



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 24 August 2020

## Aino Health

### Stärker balansräkningen

#### COVID-19 bromsar fortsatt tillväxten

Omsättningen steg till 6,0 mkr (5,7 mkr) men var 13% under vår förväntan om 7,0 mkr. Avvikelsen ligger i låg nykundsrekrytering. Antal licenstagare steg blygsamt till 50 000 (48 000) vilket var under vår förväntan. Bolaget uppger att marknaden har varit trög under sommaren men att det ser något ljusare ut under hösten. Bolaget har skurit ned på sin kostnadsmassa vilket ledde till att EBIT stärktes något y/y.

#### Tar in ca 16 mkr i en företrädesemission

Den pågående pandemin har bromsat nyförsäljningen i sådan utsträckning att nytt kapital behövs för att följa den planerade tillväxtstrategin. För att ytterligare sänka kostnader planerar Aino att minska personalstyrkan samt sänka lönen för VD och CFO med 40% fram till dec 2021. Emissionen är garanterad till 100% utan ersättning av två befintliga aktieägare, Filip Engelbert och Jonas Nordlander.

#### Tvingas blicka in i 2021e för att hitta tillväxt

COVID-19 tvingar oss att sänka försäljningsestimaten 2020 med ytterligare 11%. Drivet av kostnadsänkningarna bedömer vi dock att bolaget kommer vara kassaflödesneutralt under början av 2021. Med en ny organisationsstruktur på plats tillsammans med stärkt balansräkning bedömer vi att bolaget kommer accelerera försäljningen under nästa år. Aktien är fortsatt undervärderad enligt oss

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	6.00 - 6.50	
EPS, just 20e	-0.92	-0.8	16.1%	Sales,m	26	26	53	97	Current price	2.36
EPS, just 21e	0.03	0.93	-96.7%	Sales Growth	24.0%	1.5%	100.0%	85.0%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	0.73	1.64	-55.6%	EBITDA, m	(12.6)	(10.6)	4.6	18.6	Kurspotential	High
				EBIT, m	(14.9)	(13.6)	1.6	15.6		
				EPS, adj	(0.99)	(0.92)	0.03	0.73		
				EPS Growth	(28.4)%	(6.7)%	(103.3)%	2,258.0%		
				Equity/Share	0.9	0.9	1.0	1.7		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(57.5)%	(51.8)%	3.0%	16.0%		
				ROE (%)	(109.0)%	(99.7)%	3.2%	43.2%		
				ROCE	(126.4)%	(117.4)%	10.8%	145.3%		
				EV/Sales	1.53x	1.51x	0.75x	0.41x		
				EV/EBITDA	(3.1)x	(3.7)x	8.6x	2.1x		
				EV/EBIT	(2.7)x	(2.9)x	24.9x	2.5x		
				P/E, adj	(2.4)x	(2.6)x	76.5x	3.2x		
				P/Equity	2.6x	2.5x	2.5x	1.4x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(8.4)%	(33.5)%	(3.6)%	38.3%		
				Net Debt/EBITDA	0.0g	0.7g	(1.5)g	(0.2)g		
<b>Kommande händelser</b>							<b>Kursutveckling 12 mån</b>			
Q3 rapport	30 okt 2020									
-										
-										
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>							<b>Analytiker</b>			
Antal aktier	15.9m						johan.lochen@penser.se			
Market cap	38						Analysavdelningen			
Nettoskuld	2									
EV	40									
Free Float	85.00%									
Avg. No. of Daily Traded Sh.	26.0(k)									
Reuters/Bloomberg	AINO ST/AINO SS									



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 24 August 2020

# Sammanfattning

## Stärker balansräkningen

### Investment Case

Aino Health verkar inom Corporate Health Management (CHM), det vill säga produkter och tjänster som hjälper ledningspersoner att stödja medarbetarna så att de mår fysiskt och psykiskt väl och går till jobbet med lätta steg. Det handlar främst om att minska sjukfrånvaron och höja arbetsmotivationen genom förebyggande åtgärder, det vill säga produkter och tjänster som totalt sett såväl anställda, ledning och ägare vinner på. Bolaget startade 1994 och är idag verksam i Finland, Sverige samt Tyskland. Vi ser hög potential i aktien men till hög risk då bolaget fortfarande har en del att bevisa.

### Bolags profil

Ainos digitaliserade lösningar är utformade för att förstå de underliggande orsakerna till sjukfrånvaro så att relaterade orsaker tidigt kan identifieras och åtgärdas vilket snabbt resulterar i förbättrade resultat i den dagliga verksamheten genom att de anställdas hälsa, välbefinnande och säkerhet sätts i fokus. Det pågår en snabb förflyttning från reaktiva åtgärder, när problem med sjukfrånvaro och bristande engagemang på arbetsplatser uppstår, till att arbeta med förebyggande åtgärder på ett kontinuerligt och professionellt sätt. Idag utgörs ca 80% av alla aktiviteter inom CHM av åtgärder när en medarbetare blivit sjuk eller varit frånvarande en längre tid. Endast 20% är förebyggande. Den trenden bedömer Aino kommer vända och att de proaktiva åtgärderna kommer öka till ca 50% inom några år. Humankapitalet är viktigt idag och kommer att bli ännu viktigare framöver. På kort sikt fokuserar just nu hela Aino Healths organisation på att skapa nya affärer och leveranser, primärt på de två nya marknaderna Sverige och Tyskland.

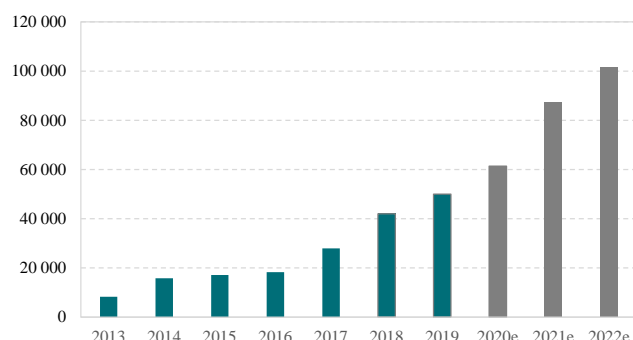
### Värdering

Vi ser fortsatt potential för en uppvärdering av bolaget drivet av 1) licensexpansion inom befintliga kunder (ArcelorMittal, Transcom, mm), 2) ökad licenstillväxt drivet av samarbetspartners, och 3) en potentiell affär med ett stort internationellt bolag under året. Bolaget värderas fortsatt på låga multiplar, jämfört med peers inom sektorn (SaaS-lösningar inom Human Capital) som handlas till en EV/Sales-multipel över 5,0x för 2021e. Därför ser vi fortsatt en hög potential i aktien till en hög risk.

### Motiverat värde

6,0-6,5 kr per aktie

## Akkumulerat antal licenser av HealthManager



## Aktiestruktur, ledning

Största aktieägare	Röster	Aktier
Jyrki Eklund	11,20%	11,20%
Filip Engelbert	5,80%	5,80%
Jonas Nordlander	5,80%	5,80%
Jochen Saxelin	3,20%	3,20%
Övriga	74,00%	74,00%

Ordförande	Tanja Ilic
Verkställande direktör	Jyrki Eklund
Finansdirektör	Jochen Saxelin
Investerarkontakt	Jyrki Eklund
Hemsida	aino.com

## Resultaträkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	0,0	0,0	6,3	19,3	20,9	25,9	26,3	52,6	97,3
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära intäkter									
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0	-2,6	-1,1	-1,7	-1,3	-5,3	-14,6
Bruttovinst	0,0	0,0	6,3	16,7	19,8	24,2	25,0	47,3	82,7
Försäljningskostnader	0,0	0,0	-11,8	-42,9	-38,5	-36,8	-35,6	-42,7	-64,1
Administrationskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forskning- och utveckling	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>-26,2</b>	<b>-18,7</b>	<b>-12,6</b>	<b>-10,6</b>	<b>4,6</b>	<b>18,6</b>
Avskrivningar	0,0	0,0	-0,5	-3,4	-2,0	-2,3	-3,0	-3,0	-3,0
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-29,6</b>	<b>-20,7</b>	<b>-14,9</b>	<b>-13,6</b>	<b>1,6</b>	<b>15,6</b>
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-29,6</b>	<b>-20,7</b>	<b>-14,9</b>	<b>-13,6</b>	<b>1,6</b>	<b>15,6</b>
Finansella intäkter	0,0	0,0	0,0	-0,1	-1,3	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1
Finansella kostnader									
<b>Resultat före skatt</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-29,6</b>	<b>-22,0</b>	<b>-15,8</b>	<b>-14,7</b>	<b>0,5</b>	<b>14,5</b>
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,9
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-29,6</b>	<b>-22,0</b>	<b>-15,8</b>	<b>-14,7</b>	<b>0,5</b>	<b>11,6</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-29,6</b>	<b>-22,0</b>	<b>-15,8</b>	<b>-14,7</b>	<b>0,5</b>	<b>11,6</b>

## Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	0,0	0,0	-6,0	-29,6	-20,7	-14,9	-13,6	1,6	15,6
Icke kassaflödespåverkande poster									
Förändringar i rörelsekapital	0,0	0,0	2,5	-1,2	-3,0	7,0	-0,8	-3,2	4,0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-30,8</b>	<b>-23,7</b>	<b>-7,9</b>	<b>-14,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>19,6</b>
Investeringar	0,0	0,0	-0,2	-3,4	-4,9	-2,3	-3,0	-3,0	-3,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,7</b>	<b>-34,2</b>	<b>-28,5</b>	<b>-10,2</b>	<b>-17,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>16,6</b>
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	0,0	0,0	41,3	0,0	17,7	0,0	16,0	0,0	0,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>37,6</b>	<b>-34,2</b>	<b>-10,8</b>	<b>-10,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>16,6</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-38,3</b>	<b>-8,4</b>	<b>-10,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-17,1</b>

## Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	0,0	0,0	16,5	16,6	20,2	18,8	18,8	18,8	18,8
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	1,2	0,5	1,3	1,3	1,3	1,3
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>17,0</b>	<b>18,3</b>	<b>21,1</b>	<b>20,5</b>	<b>20,5</b>	<b>20,5</b>	<b>20,5</b>
Varulager	0,0	0,0	0,3	0,2	0,1	0,0	0,3	0,5	1,0
Kundfordringar	0,0	0,0	3,2	3,6	5,3	5,9	6,6	13,1	24,3
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	0,0	0,0	38,9	9,3	11,5	3,0	14,5	11,9	27,5
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>46,3</b>	<b>13,1</b>	<b>17,0</b>	<b>8,9</b>	<b>21,4</b>	<b>25,5</b>	<b>52,8</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>63,3</b>	<b>31,4</b>	<b>38,1</b>	<b>29,4</b>	<b>41,9</b>	<b>46,0</b>	<b>73,3</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>									
Eget Kapital	0,0	0,0	53,3	22,0	29,9	14,5	15,8	16,3	27,8
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>53,3</b>	<b>22,0</b>	<b>29,9</b>	<b>14,5</b>	<b>15,8</b>	<b>16,3</b>	<b>27,8</b>
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,6	0,9	1,1	0,4	10,4	10,4	10,4
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,0	0,0	3,6	8,5	7,1	14,6	14,7	18,4	34,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>9,4</b>	<b>8,5</b>	<b>7,1</b>	<b>14,6</b>	<b>15,7</b>	<b>19,4</b>	<b>35,0</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>63,3</b>	<b>31,4</b>	<b>38,1</b>	<b>29,4</b>	<b>41,9</b>	<b>46,0</b>	<b>73,3</b>

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

#### **Potential och risk**

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

#### **Allmänt**

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)