



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Handelsbolag & Distribution | Sverige | 13 november 2023

## Stockwik

### Q3 signalerar stabilitet och förmåga att förbättra lönsamheten

#### Q3-resultatet indikerar stabilitet i verksamheten

Nettoomsättningen sjönk med 4,1% till 173,3 mkr (180,7) drivet av en organisk minskning på 9,7% som till viss del kompenseras av en positiv förvärvstillväxt på 5,6%. EBITDA ökade med 4% till 20,1 mkr (19,3), men EBITA sjönk med 18,7% till 9,9 mkr (12,1). EBITDA-marginalen steg till 11,6% (10,7%) och EBITA-marginalen sjönk till 5,7% (6,7%). Vi ser det som positivt att EBITDA R12m låg på en stabil nivå på 87 mkr, vilket indikerar på en styrka i verksamheten. Vårt EBITDA-estimat för helåret 2023 ligger på 89 mkr och indikerar en stark avslutning på 2023.

#### Stigande nettoskuld drivet av säsongseffekt

Nettoskulden ökade med 28 mkr till 415,7 mkr (388,1) q/q drivet av en stigande rörelsekapitalbindning. Detta är en normal säsongseffekt eftersom det fjärde kvartalet är det starkaste kvartalet för däckverksamheten och vi räknar med minst 30 mkr i positivt kassaflöde under Q4'23. Justerat EBITDA proforma enligt obligationsvillkoren uppgår till 94,6 mkr och ger en ND/EBITDA på 4,4x. Vår bedömning är att risken är obetydlig för att obligationsvillkoret på 4,75x bryts. Q4 är ett säsongsmässigt starkt kvartal och i förening med kostnadsbesparingar ser vi en god avslutning på 2023. Ytterligare kostnadsbesparingar om 10 mkr har identifierats och kommer implementeras under 2024.

#### Stabila kassaflöden minskar successivt finansiell risk

Stockwiks höga skuldsättning och finansieringskostnad 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 355 mkr 2025e, motsvarande ND/EBITDA på 3,3x i slutet av 2025. Vi lämnar våra vinstestimat oförändrade för 2023-25 och upprepar vårt motiverade värde på 31-34 kr.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	31,0 - 34,0 SEK
Totala intäkter	-5,1%	-5,1%	-4,9%	Totala intäkter	779	825	866	909	Aktiekurs	11,6 SEK
EBITDA, just.	-0,1%	0,0%	0,0%	Tillväxt	31%	6%	5%	5%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-17,9%	-0,2%	-0,1%	EBITDA, just.	83	89	102	108	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	39	42	56	63		
Q4 - rapport	16 februari 2024			EPS, just.	0,6	-2,5	1,3	2,1	<b>Intressekonflikter</b>	
Q1 - rapport	15 maj 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	70%	Yes No	
<b>Bolagsfakta (mSEK)</b>				EK/aktie	41,4	38,9	40,1	42,3	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	6,3m			EBIT-marginal	5,1%	5,1%	6,6%	7,0%	Certified adviser	✓
Börsvärde	73			ROE, just.	1,5%	Neg.	3,2%	5,2%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	416			ROCE, just.	6,7%	5,9%	8,4%	9,3%		
EV	489			EV/Sales	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x		
Free float	72%			EV/EBITDA	6,0x	5,5x	4,8x	4,5x		
Daglig handelsvolym, snitt	18k			EV/EBIT	12,6x	11,7x	8,7x	7,8x		
Bloomberg Ticker	STWK SS EQUITY			P/E, just.	33,3x	-4,7x	9,2x	5,4x		
<b>Analytiker</b>				P/EK	0,5x	0,3x	0,3x	0,3x		
Mathias Carlson				FCF yield	1%	-2%	17%	29%		
mathias.carlson@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	4,4x	4,2x	3,7x	3,3x		

## 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 endast förväntar oss små, eller inga förvärv under det kommande året. Vår uppskattning är att en sjunkande skuldsättning är en nyckel drivare 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 355 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

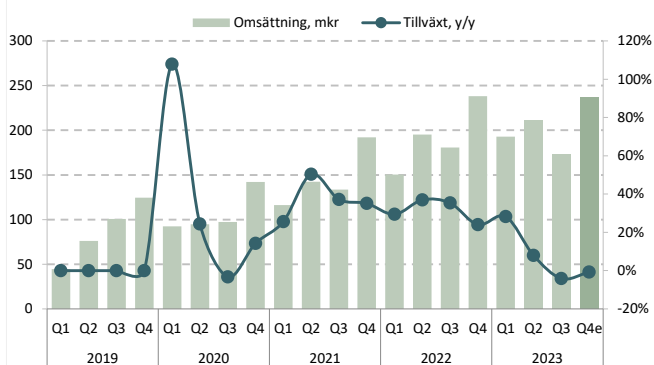
Stockwik grundades i december 2013 och investerar i högkvalitativa, ägarledda bolag med visionen att ge sina aktieägare en välbalanserad exponering mot svenskt högkvalitativt entreprenörskap. Investeringarna fokuseras på svenska små och medelstora bolag med historiskt stabila intäkter och god lönsamhet. 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) Fastighetsservice. 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.

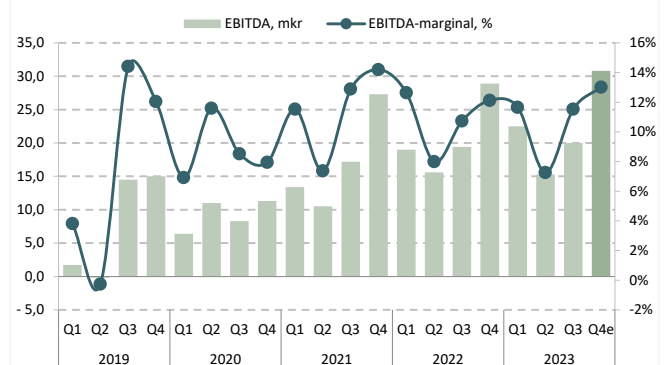
## Kvartalet i bilder

### Nettoomsättning per kvartal



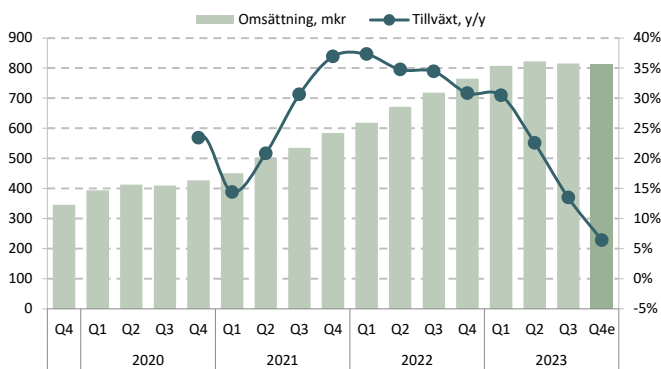
Källa: Stockwik, EPB

### EBITDA per kvartal



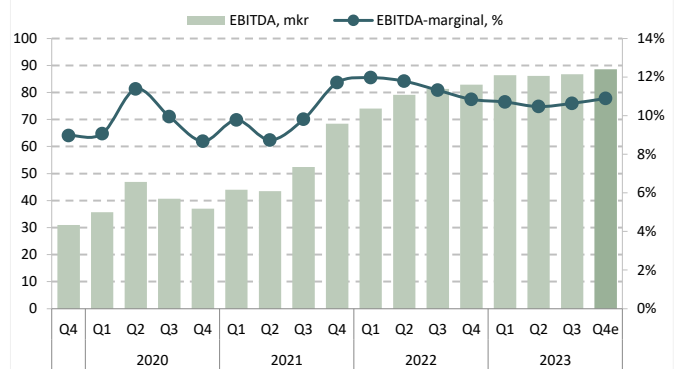
Källa: Stockwik, EPB

### Nettoomsättning per kvartal, R12m



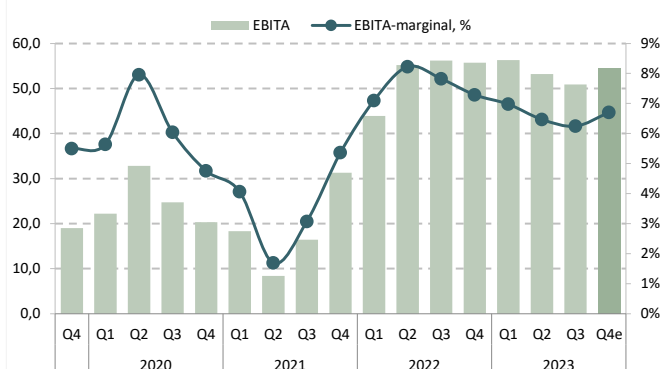
Källa: Stockwik, EPB

### EBITDA och EBITDA-marginal per kvartal, R12m



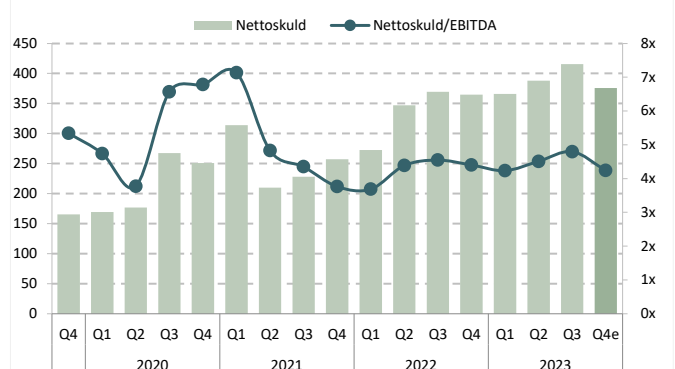
Källa: Stockwik, EPB

### EBITA och EBITA-marginal per kvartal, R12m



Källa: Stockwik, EPB

### Nettoskuld och Nettoskuld/EBITDA, R12m



Källa: Stockwik, EPB

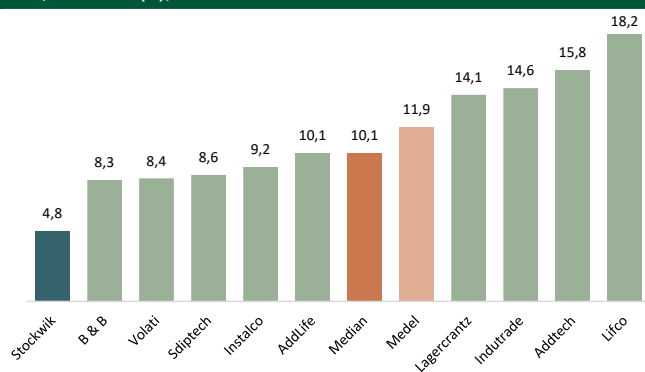
## Värdering

### Relativvärdering

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

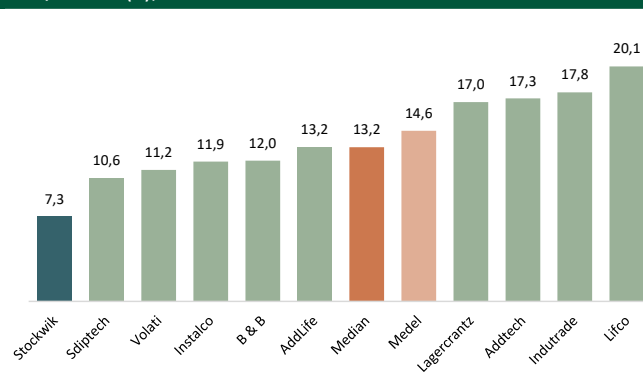
Källa: Factset, EPB

### EV/EBITDA (x), 2024e



Källa:

### EV/EBITA (x), 2024e



Källa:

### DCF-värdering och antaganden

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
499	2,5%	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Risikpremie	Långsiktig EBIT-marginal
66	5,5%	7,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	Småbolagspremie	Terminalvärdets andel av EV
<b>565</b>	6,0%	12%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Avskrivningar, % av omsättning
416	4,0%	1,0%
Skattemässiga underskottsavdrag	<b>WACC</b>	Capex, % av omsättning
-50	<b>18,0%</b>	1,0%
<b>Eget kapital</b>		Rörelsekapital, % av omsättning
<b>199</b>		9,2%
Antal utstående aktier, full utspädning		Skattesats
6,3		20,6%
<b>Eget kapital per aktie</b>		
<b>31,6</b>		

Källa: EPB

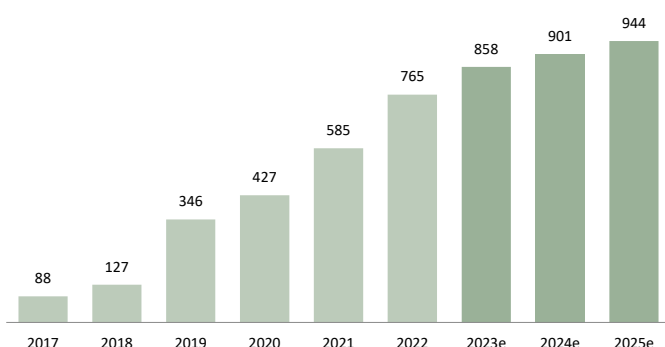
### DCF - Känslighetsanalys

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	
16,0%	39,3	40,3	41,4	42,5	43,7	16,0%	37,1	39,2	41,4	43,5	45,6
17,0%	34,5	35,3	36,1	37,1	38,0	17,0%	32,4	34,3	36,1	38,0	39,9
<b>WACC</b> 18,0%	30,2	30,9	<b>31,6</b>	32,3	33,1	<b>WACC</b> 18,0%	28,2	29,9	<b>31,6</b>	33,2	34,9
19,0%	26,4	26,9	27,5	28,2	28,8	19,0%	24,5	26,0	27,5	29,0	30,5
21,0%	19,8	20,2	20,7	21,1	21,6	21,0%	18,2	19,5	20,7	21,9	23,1

Källa: EPB

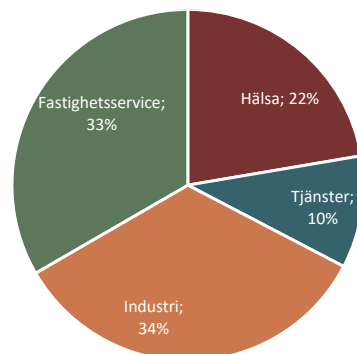
## Investment case i bilder

### Nettoomsättning, mkr, 2017-25e



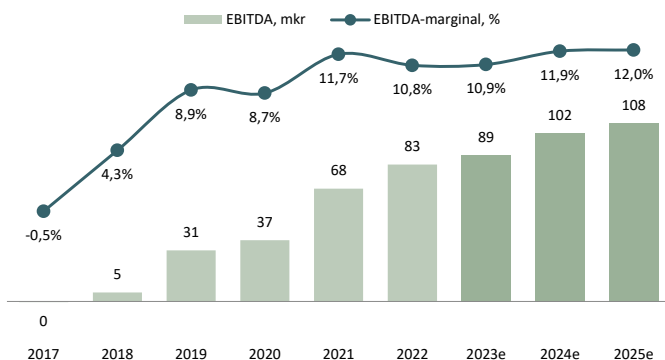
Källa: Stockwik, EPB

### Omsättning per affärsområde, R12m



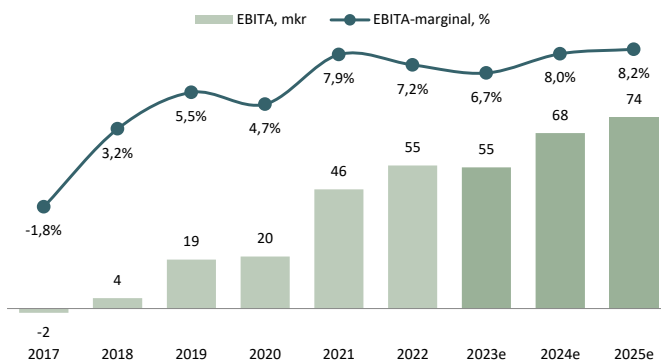
Källa: Stockwik, EPB

### EBITDA, 2017-25e



Källa: Stockwik, EPB

### EBITA, 2017-25e



Källa: Stockwik, EPB

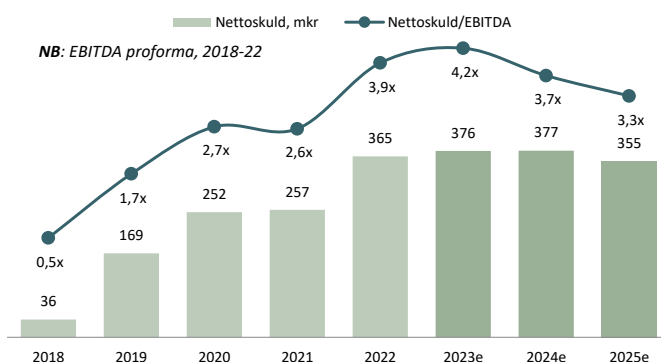
### Kassaflödesanalys, 2018-25e

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	-61	-46	-46
Betald skatt	-11	-15	-11	-14	-13	-17	-10	-8
Leasingamortering	0	-8	-12	-15	-21	-27	-26	-25
Övrigt	-1	1	-1	-1	-3	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>58</b>	<b>62</b>	<b>45</b>	<b>32</b>	<b>21</b>	<b>-17</b>	<b>20</b>	<b>29</b>
Δ Rörelsekapital	3	-11	19	-14	-3	19	-4	-4
<b>Operativt kassaflöde</b>	<b>61</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>2</b>	<b>16</b>	<b>25</b>
Capex	-6	-14	-5	-2	4	-4	-4	-4
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>55</b>	<b>37</b>	<b>58</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>-2</b>	<b>12</b>	<b>21</b>
Kassakonvertering	73%	38%	62%	17%	23%	-2%	12%	20%

Källa: Stockwik, EPB

### Nettoskuld/EBITDA, 2018-25e



Källa: Stockwik, EPB

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	88	127	346	427	585	765	814	855	898
Övriga rörelseintäkter	0	1	2	5	8	14	11	11	11
<b>Totala intäkter</b>	88	127	348	432	593	779	825	866	909
Kostnad sålda varor	-49	-64	-192	-229	-268	-346	-309	-323	-338
<b>Bruttoresultat</b>	39	64	156	204	325	432	516	543	570
Övriga rörelsekostnader	-39	-58	-125	-167	-256	-349	-427	-441	-462
<b>EBITDA</b>	0	5	31	37	68	83	89	102	108
<b>EBITDA, justerad</b>	0	5	31	37	68	83	89	102	108
Avskrivningar	-1	-1	-12	-17	-22	-27	-34	-34	-34
<b>EBITA, justerad</b>	-2	4	19	20	46	55	55	68	74
<b>EBIT</b>	-4	1	12	11	31	39	42	56	63
<b>EBIT, justerad</b>	-4	1	12	11	31	39	42	56	63
Finansnetto	-2	-3	-14	-25	-30	-39	-61	-46	-46
<b>Resultat före skatt</b>	-5	-3	-2	-14	1	1	-20	10	17
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-5	-3	-2	-14	1	1	-20	10	17
Total skatt	13	20	29	14	-10	3	4	-2	-4
<b>Nettoresultat</b>	7	17	28	0	-9	4	-16	8	14
<b>Nettoresultat, justerad</b>	7	17	28	0	-9	4	-16	8	14
Intäkstillväxt	-	45%	>100%	24%	37%	31%	6%	5%	5%
Bruttomarginal	44,6%	50,2%	45,1%	47,7%	55,6%	56,5%	63,4%	63,5%	63,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	0,5%	3,5%	2,7%	5,2%	5,1%	5,1%	6,6%	7,0%
EPS, justerad	1,92	3,85	6,51	0,09	-1,56	0,61	-2,47	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	42	56	63
Övriga kassaflödesposter	3	1	-6	-3	-8	-8	-31	-10	-8
Förändringar i rörelsekapital	1	-1	4	10	-14	-6	19	-4	-4
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-1	0	10	18	6	26	30	42	51
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
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-1	-1	-1	-2	-1	-3	-4	-4	-4
<b>Fritt kassaflöde</b>	-1	-1	1	5	-11	1	-2	12	21
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	-98	0	0
Övriga poster	0	0	-8	-13	-21	-21	-27	-26	-25
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	-2	4	7	50	95	-57	-134	-39	-25
<b>Kassaflöde</b>	-3	2	7	55	84	-56	-136	-27	-4
<b>Nettoskuld</b>	19	36	169	252	257	365	376	377	355

Källa: Stockwik, EPB

## Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	17	38	129	203	283	352	352	352	352
Övriga immateriella tillgångar	5	8	28	69	87	104	91	79	68
Materiella anläggningstillgångar	4	4	9	10	21	24	33	46	46
Övriga anläggningstillgångar	20	37	82	96	101	114	112	108	103
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>45</b>	<b>86</b>	<b>248</b>	<b>378</b>	<b>492</b>	<b>594</b>	<b>588</b>	<b>585</b>	<b>569</b>
Varulager	0	0	17	22	33	57	49	51	54
Kundfordringar	9	16	56	70	94	104	89	94	99
Övriga omsättningstillgångar	7	7	7	14	20	25	25	25	25
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	3	19	87	187	153	44	43	65
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>17</b>	<b>27</b>	<b>100</b>	<b>192</b>	<b>334</b>	<b>339</b>	<b>207</b>	<b>213</b>	<b>242</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>62</b>	<b>113</b>	<b>347</b>	<b>570</b>	<b>825</b>	<b>932</b>	<b>795</b>	<b>798</b>	<b>811</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	27	48	93	119	254	261	245	253	267
<b>Summa eget kapital</b>	<b>27</b>	<b>48</b>	<b>93</b>	<b>119</b>	<b>254</b>	<b>261</b>	<b>245</b>	<b>253</b>	<b>267</b>
Långfristiga räntebärande skulder	10	26	160	313	385	12	359	359	359
Långfristiga leasingkulder	0	0	8	11	21	26	26	26	26
Övriga långfristiga skulder	1	4	1	2	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>11</b>	<b>30</b>	<b>170</b>	<b>326</b>	<b>406</b>	<b>38</b>	<b>385</b>	<b>385</b>	<b>385</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	10	13	12	4	24	457	12	12	12
Leverantörsskulder	5	8	30	50	53	67	63	67	70
Kortfristiga leasingkulder	0	0	8	11	14	23	23	23	23
Övriga kortfristiga skulder	9	14	35	61	74	87	66	58	54
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>24</b>	<b>35</b>	<b>85</b>	<b>126</b>	<b>166</b>	<b>634</b>	<b>165</b>	<b>160</b>	<b>159</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>62</b>	<b>113</b>	<b>347</b>	<b>570</b>	<b>825</b>	<b>932</b>	<b>795</b>	<b>798</b>	<b>811</b>

Källa: Stockwik, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	45%	>100%	24%	37%	31%	6%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	20%	84%	21%	7%	15%	6%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-7%	>100%	28%	6%	34%	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%	63,4%	63,5%	63,5%
EBITDA-marginal	Neg.	4,3%	8,9%	8,7%	11,7%	10,8%	10,9%	11,9%	12,0%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	4,3%	8,9%	8,7%	11,7%	10,8%	10,9%	11,9%	12,0%
EBIT-marginal	Neg.	0,5%	3,5%	2,7%	5,2%	5,1%	5,1%	6,6%	7,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	0,5%	3,5%	2,7%	5,2%	5,1%	5,1%	6,6%	7,0%
Vinst-marginal, justerad	8,2%	13,6%	7,9%	0,1%	Neg.	0,5%	Neg.	0,9%	1,5%

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%	21%	20%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	1%	5%	-1%	3%	4%	4%	5%	6%
Kapitalomsättningshastighet	1,9x	1,5x	1,2x	0,9x	0,8x	1,0x	1,2x	1,3x	1,3x

Källa: Stockwik, EPB

## Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	19	36	169	252	257	365	376	377	355
Soliditet	43%	42%	27%	21%	31%	28%	31%	32%	33%
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	-2,47	1,26	2,14
EPS, justerad	1,92	3,85	6,51	0,09	-1,56	0,61	-2,47	1,26	2,14
FCF per aktie	-0,32	-0,29	0,14	1,00	-1,85	0,16	-0,27	1,96	3,38
Eget kapital per aktie	-	-	-	-	-	41,4	38,9	40,1	42,3
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

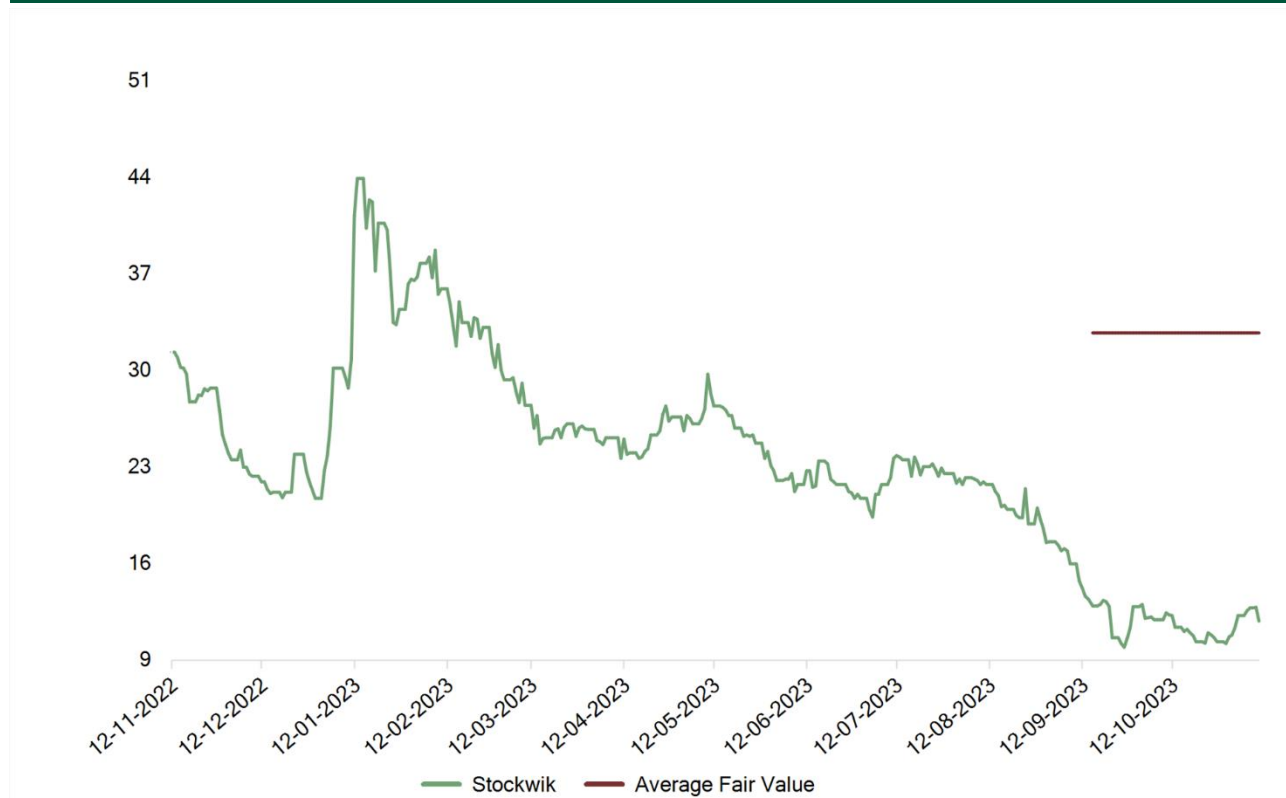
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	0,0x	0,0x	5,1x	1 024,6x	Neg.	33,3x	Neg.	9,2x	5,4x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,5x	0,3x	0,3x	0,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	231,8x	89,1x	Neg.	126,7x	Neg.	5,9x	3,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	0%	1%	Neg.	1%	Neg.	17%	29%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,2x	0,3x	0,9x	1,6x	1,4x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	6,7x	10,1x	18,8x	12,0x	6,0x	5,5x	4,8x	4,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	59,9x	25,5x	61,3x	26,9x	12,6x	11,7x	8,7x	7,8x
EV	19	36	311	699	823	494	489	489	489
Aktiekurs	0,0	0,0	33,0	89,4	91,9	11,6	11,6	11,6	11,6

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 informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

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

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

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 kraftigt 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 informations spridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

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

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

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

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM  
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)