mkr, vilket ger en EBITA-marginal på 13%

Tabell 1: Stockwiks förvärvshistorik och bolagsportfölj, mkr

Nr.	Datum	Bolag	Oms.	EBITDA-		EBITA-		EV	EV/EBITDA	EV/EBITA	Kontant	Revers	Aktier	Tilläggs-	
				EBITDA	marginal	EBITA	marginal							köpeskilling	Segment
25	Dec-22	Linköping Health Care	27	1,8	7%	1,5	6%	5,9	3,2x	3,8x	5,9	2,6	-	-	Hälsa
24	Dec-22	Fysrehab Lidköping	13	2,3	18%	2,1	16%	11,7	5,1x	5,7x	10,8	2,0	-	-	Hälsa
23	Jun-22	Cordinator Medical Service	27	4,0	15%	3,9	15%	21,3	5,3x	5,5x	25,5	4,5	-	-	Hälsa
22	May-22	Trainparts Sweden	17	3,1	18%	3,0	18%	15,3	4,9x	5,0x	16,3	3,2	-	-	Industri
21	Apr-22	Anders & Peters Däckservice	32	2,7	8%	2,5	8%	14,0	5,2x	5,7x	14,2	1,4	-	-	Industri
20	Mar-22	Hälsobolaget i Uddevalla	30	5,8	19%	5,5	18%	27,8	4,8x	5,1x	26,5	4,8	-	4,0	Hälsa
19	Dec-21	Tjugonde Friskvård i Malmö	17	2,5	14%	2,4	14%	15,1	6,1x	6,4x	16,0	2,0	-	0,3	Hälsa
18	Oct-21	Sundisol	26	4,5	17%	4,4	17%	16,2	3,6x	3,7x	15,5	2,0	-	-	Fastighetservice
17	Aug-21	Hela Företagshälsa	19	2,0	11%	2,0	10%	9,4	4,6x	4,7x	10,5	1,5	-	-	Hälsa
16	May-21	MittX Aluminiumproffset	28	5,1	19%	4,6	17%	14,1	2,8x	3,1x	28,8	2,0	-	-	Industri
15	Mar-21	Swärds Däckservice i Jönköping	28	1,9	7%	1,6	6%	13,9	7,2x	8,7x	14,8	1,0	-	-	Industri
14	Feb-21	SOCAB Swedish Office Consulting	24	3,6	15%	3,6	15%	21,3	5,8x	5,8x	19,2	7,0	1,8	-	Tjänster
13	Jan-21	Kolarviks Sten & Trädgård	43	9,3	22%	8,0	19%	24,6	2,6x	3,1x	18,5	3,0	1,2	9,9	Fastighetservice
12	Nov-20	Däckbolaget i Växjö	19	2,9	15%	2,7	14%	10,3	3,5x	3,8x	12,5	1,0	-	-	Industri
11	Sep-20	RUN Communications	44	13,5	31%	11,4	26%	78,4	5,8x	6,8x	64,0	10,0	6,3	6,2	Tjänster
10	Jul-20	Admit Ekonomi	24	4,1	17%	3,8	16%	29,7	7,3x	7,9x	11,5	15,0	7,0	-	Tjänster
9	Sep-19	TEAM Hälsa i Göteborg	44	9,6	22%	9,4	21%	51,6	5,4x	5,5x	46,5	10,0	2,8	0,4	Hälsa
8	Jun-19	Däckcentrum i Hässleholm	20	1,8	9%	1,4	7%	7,7	4,2x	5,4x	7,9	0,5	-	-	Industri
7	May-19	MBF	133	8,2	6%	7,7	6%	16,1	2,0x	2,1x	17,5	3,8	3,8	-	Fastighetservice
6	Jan-19	Galdax Holding	95	7,0	7%	5,7	6%	47,8	6,9x	8,4x	18,4	5,8	9,4	-	Industri
		<i>Galdax</i>													Industri
		<i>Stans Gummiverkstad</i>													Industri
5	Feb-18	NF Måleri	45	10,4	23%	10,4	23%	29,1	2,8x	2,8x	19,6	8,4	-	-	Fastighetservice
4	Jan-18	Vaxholms Värmeservice	9	0,6	7%	0,6	6%	1,5	2,4x	2,5x	0,1	1,4	-	-	Avyttrad
3	May-16	Kalhäll ROT & VVS-system (KRVVS)	10	0,9	9%	0,9	9%	4,7	5,2x	5,4x	2,4	2,3	-	-	Avyttrad
2	Apr-16	Aktiv fastighetsförvaltning i Nacka (AFF)	10	0,3	3%	0,1	1%	1,1	3,7x	14,2x	1,3	1,3	-	-	Fastighetservice
1	Oct-14	BergFast	37	5,2	14%	4,2	11%	25,8	5,0x	6,2x	12,5	6,3	6,3	-	Fastighetservice
Summa			822	113	14%	103	13%	514	4,5x	5,0x	437	103	38,5	20,8	
Summa, exklusive avyttringar			802	112	14%	102	13%	508	4,6x	5,0x	434	99	38,5	20,8	
<i>Förvärvsfinansiering, andel i %</i>											<i>73%</i>	<i>17%</i>	<i>7%</i>	<i>4%</i>	

Källa: Stockwik, EPB

Stockwiks affärsområdes- och marknadsöversikt

Stockwiks väldiversifierade bolagsportfölj består av 24 dotterbolag som är indelade i fyra affärsområden.

- Hälsa
- Tjänster
- Industri
- Fastighetservice

Stockwiks affärsområden och dotterbolag

Hälsa	Tjänster	Industri	Företagsservice
Andel av nettoomsättningen			
21%	10%	34%	35%
7	3	8	6
Antal dotterbolag per affärsområde			

Källa: Stockwik, EPB

Hälsa

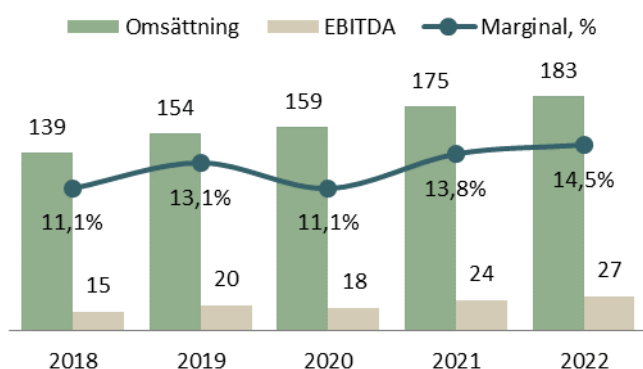
Affärsområdet Hälsa består av sju bolag och etablerades 2019 när Stockwik förvärvade TEAM, en sjukvårdsorganisation som erbjuder akut, allmän och förebyggande vård för små och medelstora bolag samt privatpersoner i Göteborgsregionen. Stockwik har sedan dess genomfört ytterligare sex förvärv inom segmentet med huvudfokus på företagshälsovård, vilket skapat diversifieringsfördelar och synergier mellan bolagen.

Verksamheten har en hög efterfrågan och intäktssynlighet tack vare avtal med bolag och försäkringsbolag. Tillväxtökningen från individuella sjukvårdsförsäkringar är också betydande.

Hälsa har levererat solida finansiella resultat med stadigt ökande intäkter och förbättrade EBITDA-marginaler sedan 2018. Den organiska tillväxten pro forma har varit 7,2% i snitt per år mellan 2018 och 2022. Alla bolagen har utvecklats positivt, vilket driver på EBITDA-tillväxten och marginalexpansion.

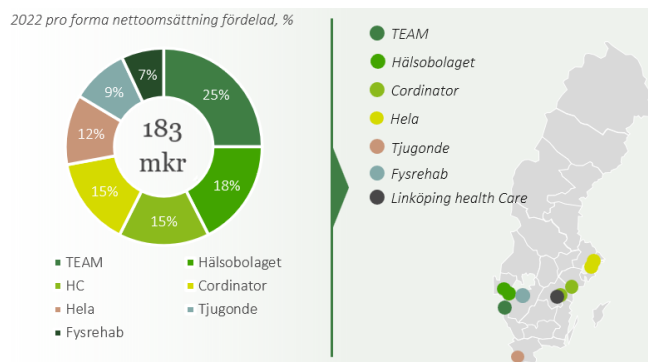
Hälsa stod för 22% av Stockwiks omsättning och 29% av EBITDA 2022 pro forma.

Figur 24: Hälsa – finansiell historik, pro forma



Källa: Stockwik, EPB

Figur 25: Omsättning/bolag och geografisk spridning

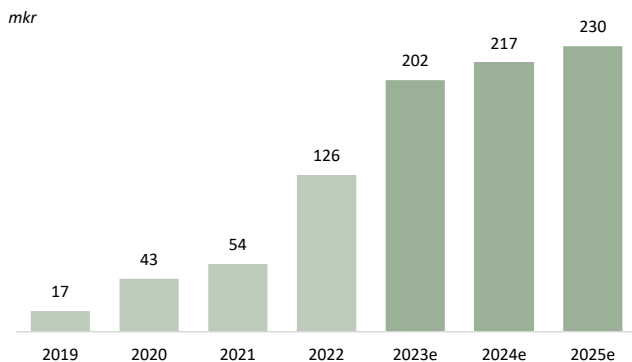


Källa: Stockwik

Tillväxt- och lönsamhetsprognos för Hälsa

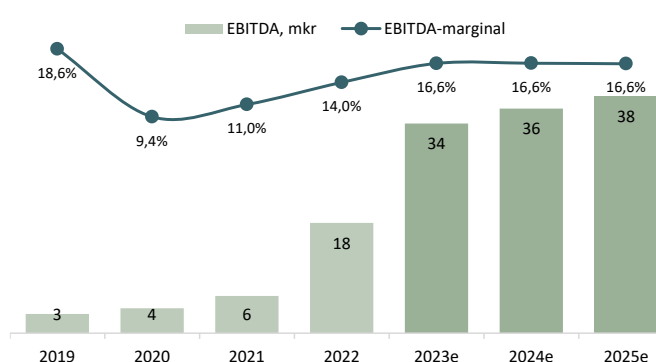
Vi estimerar att Hälsa når en omsättning på 202 mkr 2023e, vilket är en tillväxt på 60% y/y drivet av fyra förvärv under 2022. Organisk tillväxt pro forma blir då cirka 10% y/y. EBITDA-marginalen förväntas öka till 16,6% 2023e jämfört med 14,0% y/y och 14,5% pro forma 2022. Vi räknar med en organisk tillväxt om 6-7% under 2024-25e och att EBITDA-marginalen ligger kvar på samma höga nivå. Vi baserar våra estimat på en fortsatt full beläggning i verksamheten och med stöd från en historisk tillväxt på cirka 7% i snitt per år.

Figur 26: Hälsa – Nettoomsättning, prognos 2023-25



Källa: Stockwik, EPB

Figur 27: Hälsa – EBITDA, prognos 2023-25



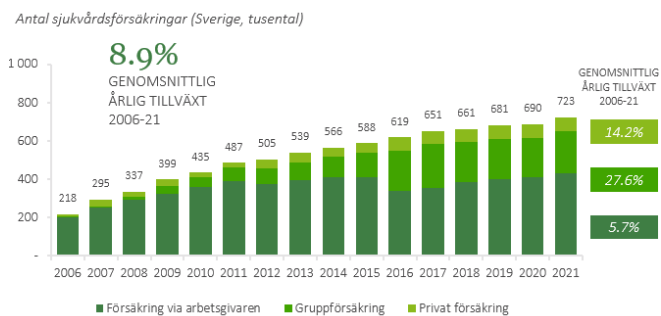
Källa: Stockwik, EPB

Marknaden för Hälsa

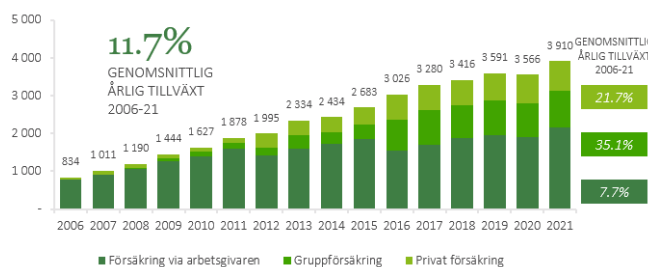
Marknadsdynamiken kan sammanfattas med tre drivande faktorer; 1) en motståndskraftig, icke-cyklisk efterfrågan driven av behovet av tillgänglig sjukvård, 2) en ökande penetration av privata sjukvårdsförsäkringar i Sverige, och 3) höga inträdesbarriärer till följd av sträng reglering. Det är också viktigt att lyfta fram att hälsomedvetenheten i samhället ökar kontinuerligt.

Antal sjukvårdsförsäkringar ökade med 8,9% i snitt per år under 2006-21, vilket har drivit upp bruttopremien med 11,7% i snitt per år under samma period. Samtidigt är förtroendet fortsatt högt för privat hälso- och sjukvård i Sverige (Figur 28 och 29).

Figur 28: Försäkringar ökar i popularitet...

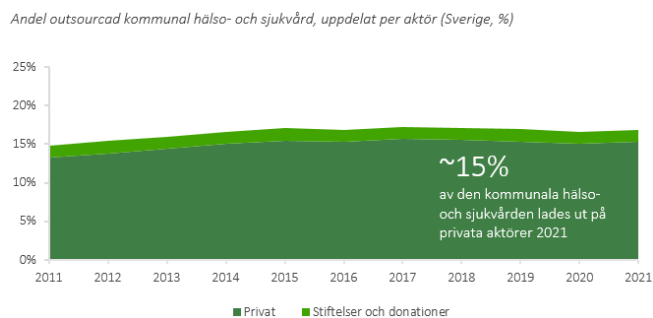


Aggregerade bruttopremier för sjukvårdsförsäkringar (Sverige, mkr)

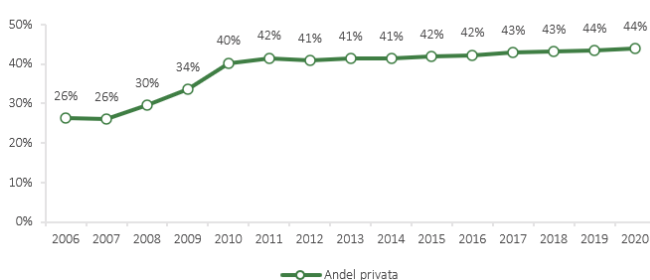


Källa: Svensk Försäkring

Figur 29: ...och privat hälso- och sjukvård har fortsatt högt förtroende



Andel privata vårdcentraler jämfört med offentliga (Sverige)



Källa: Statistiska Centralbyrån

Tjänster

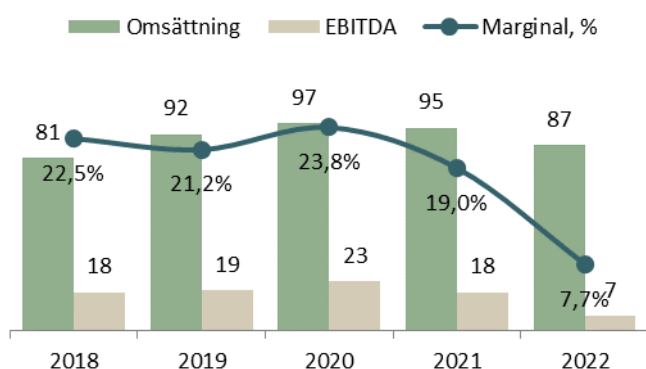
Affärsområdet Tjänster består av tre bolag och etablerades 2019 genom förvärvet av Admit Ekonomi, en småskalig leverantör av finansiella tjänster. RUN, en rikstäckande leverantör av IT-infrastruktur, moln- och konsulttjänster förvärvades 2020 och året där på förvärvades SOcab, en expert på förvärv, inköp och upphandlingsprocesser vars erbjudande nu utnyttjas i hela koncernen. Marknaden drivs av ökande krav på transparens i redovisningen, alltmer komplexa skatteregler samt ökad molnpenetration och efterfrågan på IT-säkerhet.

Den organiska tillväxten pro forma har varit 1,7% i snitt per år mellan 2018 och 2022.

Den kraftigt negativa lönsamhetsutvecklingen under 2022 är relaterad till en större kontraktsförlust i RUN i slutet av 2021 på grund av en ägarförändring i motparten. Tilläggsköpeskillingen i förvärvet är utformad på ett sätt som gör att Stockwik kompenseras med ca 2 mkr till följd av den negativa utvecklingen. Det har även funnits ineffektivitet inom RUN-ledningen som nu är löst och en ny ledning av interna rekryteringar är tillsatt och arbetar aktivt för att återställa lönsamheten.

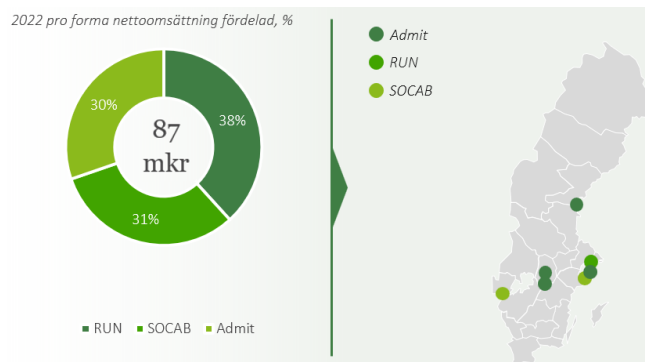
Tjänster stod för 10% av Stockwiks omsättning och 7% av EBITDA 2022 pro forma.

Figur 30: Tjänster – finansiell historik, pro forma



Källa: Stockwik, EPB

Figur 31: Omsättning/bolag och geografisk spridning

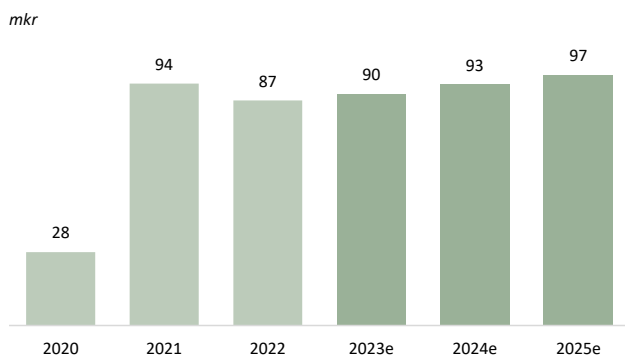


Källa: Stockwik

Tillväxt- och lönsamhetsprognos för Tjänster

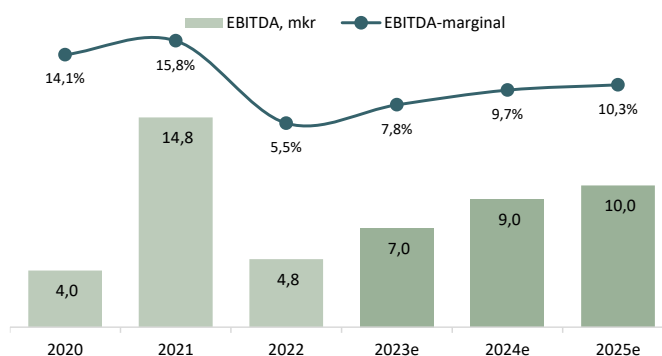
Vi estimerar att Tjänster når en omsättning på 90 mkr 2023e, vilket är en tillväxt på 3% y/y. EBITDA-marginalen förväntas förbättras till 7,8% 2023e jämfört med 5,5% y/y. Vi räknar med en organisk tillväxt om 4% per år under 2024-25e och att EBITDA-marginalen fortsätter att återhämta sig som en följd av att RUNs nya ledning återställer lönsamheten och implementerar ytterligare kostnadsbesparingar. Vi estimerar att efterfrågan på verksamhetens tjänster är fortsatt goda och att den organiska tillväxten bör ligga runt 3% med stöd från tillväxten i den underliggande marknaden.

Figur 32: Tjänster – Nettoomsättning, prognos 2023-25



Källa: Stockwik, EPB

Figur 33: Tjänster – EBITDA, prognos 2023-25



Källa: Stockwik, EPB

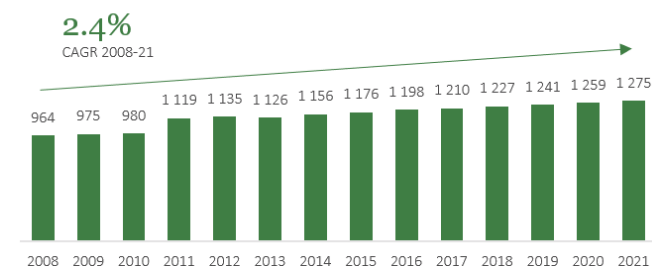
Marknaden för Tjänster

Marknadsdynamiken kan sammanfattas med tre drivande faktorer; 1) stabil efterfrågan på IT-säkerhet till följd av ökad molnpenetration, 2) stor adresserbar marknad av små och medelstora bolag i Sverige med behov av outsourcing, och 3) den operativa hävstångseffekten skapar starka skäl för konsolidering.

Tillväxten av antalet små och medelstora bolag i Sverige har varit 2,4% i snitt per år under 2008-21, vilket har drivit tillväxten för redovisnings-, revisions-, och skatterådgivningsbyråer med 5,2% i snitt per år under 2007-20 (Figur 35). Samtidigt har en ökad molnpenetration drivit på tillväxten bland IT-konsultföretag med 9,3% i snitt per år under 2007-20 (Figur 37).

Figur 34: Ökningen av antalet små och medelstora...

Antal små och medelstora företag (Sverige, tusental)⁽¹⁾

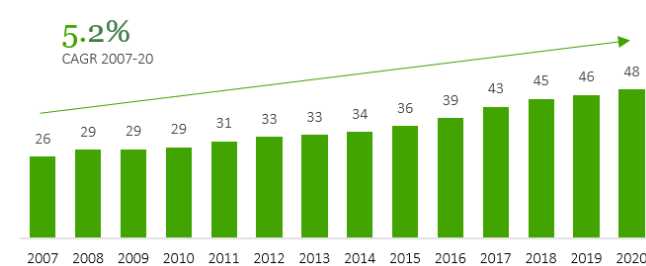


(1) Definierat som <200 anställda

Källa: Statistiska Centralbyrån

Figur 35: ...företag driver på servicebehoven

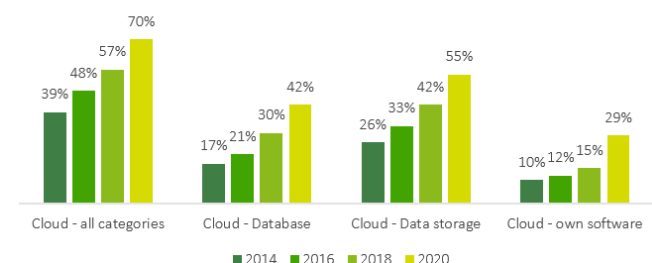
Aggregerad nettoomsättning för redovisnings-, revisions- och skatterådgivningsbyråer (Sverige, miljarder kronor)



Källa: Statistiska Centralbyrån

Figur 36: Ökad molnpenetration...

Andel företag som köper molntjänster (Sverige, %)^(2,3)

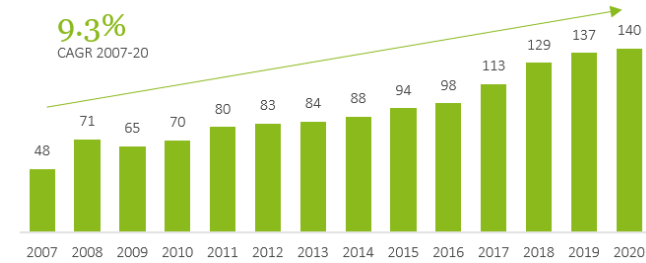


(2) Företag med mer än 10 anställda, (3) Alla kategorier inkluderar dessutom e-post, ord- och kalkylprogram, bokföringssystem och CRM-system.

Källa: Statistiska Centralbyrån

Figur 37: ...driver konsultbehov

Aggregerad nettoomsättning för IT-konsultföretag (Sverige, miljarder kronor)



Källa: Statistiska Centralbyrån

Industri

Affärsområdet Industri består av nio bolag och etablerades i början av 2019 när Stockwik förvärvade Galdax, en av Sveriges största leverantörer av regummering av däck. Stockwik har sedan dess gjort fem tilläggsförvärv av mindre däckverkstäder.

Däckverksamheten har en låg operativ risk på grund av; 1) återkommande intäkter relaterade till vinter-/sommardäck i kombination med däckhotell; 2) en växande efterfrågan på däck som minskar utsläppen; 3) en hög andel kontrakterad verksamhet för regummering bland vagnparksägare (både offentliga och privata); och 4) en historiskt lönsam verksamhet med stabilt EBITDA-bidrag.

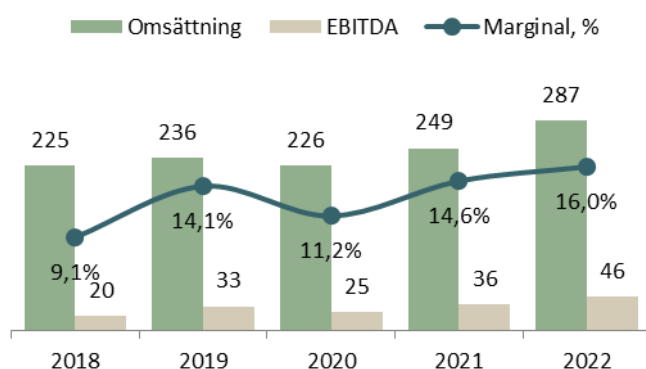
För att öka diversifieringen inom affärsområdet förvärvades MittX i början av 2021. Bolaget är en designer, utvecklare och tillverkare av ljusbågar för montering på entreprenad- och jordbruksmaskiner. Förvärvet bidrog med en lönsam verksamhet, en etablerad position med växande och icke-cyklisk efterfrågan, god utvecklingspotential och hög kvalitet.

Det senaste förvärvet inom affärsområdet gjordes i maj 2022 då Trainparts anslöt till Stockwik. Bolaget är unikt då det är den enda nationella tillverkaren/återuppbyggaren av utvalda slit- och reservdelar till järnvägsfordon.

Den organiska tillväxten pro forma har varit 6,3% i snitt per år mellan 2018 och 2022 och EBITDA-marginalen har haft en mycket positiv utveckling.

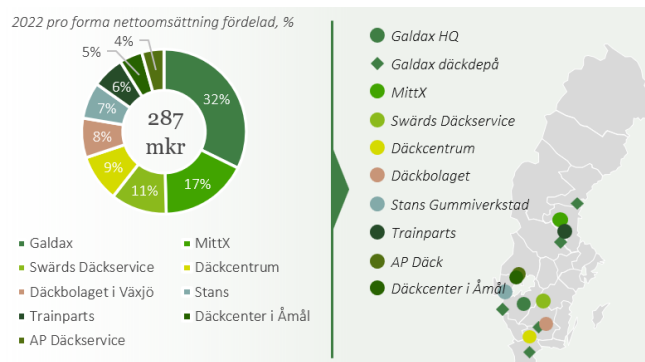
Industri stod för 34% av Stockwiks omsättning och 50% av EBITDA 2022 pro forma.

Figur 38: Industri – finansiell historik, pro forma



Källa: Stockwik, EPB

Figur 39: Omsättning/bolag och geografisk spridning

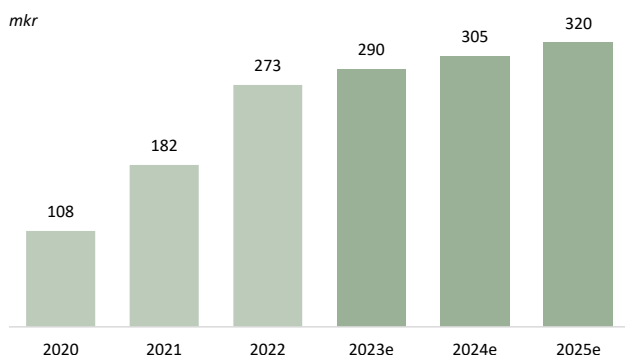


Källa: Stockwik

Tillväxt- och lönsamhetsprognos för Industri

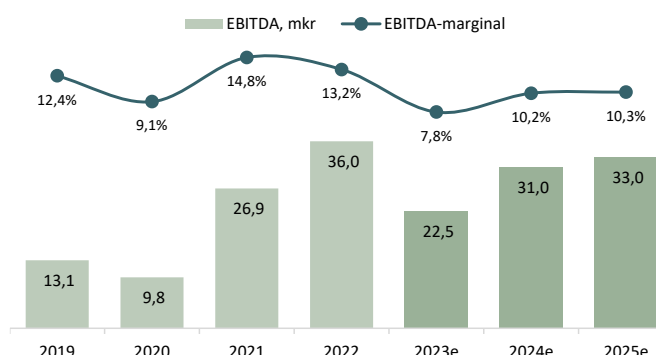
Vi estimerar att Industri når en omsättning på 290 mkr 2023e, vilket är en tillväxt på 6,5% y/y drivet av två förvärv under 2022. Organisk tillväxt pro forma blir då endast 1% y/y. EBITDA-marginalen förväntas falla till 7,8% 2023e jämfört med 13,2% y/y och 16,0% pro forma 2022. En snabb inbromsning inom däckverksamheten ligger till grund för den sämre lönsamheten. Vår bedömning är att nedgången är temporär och att verksamheten återhämtar sig med början under andra halvåret 2023. Vi räknar med en organisk tillväxt om 5% under 2024-25e, vilket är lägre än den genomsnittliga tillväxten på drygt 6%. EBITDA-marginalen återhämtar sig under 2024-25e till två-siffriga tal. Våra tillväxt/marginal-estimat är konservativa, enligt vår mening.

Figur 40: Industri – Nettoomsättning, prognos 2023-25



Källa: Stockwik, EPB

Figur 41: Industri – EBITDA, prognos 2023-25



Källa: Stockwik, EPB

Marknaden för Industri

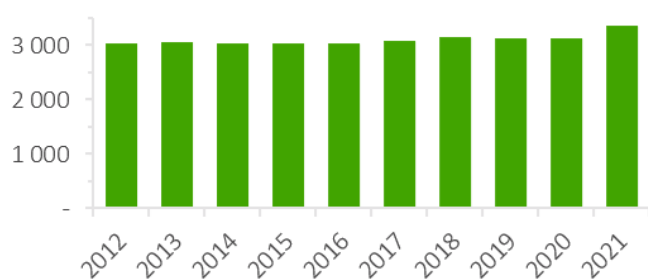
Marknadsdynamiken kan sammanfattas med tre drivande faktorer; 1) tunga transporter ökar på grund av globaliseringen av leveranskedjorna, 2) begränsat antal konkurrenter inom regummering på nationell nivå, och 3) priserna förväntas förbli stabila efter nya antidumpningstullar i EU.

Däckverksamheten inom affärsområdet Industri står för ca 80% av omsättningen.

Tunga transporter i Sverige är en väsentlig del av transportsektorn och växer stadigt med ca 1% per år i Sverige. Globalisering av leveranskedjan och en växande e-handel är de drivande faktorerna för den motståndskraftiga tillväxten (Figur42). Sverige har minskat sitt klimatavtryck med ca 35% sedan 1990 och målet är att vara helt CO2-neutralt år 2045 (Figur 43).

Figur 42: Stabil efterfrågan på transporter

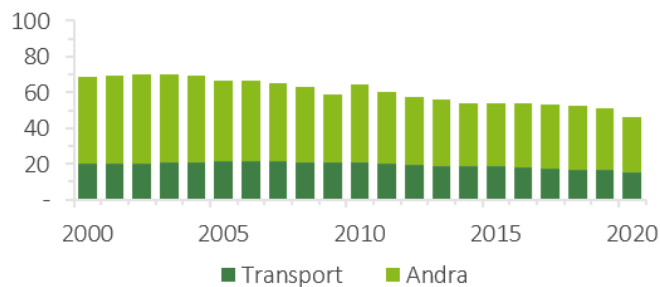
Årliga lastbilstransporter i Sverige (miljoner km)



Källa: Stockwik

Figur 43: Sveriges ambition att minska klimatavtrycket

Utsläpp av växthusgaser i Sverige (miljoner ton)



Källa: Stockwik

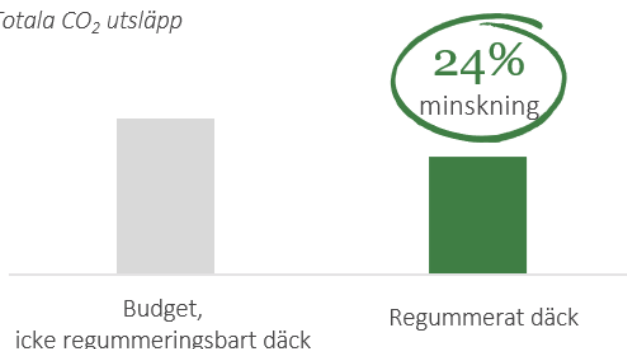
Utvecklingen inom transportsektorn anses vara mycket viktig för att nå detta mål eftersom den står för ca 32% av utsläppen. Därmed är regummering av däck en attraktiv och genomförbar lösning för att minska både kostnader och utsläpp från trafiken. Ett regummerat däck kan minska CO2 med upp till 24 % under hela sin livslängd jämfört med att köpa ett importerat däck av låg kvalitet. Ett högkvalitativt europeiskt tillverkat däck är konstruerat för att regummeras minst två gånger.

EU införde en importtull på kinesiska lastbils- och bussdäck under 2018. Effekten av denna blev en fördubbling av detaljhandelspriserna och en minskning av importen med ca 80% jämfört med 2017, främst på grund av importtullar, men även utmaningar i leveranskedjan påverkade. Importtullen har inneburit en avsevärd konkurrensminskning för regummerade däck.

Ägare av större fordonsflottor använder regummering av däck för att uppnå kostnadsbesparingar genom att kunna återanvända sina däck till en rabatt jämfört med att köpa nya däck. Så länge som importtullarna på kinesiska lågkvalitetsdäck ligger fast finns det inget bättre substitut än regummering och givet EUs fokus på klimatet så gör vi bedömningen att importtullen ligger fast under överskådlig tid.

Figur 44: Regummering är en attraktiv lösning

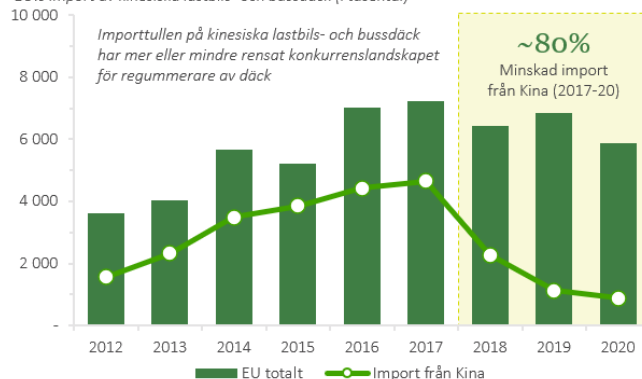
Totala CO₂ utsläpp



Källa: Stockwik

Figur 45: Betydande minskning av importen från Kina

EU:s import av kinesiska lastbils- och bussdäck (i tusental)



Källa: Stockwik

Fastighetsservice

Affärsområdet Fastighetsservice består av sex bolag som drivs i två distinkta underavdelningar – Service & Installation ("S&I") och Landscaping. Bolagen drar nytta av lokalt ledande marknadspositioner med hög andel synlig försäljning tack vare en stor andel serviceavtal.

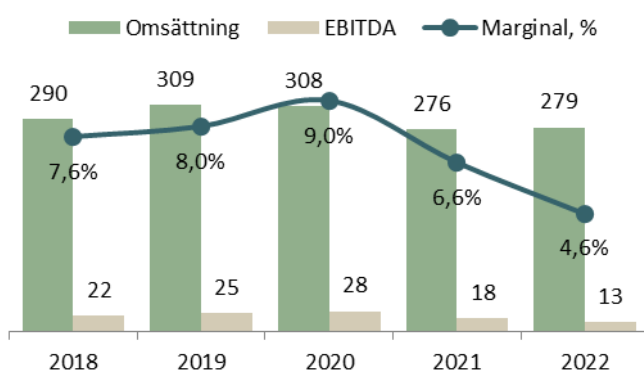
S&I består av tre bolag som erbjuder bygg- och renoveringstjänster (MBF), målning inomhus och utomhus (NF Måler1) samt konstruktion av akustikundertak (Sundisol). Landscaping består av tre bolag (Bergfast, AFF, och Kolarviks) som erbjuder renovering och underhåll av mark och grönområden, snöröjning och ytplanering.

Den organiska tillväxten pro forma har varit -0,9% i snitt per år mellan 2018 och 2022.

Affärsrådets finansiella utveckling försämrades under 2021 och 2022 av tre olika faktorer; 1) MBF ändrade fokus mot större kontrakt till fast pris vilket visade sig vara misslyckat, 2) en förlust av en arbetsledare i Kolarviks under 2021, samt 3) Bergfast drabbades av två olönsamma kontrakt. Stockwicks ledning har; 1) bytt ut MBFs ledning och bolaget deltar inte längre i stora projekt, 2) Kolarviks arbetsledare har ersatts, och 3) Bergfast har löst de olönsamma kontrakten och EBITDA har återhämtat sig.

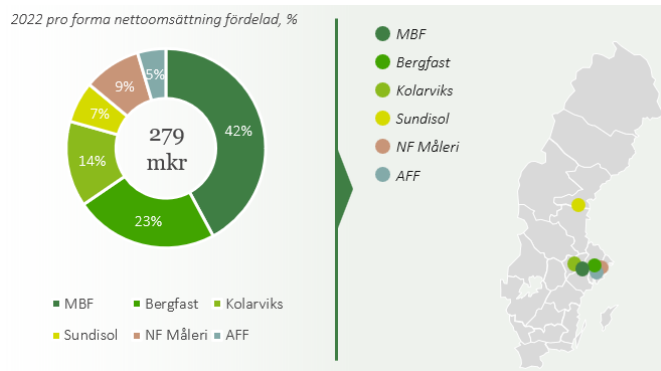
Fastighetservice stod för 33% av Stockwicks omsättning och 14% av EBITDA 2022 pro forma.

Figur 46: Fastighetservice – finansiell historik, pro forma



Källa: Stockwik, EPB

Figur 47: Omsättning/bolag och geografisk spridning

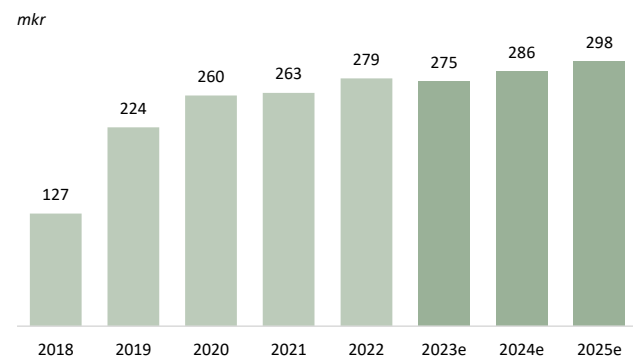


Källa: Stockwik

Tillväxt- och lönsamhetsprognos för Fastighetservice

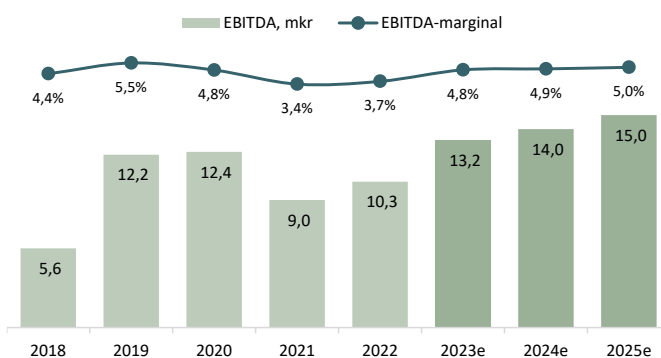
Vi estimerar att Fastighetservice når en omsättning på 275 mkr 2023e, vilket är en nedgång på 1,3% y/y. EBITDA-marginalen förväntas dock förbättras till 4,8% 2023e jämfört med 3,7% y/y. Stockwicks ledning har omstrukturerat och löst problem i verksamheten och vår bedömning är att marginalerna återhämtar sig till samma nivå som tidigare. Vi räknar med att den organiska tillväxt blir 4% per år under 2024-25e med en stabil EBITDA-marginal på runt 5%.

Figur 48: Fastighetservice – Nettoomsättning, prognos



Källa: Stockwik, EPB

Figur 49: Fastighetservice – EBITDA, prognos



Källa: Stockwik, EPB

Marknaden för Fastighetservice

Marknadsdynamiken kan sammanfattas med tre drivande faktorer; 1) motståndskraftig efterfrågan på renovering och underhåll driven av ett åldrande byggnadsbestånd, 2) en stadig tillväxt driven av ökad efterfrågan på säkra och tillgängliga grönområden, och 3) starka skäl för konsolidering inom sektorn för att realisera skalfördelar

S&I-marknaden

Stockwicks S&I-bolag är till stor del exponerade mot mer motståndskraftiga ROT- och underhållsuppdrag, vilka fungerar som en förmildrande buffert i händelse av en avmattning. Nybyggnadsverksamheten är nära kopplad till den övergripande

konjunkturcykeln, medan renoveringar, service- och underhållsarbeten vanligtvis uppvisar betydligt lägre cykliskitet (Figur 50) eftersom de stöds av strukturella faktorer som ett åldrande bygnadsbestånd och politiska åtgärder. Som ett exempel har den svenska regeringen infört mål för att minska energiförbrukningen i byggnader med 20 % till slutet av 2020 och med 50 % till 2050. När byggnader åldras ökar behovet av service och underhåll för att förlänga livslängden på ursprungliga installationer och konstruktioner. Drygt 40% av Sveriges bostadsfastigheter är byggda 1960-79, varav ca 40% i sin tur bedöms vara i akut behov av renovering (Figur 51).

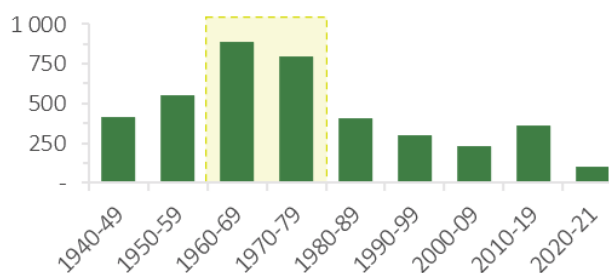
Figur 50: Motståndskraftig efterfrågan på renoveringar



Källa: Stockwik

Figur 51: Akut behov av renoveringar

Färdigställande av bostadshus i Sverige, per decennium



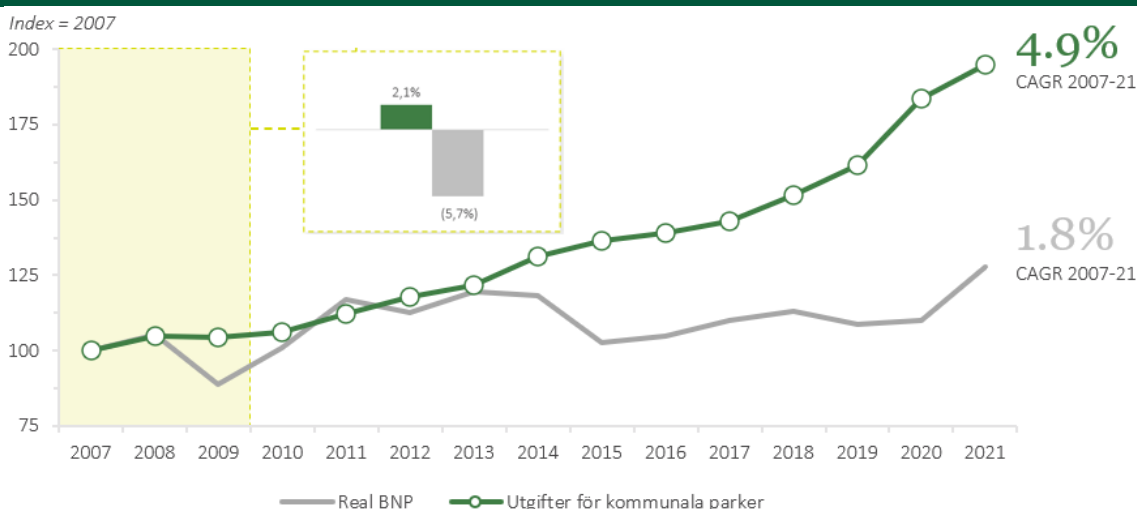
Källa: Stockwik

Landscaping-marknaden

Icke-cyklisk efterfrågan för tjänster inom landskapsarkitektur och markskötsel drivs av strukturella trender så som; 1) ökande urbanisering vilken förväntas nå ca 90% år 2050, 2) välskötta grönområden med ordentlig belysning och full tillgänglighet som ger säker tillgång till grönområden för alla, 3) underlättar trender som stöder aktiva livsstilsval utan att involvera långväga resor, och 4) människors förväntningar på kvalitet ökar, även när det gäller grönområden.

Marknaden är mycket motståndskraftig i konjunktorella nedgångar. Ett tydligt exempel på detta är att de kommunala parkutgifterna ökade med ca 2,1% per år 2007-09 medan BNP minskade med 5,7% per år (Figur 52). Utgifterna för kommunala parker har ökat med knappt 5% i snitt per år under 2007-21. Kommunernas utgifter för parker minskar sällan på årsbasis och budgetarna utnyttjas vanligtvis fullt ut eftersom nedskärningar i parkunderhåll vanligtvis ses som negativt av invånarna, vilket leder till att utgiftsnivåerna är relativt trögörliga.

Figur 52: En motståndskraftig marknad med en stabil tillväxt



Källa: Stockwik

Stockwiks finansiella utveckling och prognoser

Stockwik har haft en snabb och kraftig tillväxtresa under den senaste femårsperioden. Av de 24 portföljbolagen har 21 bolag förvärvat sedan 2018 och 13 bolag förvärvades under 2021-22. Bolagsportföljen hade en nettoomsättning på 836 mkr och en EBITDA på 92 mkr, pro forma 2022. Den totala nettoskulden uppgick till 388 mkr vid halvårsskiftet 2023, varav 350 mkr utgörs av obligationslån.

Stockwiks bolagsportfölj har förvärvat till en total köpeskilling om 592 mkr och betalningen har erlagts med kontanter (73%), säljarreverser (17%), aktier (7%), och tilläggsköpeskillingar (4%).

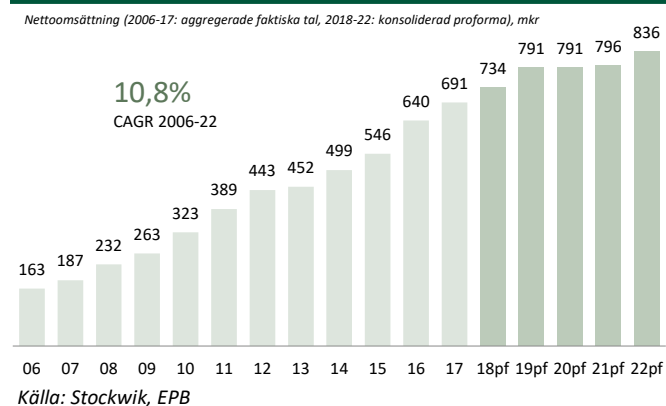
Stockwik har finansierat bolagsförvärven genom en företrädesemission på 14,4 mkr 2020, en riktad nyemission på 143 mkr 2021 och ett obligationslån på initialt 300 mkr samma år. Det första obligationslånet utökades två gånger med 75 mkr 2021 och 2022. I mars emitterade Stockwik ett nytt obligationslån på 350 mkr och genomförde samtidigt ett förtida inlösen av de utestående obligationerna på totalt 450 mkr.

Tillväxt

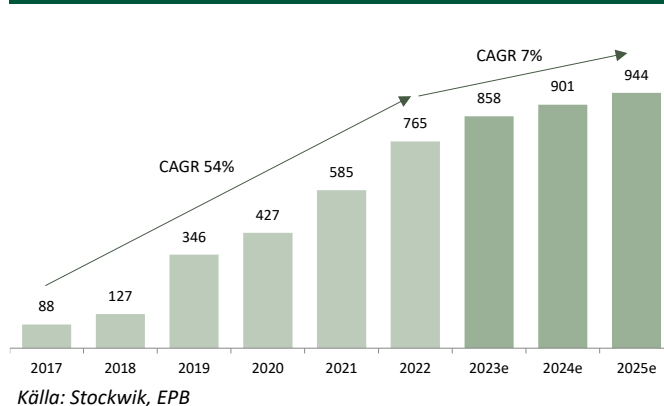
Omsättningstillväxten var 54% i snitt per år 2017-22 och drivet av bolagsförvärv. Stockwik är inne i en konsolideringsfas och vi bedömer det som osannolikt med ytterligare förvärv inom en överskådlig framtid, givet den höga nettoskulden och en mycket hög finansieringskostnad på cirka 12%. Den konjunkturella inbromsningen ökar också osäkerheten för utvecklingen av den befintliga bolagsportföljen, vilket gör att Stockwiks fokus ligger på intern effektivisering och lönsamhetsförbättring.

Den årliga genomsnittliga organiska tillväxttakten för Stockwiks bolagsportfölj, pro forma, har varit ca 11% under de senaste sju åren (Figur 53). Vår snittprognos på 7% för de kommande tre åren, 2023-25e, innefattar en tillväxt på 12% 2023, vilket till största delen drivs av förvärv som genomfördes under 2022 och en konservativ organisk tillväxt på 5% per år för 2024-25 (Figur 54). Vi har tidigare i rapporten redogjort i detalj för tillväxtscenariot inom respektive affärsområde.

Figur 53: Nettoomsättning, pro forma 2018-22, mkr



Figur 54: Nettoomsättning, 2017-25e, mkr

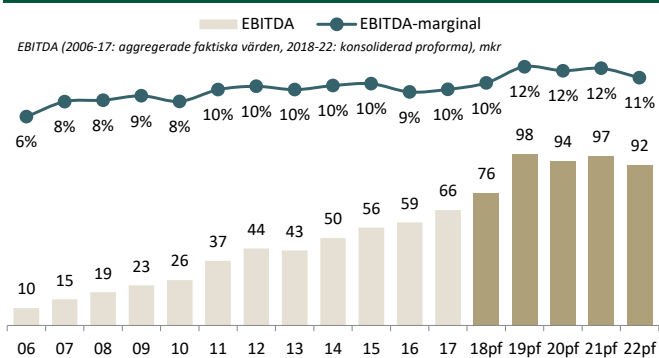


Lönsamhet

Den långsiktiga historiska EBITDA- och marginalutvecklingen, pro forma, har konsekvent visat tvåsiffriga EBITDA-marginaler (Figur 55). Detta beror helt och hållet på en begränsad cykliskitet i den underliggande verksamheten, en hög grad av kontrakterade intäkter och en mycket rörlig kostnadsbas. Vi vill lyfta fram att marginalerna försvarades under perioder av finansiell oro och makroekonomisk osäkerhet såsom finanskrisen 2007-09 och covid-19-pandemin. Blickar vi framåt så ser vi potential för synergier mellan portföljbolagen som bör resultera i ytterligare marginalförbättringar.

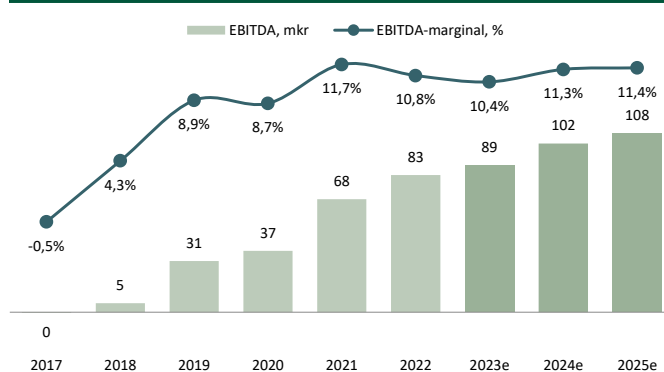
Vi räknar med att EBITDA landar på 89 mkr 2023e. EBITDA var 38 mkr för de två första kvartalen, men vi räknar med en återhämtning till 51 mkr för det andra halvåret. EBITDA-marginalen 2023e sjunker marginellt till 10,4% från 10,8% föregående år. EBITDA-marginalerna återhämtar sig till drygt 11% under 2024-25e, vilket är i nivå med snittmarginalen, pro forma, under perioden 2018-22. Detta får till följd att EBITDA växer organiskt till 102 mkr 2024e och 108 mkr 2025e. Vi har tidigare i rapporten redogjort i detalj för lönsamhets- och marginalscenariot för respektive affärsområde.

Figur 55: EBITDA-tillväxt, pro forma 2018-2022



Källa: Stockwik, EPB

Figur 56: EBITDA-tillväxt, 2017-25e

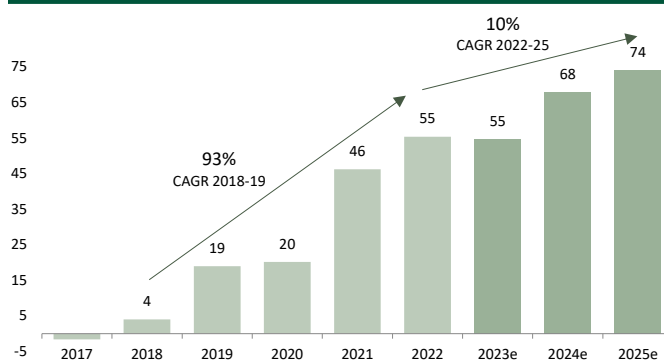


Källa: Stockwik, EPB

Finansiellt mål – EBITA-tillväxt 15% per år

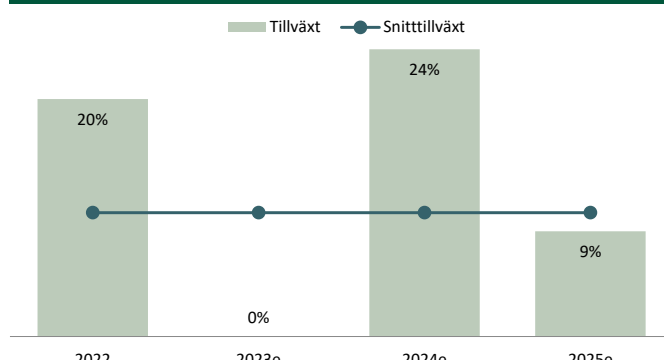
Stockwiks styrelse beslutade i april i år att publicera ett nytt långsiktigt finansiellt mål för Stockwik. Det finansiella målet är att årligen generera en EBITA-tillväxt om 15%. Stockwiks ambition är att tillväxtmålet ska uppnås med lika delar organisk respektive förvärvad tillväxt över tid. Enligt våra kortsiktiga prognoser så kommer EBITA-tillväxten bli 10% i snitt per år 2022-25e, och med antagandet att inga ytterligare bolagsförvärv görs under perioden (Figur 57 & 58). Vi anser dock att Stockwik har den potential som krävs för att möta tillväxtmålet på lite längre sikt, när förutsättningarna är på plats för nya bolagsförvärv.

Figur 57: EBITA, 2017-25e, mkr



Källa: Stockwik, EPB

Figur 58: EBITA-tillväxt per år, 2022-25e



Källa: Stockwik, EPB

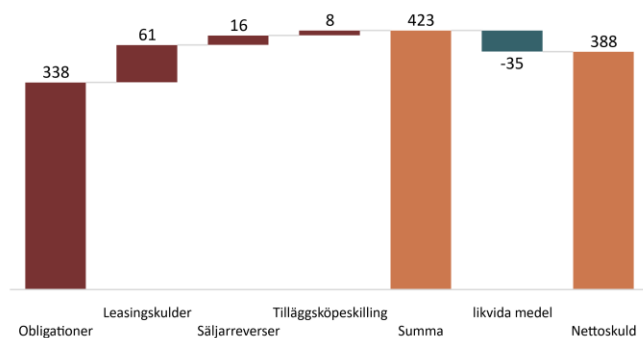
Finansiella kostnader

Stockwik hade räntebärande skulder på 423 mkr vid halvårsskiftet 2023, vilka bestod av 338 mkr i obligationer, 61 mkr i leasingkulder, 16 mkr i säljarreverser och 8 mkr i tilläggsköpeskilling. Likvida medel uppgick till 35 mkr, vilket ger en nettoskuld på 388 mkr (Figur 59).

Obligationslånet på 350 mkr (338 mkr med avdrag för förutbetalda anskaffningskostnader) har en löptid på 3 år och en rörlig kupong om 3 månaders STIBOR +8%, vilket innebar en räntesats om 11,8% vid halvårsskiftet. Lånet upptogs den 20 mars 2023 och är en initial volym inom ett ramverk om 500 mkr. I samband med emittering av det nya obligationslånet gjorde Stockwik en förtida inlösen av utestående obligationer på totalt 450 mkr.

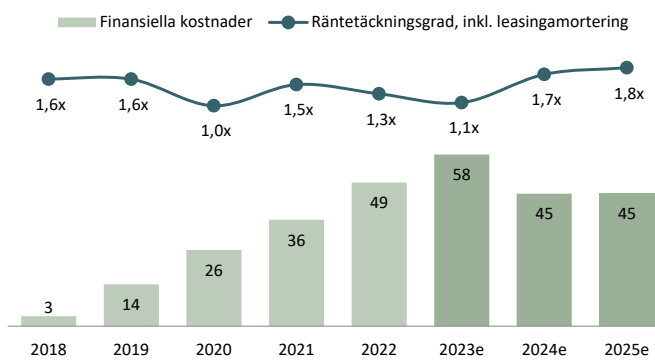
Vår bedömning är att Stockwiks finansiella kostnader "toppar" på 58 mkr i 2023e. Vi räknar med att kostnaderna sjunker till 45 mkr per år under 2024-25e med ett konservativt antagande om 11% i snittränta för de totala räntebärande skulderna. Stockwiks räntetäckningsgrad, inklusive leasingamortering, kommer förbättras avsevärt under 2024-25e, enligt vårt scenario (Figur 60).

Figur 59: Räntebärande nettoskuld, Q2 2023



Källa: Stockwik, EPB

Figur 60: Finansiella kostnader, 2018-25e



Källa: Stockwik, EPB

Kassaflödesgenerering

Stockwiks kassaflödesgenerering och nettoskulsutveckling är centrala i vårt investment case och nyckeldrivare för en högre aktievärdering. Stockwik har byggt en väldiversifierad bolagsportfölj av välskötta, stabila, lönsamma, svenska småbolag som nu måste generera stabila kassaflöden för att successivt minska den finansiella risken och skapa utrymme för framtida bolagsförvärv och värdetillväxt.

Vår analys av Stockwiks kassaflöde (Figur 61) börjar med EBITDA. Vi konstaterar att tillväxten var 7% i snitt per år 2018-22, pro forma, och vi räknar med en stabil tillväxt på 5,3% i snitt per år 2022-25e. Finansnettot förbrukar drygt 60% av EBITDA 2023e, vilket får till följd att kassaflödet förväntas bli -13 mkr. En positiv förändring i rörelsekapitalet på 15 mkr förväntas leda till ett positivt operativt kassaflöde på 2 mkr 2023e.

EBITDA-tillväxt på 15% 2024e och ett förbättrat finansnetto förväntas generera ett operativt kassaflöde på 12 mkr. Det operativa kassaflödet förväntas öka till 26 mkr för 2025e, vilket drivs av fortsatt EBITDA-tillväxt och lägre betald skatt p.g.a. att Stockwik kan börja nyttja skattemässiga underskottsavdrag. Finansnettot konsumerar 42% av EBITDA 2025e.

Nettoskuld/EBITDA är ett viktigt mått för att mäta skuldsättningen i ett bolag och används alltid som ett huvudvillkor vid emittering av obligationslån. Stockwiks obligationsvillkor för nettoskuld/EBITDA är 4,75x från emissionsdagen och ett år framåt. Villkoret sjunker till 4,38x för det andra året och till 4,0x för det tredje och sista året. Vid halvårsskiftet 2023 var Stockwiks nettoskuld/EBITDA 4,4x (388 mkr / 87,5 mkr = 4,4x). Enligt vår prognos för 2023 sjunker förhållandet till 4,2x vid slutet av 2023e (376 mkr / 89 mkr = 4,2x) och till 3,7x 2024e samt 3,3x vid slutet av 2025e (Figur 62).

I nuvarande marknadsklimat med begränsad tillgång till kapital, högre räntor och osäker makromiljö, anser vi att nettoskuld/EBITDA bör komma ner till 2,0-2,5x. Detta för att ge Stockwiks aktieägare en solid finansiell risknivå och ge Stockwiks ledning utrymme för nya investeringar.

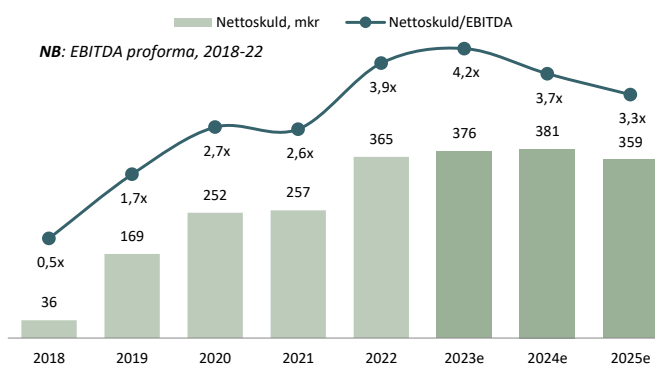
Figur 61: Analys av Stockwiks kassaflöde, 2018-25e

NB: 2018-22, pro forma

Mkr	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
EBITDA	76	97	94	98	93	89	102	108
Finansnetto	-5	-12	-26	-35	-36	-57	-45	-45
Betald skatt	-11	-15	-11	-14	-13	-17	-15	-8
Leasingamortering	0	-8	-12	-15	-21	-27	-26	-25
Övrigt	-1	1	-1	-1	-3	0	0	0
Kassaflöde	58	62	45	32	21	-13	16	30
Δ Rörelsekapital	3	-11	19	-14	-3	15	-4	-4
Operativt kassaflöde	61	52	63	19	17	2	12	26
Capex	-6	-14	-5	-2	4	-4	-4	-4
Periodens kassaflöde	55	37	58	17	21	-2	8	22
Kassakonvertering	73%	38%	62%	17%	23%	-2%	8%	21%

Källa: Stockwik, EPB

Figur 62: Nettoskuld och nettoskuld/EBITDA, 2018-25e



Källa: Stockwik, EPB

Värdering

Vårt motiverade värde är 31-34 kr per aktie. Värdeintervallet bygger på två olika värderingsmetoder:

1. DCF-värdering – stabila kassaflöden genererar ett konservativt värde
2. Relativvärdering – en selektiv jämförelsegrupp av kvalitativa bolag ger stöd för vår målmultipel

DCF-värdering

Stockwiks bolagsportfölj har historiskt, pro forma, haft en stabil försäljningstillväxt om cirka 11% per år och en konsekvent två-siffrig EBITDA-marginal. Vi anser därför att en DCF-värdering av Stockwik är en lämplig värderingsmetod för att bedöma ett motiverat värde för aktien. Vår värdering består av en explicit prognosperiod som sträcker sig tio år framåt och därefter ett terminalvärde.

Vi använder oss av ett avkastningskrav (WACC) på 18% för att diskontera Stockwiks framtida kassaflöden. Avkastningskravet består av en riskfri ränta på 2,5% och en riskpremie på 5,5%. I enlighet med vårt värderingsramverk applicerar vi en småbolagspremie på sex procentenheter, eftersom Stockwiks börsvärde är <500 mkr. Vi adderar en extra riskpremie på fyra procentenheter på grund av Stockwiks höga skuldsättning och därmed en förhöjd finansiell risk. Stockwiks obligationsränta är ca 12% (STIBOR 3 månader +8%), vilket per definition innebär att en aktieinvestor bör kräva en avsevärt högre avkastning, i vårt fall sex procentenheter över långivarnas nivå.

Terminalvärdet står för endast 12% av totalt framräknat företagsvärde. Vi anser att vår värderingsansats är konservativ då merparten av värdet från kassaflöden kommer i närtid snarare än från ett högt terminalvärde. Våra nyckelantaganden för terminalvärdet är en tillväxt på 3% och en EBIT-marginal på 7,0%.

Stockwik sitter på en skattetilgång som värderas till 97 mkr i balansräkningen. Värdet kan härledas från bolagets totala ackumulerade skattemässiga underskott som uppgick till 485 mkr vid halvårsskiftet 2023, dvs. 485 mkr x 20% = 97 mkr. Underskottsavdraget saknar förfallotidpunkt, vilket gör att Stockwik kommer kunna nyttja värdet och förbättra framtida kassaflöden med ca 100 mkr. Underskottsavdragen kan börja nyttjas med början 2025, enligt de svenska skattereglerna. Vi har nuvärdesberäknat de framtida positiva kassaflödeseffekterna och inkluderar värdet på 50 mkr i vår DCF-värdering.

Vår DCF-värdering landar på ett motiverat värde om 34 kr per aktie.

Figur 63: DCF-värdering och antaganden

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	485	Riskenfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	67	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	7,0%
Företagsvärde (EV)	552	Småbolagspremie	6,0%	Terminalvärdets andel av EV	12%
Nettoskuld, senast rapporterad	388	Extra risk-premie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	1,0%
Skattemässiga underskottsavdrag	-50	WACC	18,0%	Capex, % av omsättning	1,0%
Eget kapital	214			Rörelsekapital, % av omsättning	9,2%
Antal utstående aktier, full utspädning	6,3			Skattesats	20,6%
Eget kapital per aktie	33,8				

Källa: EPB

Figur 64: Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			2,0%	4,5%	7,0%	9,5%	12,0%
WACC	17,0%	36,8	37,7	38,5	39,4	40,4	WACC	17,0%	19,4	29,0	38,5	48,1	57,6
	17,5%	34,6	35,3	36,1	36,9	37,8		17,5%	18,1	27,1	36,1	45,1	54,1
	18,0%	32,4	33,1	33,8	34,6	35,4		18,0%	16,9	25,4	33,8	42,3	50,8
	18,5%	30,4	31,0	31,7	32,4	33,1		18,5%	15,7	23,7	31,7	39,7	47,7
	19,0%	28,5	29,1	29,7	30,3	31,0		19,0%	14,6	22,1	29,7	37,2	44,8

Källa: EPB

Relativvärdering

Stockwiks investeringsstrategi är att förvärva högkvalitativa, stabila och lönsamma små och medelstora bolag, dvs. Stockwik ett "förvärvsdrivet" bolag. Därmed är det relevant att jämföra Stockwik med en grupp av svenska förvärvsdrivna bolag för att bestämma ett motiverat värde för aktien och samtidigt vara ett bra komplement till vår DCF-värdering.

Vi har identifierat nio svenska förvärvsdrivna bolag som vi anser vara representativa för en relativvärdering. Den gemensamma nämnaren för bolagen är att de är mogna, välskötta, och har en lång och gedigen historik av framgångsrika bolagsförvärv inom sina respektive nischer.

Vår referensgrupp består av; AddLife, Addtech, Bergman & Beving, Indutrade, Instalco, Lagercrantz, Lifco, Sdiptech, och Volati. Vi noterar att Stockwik är ett ungt och litet bolag jämfört med referensgruppen, men givet Stockwiks långsiktiga strategi och vision anser vi att en jämförelse är relevant och representativ.

Vi vet att Stockwik hämtade mycket inspiration från Addtech och Indutrade när bolaget utformade sin investeringsfilosofi och förvärvsstrategi vid grundandet 2013.

Vi har valt ut två analyser som vi anser fångar upp relativvärderingen på ett bra sätt och ger en god insikt i hur marknaden värderar förvärvsbolagen:

- **EV/EBITA vs. EBITA-marginal** – vilken multipel är marknaden villig att betala för lönsamheten?
- **Nettoskuld/EBITDA vs. EV/EBITDA** – vilken multipel är marknaden villig att betala givet skuldsättningen?

I vår analys använder vi oss av EV-multiplar och marginaler från 2024e (Figur 65 & 66). Vi ser ett tydligt samband i båda analyserna, och vi observerar avvikelser, även om det behövs fler observationer för att nå den statistiska signifikansnivån.

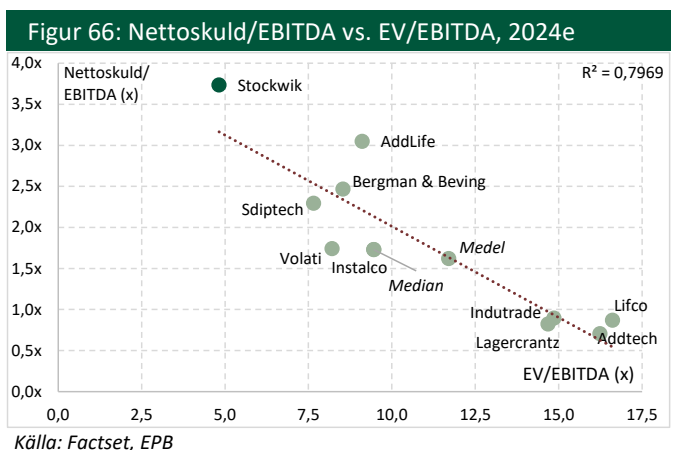
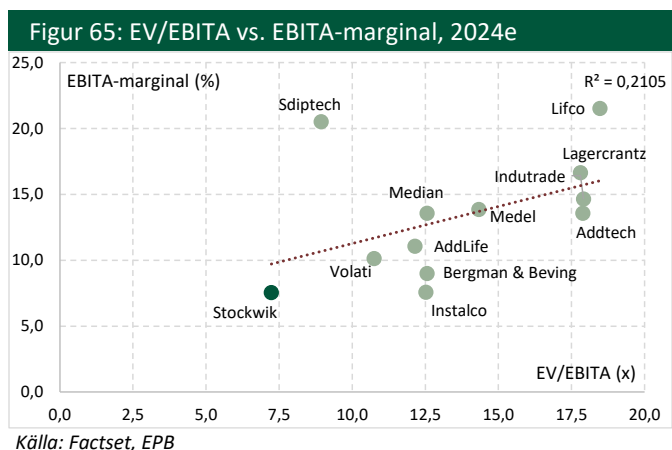
Stockwik sticker ut i båda analyserna med en multipel under trendlinjen och en tydlig avvikelse vad gäller skuldsättningen.

I vår relativvärdering åsätter vi Stockwik en EV/EBITA-målmultipel på 9,0x 2024e, vilket är något under trendlinjen och motsvarar 30% rabatt mot medianvärdet för jämförelsegruppen på 12,6x. Vi diskonterar vår målmultipel med vårt avkastningskrav på 18% och landar på ett motiverat värde om 31 kr per aktie.

Om vi analyserar Figur 66, så ser vi att sambandet mellan skuldsättning och värdering är högt, vilket stödjer vårt argument att en sjunkande skuldsättning är en nyckeldrivare för att skapa värde till Stockwiks ägare i det korta perspektivet.

Stockwik är ett ungt förvärvsbolag som framgångsrikt byggt en väldiversifierad bolagsportfölj, finansierad med en stor andel lånat kapital. Detta reflekteras i Stockwiks höga skuldsättning och därmed en förhöjd finansiell risk som påverkar värderingen av Stockwiks aktie. Stockwiks bolagsportfölj har en stabil och god lönsamhet, vilket kommer tjäna bolaget väl under den nuvarande konjunktturnedgången och ge stöd för en omvärdering av bolagets aktie.

När väl skuldsättningsgraden kommit ner till intervallet 2,0-2,5x i nettoskuld/EBITDA och de finansiella kostnaderna sjunkit till en normal nivå kommer Stockwiks tillväxtresa att ta ny fart. Vår bedömning är att Stockwiks försiktiga och värdebaserade investeringsstrategi har potential att skapa långsiktig värdetillväxt.



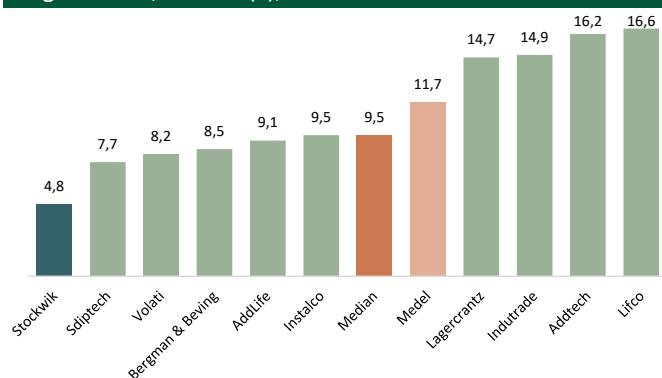
Summering av relativvärdering och jämförelse

Figur 67: EV/EBITDA, EBITDA-marginal, EV/EBITA, EBITA-marginal, Nettoskuld/EBITDA, Nettoskuldsättningsgrad

Bolag	EV/EBITDA (x)			EBITDA-marginal (%)			EV/EBITA (x)			EBITA-marginal (%)			Nettoskuld/EBITDA (x)			Nettoskuldsättningsgrad (x)		
	23	24e	25e	2023	2024	2025	23	24e	25e	2023	2024	2025	23	24e	25e	2023	2024	2025
AddLife	9,5	9,1	8,7	15,1	14,7	14,8	12,3	12,1	11,3	11,6	11,1	11,3	3,6	3,0	2,4	1,0	0,9	0,7
Addtech	16,5	16,2	15,0	15,3	14,9	15,3	18,6	17,9	16,6	13,6	13,6	13,8	1,1	0,7	0,2	0,5	0,3	0,1
Bergman & Beving	8,9	8,5	8,2	13,0	13,2	13,5	13,3	12,6	11,8	8,7	9,0	9,3	2,9	2,5	2,2	0,8	0,7	0,6
Indutrade	15,4	14,9	14,0	17,6	17,6	17,9	18,5	17,9	16,9	14,7	14,6	14,8	1,4	0,9	0,4	0,5	0,3	0,1
Instalco	9,6	9,5	8,7	9,9	10,0	10,5	12,5	12,5	11,3	7,6	7,6	8,1	2,1	1,7	1,0	0,9	0,6	0,4
Lagercrantz	15,1	14,7	14,0	20,2	20,2	20,3	18,2	17,8	16,8	16,8	16,6	16,9	1,2	0,8	0,4	0,6	0,4	0,2
Lifco	16,4	16,6	15,7	24,6	23,9	24,2	18,1	18,5	17,4	22,2	21,5	21,8	1,3	0,9	0,3	0,5	0,3	0,1
Sdipotech	8,8	7,7	7,1	23,1	23,9	24,3	10,3	8,9	8,4	19,6	20,5	20,5	3,1	2,3	1,7	0,8	0,6	0,4
Volati	8,7	8,2	7,5	13,1	13,3	13,6	11,6	10,7	9,7	9,9	10,1	10,6	2,2	1,7	1,3	1,2	0,9	0,7
Medel	12,1	11,7	11,0	16,9	16,9	17,1	14,8	14,3	13,4	13,9	13,8	14,1	2,1	1,6	1,1	0,8	0,5	0,4
Median	9,6	9,5	8,7	15,3	14,9	15,3	13,3	12,6	11,8	13,6	13,6	13,8	2,1	1,7	1,0	0,8	0,6	0,4
Stockwik	5,5	4,8	4,6	10,4	11,3	11,4	9,0	7,2	6,7	6,4	7,5	7,8	4,2	3,7	3,3	1,5	1,5	1,3

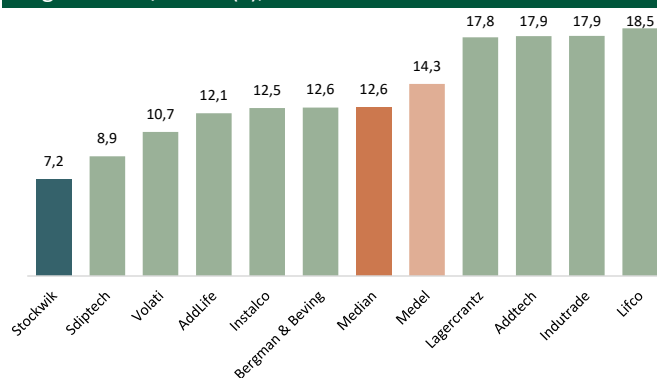
Källa: Factset, EPB

Figur 68: EV/EBITDA (x), 2024e



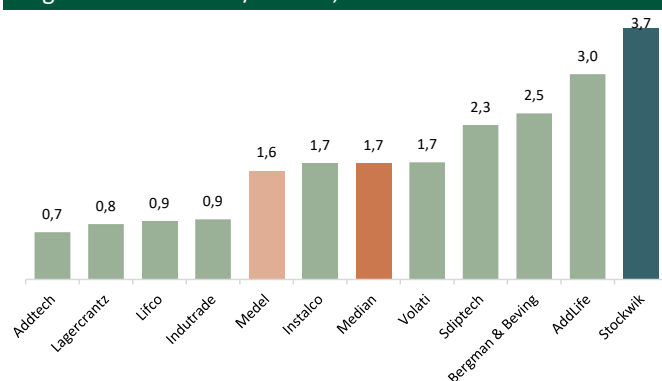
Källa: Factset, EPB

Figur 69: EV/EBITA (x), 2024e



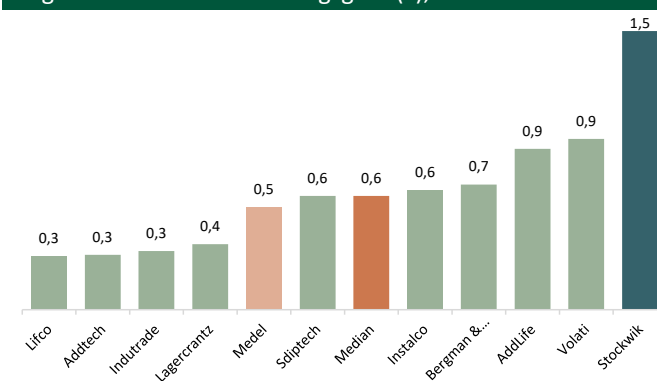
Källa: Factset, EPB

Figur 70: Nettoskuld/EBITDA, 2024e



Källa: Factset, EPB

Figur 71: Nettoskuldsättningsgrad (x), 2024e



Källa: Factset, EPB

ESG-profil

För Stockwik är ESG-relaterade faktorer grundläggande i verksamheten och genomsyras både i organisationskulturen och i investeringsstrategin.

När Stockwik investerar i ett nytt bolag finns ett antal hållbarhetsrelaterade urvalskriterier som är avgörande vid investeringsbeslutet, för att säkerställa att bolaget uppnår Stockwiks hållbarhetspolicy. Genom att investera i bolag som är långsiktiga och har en sund kultur med engagerade människor skapar man värde för både bolaget och Stockwiks aktieägare.

Hållbarhetsarbetet grundas i Stockwiks värderingar, uppförandekod, policyer och ett ramverk för hållbarhet. Dessa implementeras och integreras i verksamheten hos alla dotterbolag genom styrelserepresentation där det ges möjlighet att lyfta och implementera hållbarhetsfrågor i praktiken. Dotterbolagens hållbarhetsarbete följs därefter upp på månadsbasis och i styrelsesammanhang.

I styrelse och ledningsgrupp är fördelningen av män/kvinnor motsvarande 60%/40%. För att främja god styrning ur ett hållbarhetsperspektiv, främjar Stockwik visselblåsarfunktioner samt har en transparent ersättningsstruktur för alla anställda i ledande befattningar, som följs upp av en ersättningskommitté och offentliggörs på koncernens hemsida. Vidare erbjuds incitamentsprogram till säljare och ledande befattningshavare för att främja en samordning av incitamenten inom koncernen.

Sammantaget har Stockwik identifierat fem av FNs 17 globala hållbarhetsmål där bolaget bidrar i en väsentlig omfattning.

Dessa omfattar:

- **Mål 3** - Säkerställa hälsosamma liv och främja välbefinnande i alla åldrar
- **Mål 5** - Uppnå jämställdhet och alla kvinnors och flickors egenmakt
- **Mål 8** - Sträva efter att alla människor ska ha ett arbete med goda arbetsvillkor och främja en inkluderande ekonomisk tillväxt
- **Mål 12** - Främja och säkerställa strukturer för hållbar konsumtion och produktion
- **Mål 13** - Bekämpa klimatförändringarna

Stockwik har delat upp sina portföljbolag i fyra segment (Hälsa, Tjänster, Industri och Fastighetservice) för att kunna utvärdera varje segments hållbarhetsrelaterade utmaningar och möjligheter kopplade till dessa fem globala hållbarhetsmål.

För varje segment är mål formulerade med en tillhörande handlingsplan som följs upp av Stockwik. Målen för de olika segmenten är främst kopplade till att minska verksamhetens miljöpåverkan (mål 13), exempelvis genom att mäta och öka andelen återanvändbart material, och i större utsträckning använda sig av gröna energikällor.

De sociala målsättningarna (bland annat mål 3, 5 och 8) är övergripande för alla segment och portföljbolag, och främjar ett sunt socialt ansvar genom att få de anställda att trivas på jobbet samt skapa en sund företagsamhet.

Stockwik som moderbolag hjälper portföljbolagen att i sin tur införa hållbarhetsrelaterade krav gentemot sina leverantörer och kunder, för att kunna ta ett helhetsansvar för hela värdekedjan, och jobbar därmed aktivt även med mål 12 för att främja en mer hållbar konsumtion och produktion.

Risker

Stockwik har valt en förvävsstrategi som riktar in sig på att investera i bolag som redan uppvisar stabila och positiva kassaflöden inom flertalet branscher och industrier. På så vis minskar bolaget sin finansiella risk och sprider ut riskerna ytterligare genom en branschdiversifierad portfölj. Vidare är det värt att betona att en betydande del av bolagets kunder verkar inom branscher som historiskt sett har visat sig vara mindre påverkade av konjunktursvängningar, där den offentliga sektorn utgör en väsentlig andel. En investering i Stockwik medför dock ett flertal risker förknippade med verksamheten.

Nedan följer ett antal av dessa risker som vi bedömer att investerare bör ta i beaktning före en eventuell investering.

Bolagsförvärv

En affärsmodell som grundar sig i förvärv medför flera väsentliga risker gällande det förvärvade bolaget som investeringsobjekt. Bland annat finns en operationell och finansiell risk att det förvärvade bolaget inte levererar enligt förväntan. Vidare finns även en risk att Stockwik inte lyckas identifiera tillräckligt attraktiva bolag att förvärva.

Finansieringsrisk

Bolagets förvärvsintensiva affärsmodell medför ett stort kapitalbehov. Detta ökar risken för kapitaltillförsel i form av eget kapital och lån om bolaget inte lyckas generera tillräckligt med kapital genom den befintliga verksamheten.

Ränterisk

Den makroekonomiska omvärldsbilden har föranlett en ökad risk för ett stigande ränteläge. Till följd av bolagets väsentligt stora rörliga låneportfölj medför detta en förhöjd risk för högre finansiella kostnader framöver.

Konkurrenter

De underliggande bolag som utgör Stockwiks portfölj verkar inom flera konkurrerande marknader. Sådan konkurrens kan bland annat föranleda prispress och behov av kontinuerliga innovationer för att bibehålla marknadsposition. Detta kan i sin tur påverka försäljning genom lägre försäljningspriser och försäljningsvolymmer.

Konjunktursvängningar och marknadstillväxt

Trots en diversifierad portfölj med bred kundbas finns en risk att portföljbolagens verksamheter påverkas av svängningar i konjunkturen. Vid en eventuell lågkonjunktur finns även en risk att Stockwik inte identifierar intressanta förvärv och kan få det svårare att finansiera dessa.

Ägarbild, Styrelse och Ledning

Ägarbild

Största ägare i Stockwik sett till kapital och röster är styrelseledamot Olof Nordberg med 13,4%. Därefter följer Berenberg Funds med 8,50%, Avanza Pension med 6,64%, styrelseledamot Oskar Lindström med 6,57%. Femte största ägare är Nordnet Pensionsförsäkring med 5,16%.

Styrelse

Stockwiks styrelse består av fem ordinarie stämvalda ledamöter, inklusive styrelseordföranden.

Rune Rinnan – Styrelseordförande

Styrelseordförande sedan 2008, styrelseledamot sedan 2007. Nuvarande styrelseordförande i RR Capital AS, Televenture Capital AS, TeleVenture Management, Wavetrain Systems AS, Franatech AS, Kimberlitt AS, CrayoNano AS, Condalign AS och MossHydro AS. Tidigare styrelseordförande i Eltek AS, Conax AS, Otrum AS, TC Connect AB (nu TCECUR), T Connect AS, Opplysningen AS (1881). Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen och bolagets större aktieägare.

Olof Nordberg – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2010. Nuvarande styrelseordförande i bland annat Aktiebolaget Guns Livsmedel, Ladza Fastigheter AB, Ekerö Intressenter AB (och uppdrag i dotterbolag), 10K Racelodge AB och Funäsdalen Aktivitetsboende AB. Tidigare styrelseordförande i bland annat Jungfrusunds Mark och Sjö entreprenader AB, Jungfrusunds Skärgårdsstad AB och Music on Demand Sweden AB. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Inte oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare.

Oskar Lindström – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2019. Nuvarande styrelseledamot och verkställande direktör i Velocita AB. Styrelsesuppleant i Exencotech AB och Ragdoll Los Angeles AB. Tidigare styrelseledamot i Upplands Motor AB och Upplands Motor Stockholm AB, Slutplattan UBREL 103675 AB, Sign & Image Sweden AB, AdCityMedia AB, BATOSU AB och Brunna Industripartner AB. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen och bolagets större aktieägare.

Ulrika Malmberg Livijn – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2022. Nuvarande grundare och senior konsult på Livijn Advisory AB, styrelseordförande för Coin Securities Services AB, styrelseledamot Sehlhall Fastigheter AB. Tidigare styrelseledamot för Rikshem AB. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen och bolagets större aktieägare.

Kristina Mackintosh – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2023. Nuvarande group CFO Charge Amps AB, tillträder som CFO i Addnote senast februari 2024, styrelseledamot Charge Amps Norge AS, Charge Amps Finland Oy, Charge Amps Netherlands B.V. och Charge Amps UK Ltd. Grundare Mackintosh Consulting AB. Tidigare CFO Lagercrantz Group AB och styrelseledamot i bland annat Truxor Wetland Equipment AB (f.d. Dorotea Mekaniska AB), Kondator AB, Svenska Industriborstar i Västerås AB och Anebyhus AB. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen och bolagets större aktieägare.

Ledning

David Andreasson – VD och medgrundare

VD sedan 2013. Nuvarande styrelseledamot i Protorp Fastigheter AB samt i Vitpilen AB.

Andreas Säfstrand – CFO och bolagsjurist

CFO och bolagsjurist sedan 2014. Nuvarande styrelseledamot i Letec Invest AB, Ystad Drängen Holding AB, Täby Drängen Holding AB, Letec Holding AB. Styrelsesuppleant i Letec Konsulterna AB, Hagby Mark och Fastighetsutveckling Holding AB (och dess dotterbolag).

Johan Fagerlund – Bolagsjurist

Bolagsjurist sedan 2021. Nuvarande ordförande för föreningen Sveriges Bolagsjurister och ledamot av InsureSecs kunskapskommitté.

Eva Näätinen – Controller

Controller sedan 2022. Kandidatexamen i företagsekonomi och Diplomerad Controller.

Minja Lendahl – Controller

Controller sedan 2022. Masterexamen i företagsekonomi vid Uppsala universitet.

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	88	127	346	427	585	765	858	901	944
Övriga rörelseintäkter	0	1	2	5	8	14	11	11	11
Totala intäkter	88	127	348	432	593	779	869	912	955
Kostnad sålda varor	-49	-64	-192	-229	-268	-346	-314	-328	-343
Bruttoresultat	39	64	156	204	325	432	555	584	613
Övriga rörelsekostnader	-39	-58	-125	-167	-256	-349	-466	-482	-505
EBITDA	0	5	31	37	68	83	89	102	108
EBITDA, justerad	0	5	31	37	68	83	89	102	108
Avskrivningar	-1	-1	-12	-17	-22	-27	-34	-34	-34
EBITA, justerad	-2	4	19	20	46	55	55	68	74
EBIT	-4	1	12	11	31	39	41	55	62
EBIT, justerad	-4	1	12	11	31	39	41	55	62
Finansnetto	-2	-3	-14	-25	-30	-39	-57	-45	-45
Resultat före skatt	-5	-3	-2	-14	1	1	-17	10	17
Resultat före skatt, justerad	-5	-3	-2	-14	1	1	-17	10	17
Total skatt	13	20	29	14	-10	3	3	-2	-4
Nettoresultat	7	17	28	0	-9	4	-13	8	14
Nettoresultat, justerad	7	17	28	0	-9	4	-13	8	14
Intäkstillväxt	-	45%	>100%	24%	37%	31%	12%	5%	5%
Bruttomarginal	44,6%	50,2%	45,1%	47,7%	55,6%	56,5%	64,7%	64,8%	64,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	0,5%	3,5%	2,7%	5,2%	5,1%	4,8%	6,1%	6,6%
EPS, justerad	1,92	3,85	6,51	0,09	-1,56	0,61	-2,10	1,26	2,14
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	69%	-99%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	70%

Källa: Stockwik, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-4	1	12	11	31	39	41	55	62
Övriga kassaflödesposter	3	1	-6	-3	-8	-8	-26	-13	-6
Förändringar i rörelsekapital	1	-1	4	10	-14	-6	15	-4	-4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	0	10	18	6	26	30	38	52
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-1	-2	-2	-1	-3	-4	-4	-4
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	1	0	1	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-1	-1	-1	-2	-1	-3	-4	-4	-4
Fritt kassaflöde	-1	-1	1	5	-11	1	-2	8	22
Förvärv och avyttringar	0	-18	-76	-62	-94	-99	-9	-13	0
Nyemission / återköp	0	0	0	14	143	3	0	0	0
Förändring av skulder	-2	22	91	111	67	60	-109	0	0
Övriga poster	0	0	-8	-13	-21	-21	-27	-26	-25
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-2	4	7	50	95	-57	-145	-39	-25
Kassaflöde	-3	2	7	55	84	-56	-147	-31	-3
Nettoskuld	19	36	169	252	257	365	376	381	359

Källa: Stockwik, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	17	38	129	203	283	352	352	352	352
Övriga immateriella tillgångar	5	8	28	69	87	104	90	77	65
Materiella anläggningstillgångar	4	4	9	10	21	24	33	46	46
Övriga anläggningstillgångar	20	37	82	96	101	114	112	108	103
Summa anläggningstillgångar	45	86	248	378	492	594	587	583	566
Varulager	0	0	17	22	33	57	51	54	57
Kundfordringar	9	16	56	70	94	104	94	99	104
Övriga omsättningstillgångar	7	7	7	14	20	25	25	25	25
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	3	19	87	187	153	33	28	50
Summa omsättningstillgångar	17	27	100	192	334	339	203	206	235
SUMMA TILLGÅNGAR	62	113	347	570	825	932	790	788	801
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	27	48	93	119	254	261	248	256	269
Summa eget kapital	27	48	93	119	254	261	248	256	269
Långfristiga räntebärande skulder	10	26	160	313	385	12	348	348	348
Långfristiga leasingkulder	0	0	8	11	21	26	26	26	26
Övriga långfristiga skulder	1	4	1	2	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	11	30	170	326	406	38	373	373	373
Kortfristiga räntebärande skulder	10	13	12	4	24	457	12	12	12
Leverantörsskulder	5	8	30	50	53	67	67	70	74
Kortfristiga leasingkulder	0	0	8	11	14	23	23	23	23
Övriga kortfristiga skulder	9	14	35	61	74	87	66	54	50
Summa kortfristiga skulder	24	35	85	126	166	634	169	159	159
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	62	113	347	570	825	932	790	788	801

Källa: Stockwik, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	45%	>100%	24%	37%	31%	12%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	20%	84%	21%	7%	15%	6%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-7%	>100%	28%	4%	35%	13%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	69%	-99%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	70%
Bruttomarginal	44,6%	50,2%	45,1%	47,7%	55,6%	56,5%	64,7%	64,8%	64,9%
EBITDA-marginal	Neg.	4,3%	8,9%	8,7%	11,7%	10,8%	10,4%	11,3%	11,4%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	4,3%	8,9%	8,7%	11,7%	10,8%	10,4%	11,3%	11,4%
EBIT-marginal	Neg.	0,5%	3,5%	2,7%	5,2%	5,1%	4,8%	6,1%	6,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	0,5%	3,5%	2,7%	5,2%	5,1%	4,8%	6,1%	6,6%
Vinst-marginal, justerad	8,2%	13,6%	7,9%	0,1%	Neg.	0,5%	Neg.	0,9%	1,4%

Källa: Stockwik, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	46%	39%	0%	Neg.	1%	Neg.	3%	5%
ROCE, justerad	Neg.	1%	7%	3%	6%	7%	6%	8%	9%
ROIC, justerad	Neg.	1%	7%	4%	7%	7%	7%	9%	10%

Källa: Stockwik, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	0%	0%	5%	5%	5%	7%	6%	6%	6%
Kundfordringar / totala intäkter	10%	12%	16%	16%	16%	13%	11%	11%	11%
Leverantörsskulder / KSV	10%	12%	16%	22%	20%	19%	21%	21%	21%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	27%	29%	27%	32%	32%	91%	22%	20%	19%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	1%	5%	-1%	3%	4%	4%	6%	6%
Kapitalomsättningshastighet	1,9x	1,5x	1,2x	0,9x	0,8x	1,0x	1,3x	1,4x	1,4x

Källa: Stockwik, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	19	36	169	252	257	365	376	381	359
Soliditet	43%	42%	27%	21%	31%	28%	31%	32%	34%
Nettoskulsättningsgrad	0,7x	0,8x	1,8x	2,1x	1,0x	1,4x	1,5x	1,5x	1,3x
Nettoskuld / EBITDA	-48,0x	6,6x	5,5x	6,8x	3,8x	4,4x	4,2x	3,7x	3,3x

Källa: Stockwik, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	1,92	3,85	6,51	0,09	-1,56	0,61	-2,10	1,26	2,14
EPS, justerad	1,92	3,85	6,51	0,09	-1,56	0,61	-2,10	1,26	2,14
FCF per aktie	-0,32	-0,29	0,14	1,00	-1,85	0,16	-0,28	1,29	3,54
Eget kapital per aktie	-	-	-	-	-	41,4	39,3	40,5	42,7
Antal aktier vid årets slut, m	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6,31	6,31	6,31	6,31
Antal aktier efter utspädning, snitt	3,75	4,47	4,22	4,58	5,72	6,18	6,31	6,31	6,31

Källa: Stockwik, EPB

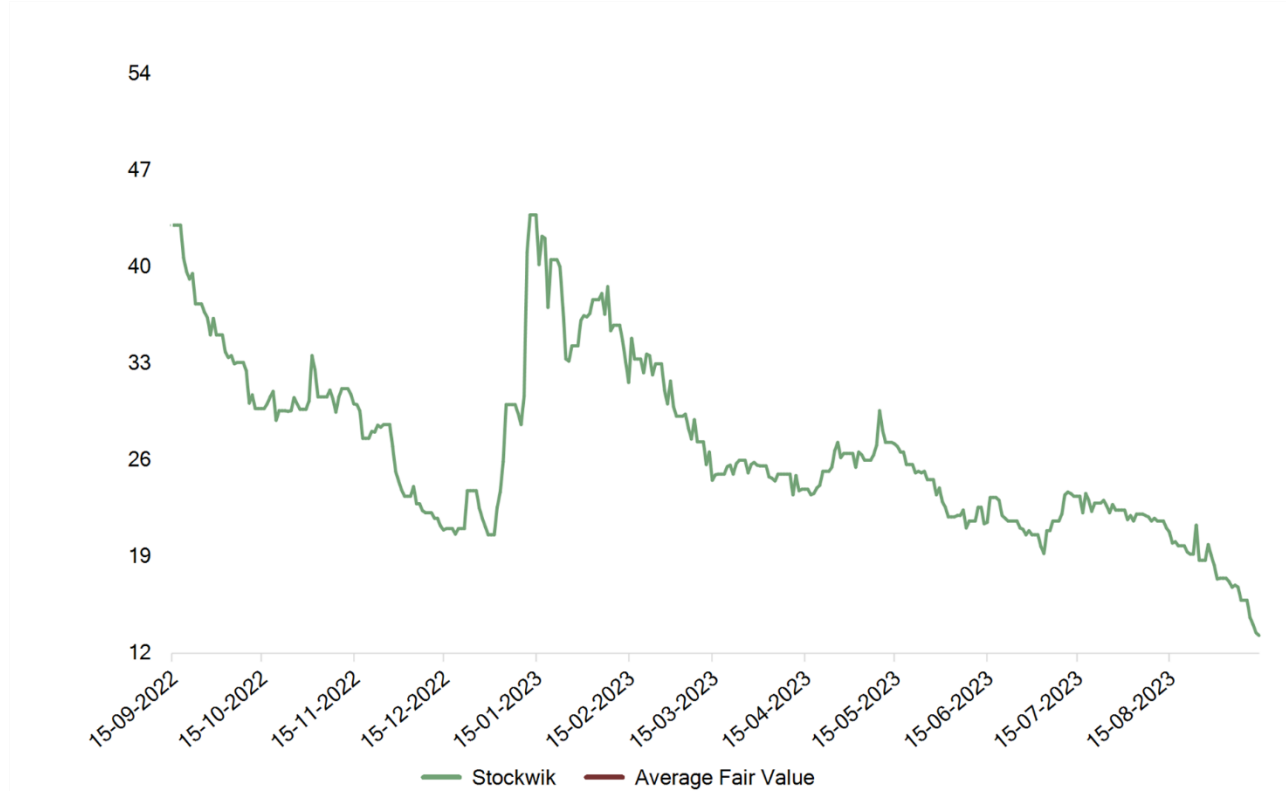
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	0,0x	0,0x	5,1x	1 024,6x	Neg.	33,3x	Neg.	10,5x	6,2x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,5x	0,3x	0,3x	0,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	231,8x	89,1x	Neg.	126,7x	Neg.	10,2x	3,7x
FCF-yield	Neg.	Neg.	0%	1%	Neg.	1%	Neg.	10%	27%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/Sales	0,2x	0,3x	0,9x	1,6x	1,4x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	6,7x	10,1x	18,8x	12,0x	6,0x	5,3x	4,6x	4,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	59,9x	25,5x	61,3x	26,9x	12,6x	11,6x	8,6x	7,6x
EV	19	36	311	699	823	494	471	471	471
Aktiekurs	0,0	0,0	33,0	89,4	91,9	20,5	13,2	13,2	13,2

Källa: Stockwik, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Stockwik (STWK SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informations syfte, 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.

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 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