



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 26 October 2020

## Midway Holding

### HAKI överraskar positivt

#### Högre omsättning och vinst än väntat...

Midway redovisade en Q3 som var bättre än vad vi hade räknat med: omsättningen landade på 146 mkr (10% högre än väntade 133 mkr) och EBIT blev 7,0 mkr (269% högre än väntade 1,9 mkr). Övriga intäkter och kostnader av engångskaraktär om 3 mkr netto drev resultatet efter skatt till 7,0 mkr (vs väntade 0,6 mkr). Avvikelserna förklaras av bättre resultat i HAKI än väntat, samt ett rekordkvartal för FAS.

#### ...drivet av HAKI och FAS

HAKI:s Q3 blev inte så svagt som befarat, även om den organiska tillväxten blev -30% enligt våra beräkningar. Framförallt har Storbritannien återhämtat sig bra från ett Q2 med mycket låg aktivitet. FAS hade ett enormt starkt kvartal, vilket dock ser ut att ha varit lite av engångskaraktär, medan Landqvist utvecklades ungefär som förväntat och NOM Holding något svagare pga fortsatt stor negativ påverkan från Covid-19.

#### Motiverat värde kvarstår

Vi gör smärre justeringar uppåt av estimaten pga det starka kvartalet, men bibehåller motiverat värde per aktie på 17,5-18,5 kr. Aktien har inte följt med andra bygg- och anläggningsrelaterade bolag upp sedan botten i mars, vilket vi anser vara oförtjänt. Risken bedöms som fortsatt Låg, och det finns ytterligare uppsida i estimaten om bolaget kan genomföra värdeskapande förvärv inom HAKI.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	17.50 - 18.50	
EPS, just 20e	0.3	0.12	159.1%	Sales,m	796	603	658	707	Current price	SEK15.30
EPS, just 21e	1.09	1.06	2.0%	Sales Growth	3.7%	(24.3)%	9.2%	7.3%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	1.71	1.68	2.0%	EBITDA, m	124	82	105	129		
				EBIT, m	62.2	21.9	41.4	62.9		
				EPS, adj	1.87	0.30	1.09	1.71		
				EPS Growth	9.3%	(84.0)%	262.6%	57.7%		
				Equity/Share	17.6	17.5	18.6	19.8		
				Dividend	0.00	0.00	0.50	0.80		
				EBIT Marginal	7.8%	3.6%	6.3%	8.9%		
				ROE (%)	14.1%	1.1%	6.0%	8.9%		
				ROCE	10.4%	3.5%	7.0%	10.1%		
				EV/Sales	0.61x	0.81x	0.74x	0.69x		
				EV/EBITDA	3.9x	5.9x	4.6x	3.8x		
				EV/EBIT	7.8x	22.3x	11.8x	7.8x		
				P/E, adj	8.2x	51.1x	14.1x	8.9x		
				P/Equity	0.9x	0.9x	0.8x	0.8x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	3.3%	5.2%		
				FCF yield	(7.5)%	22.9%	(0.9)%	7.0%		
				Net Debt/EBITDA	1.2g	0.6g	0.5g	0.3g		

  

Kommande händelser	
Bokslutskommuniké 2020	2021-02-05
Delårsrapport Q1 2021	2021-04-21

  

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	27.3m
Market cap	418
Nettoskuld	70
EV	488
Avg. No. of Daily Traded Sh.	7.6(k)
Reuters/Bloomberg	MIDWb.ST / MIDWB:SS

  

#### Kursutveckling 12 mån

  

Analytiker	
	oscar.holm@penser.se
	Analysavdelningen



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 26 October 2020

## Sammanfattning

### HAKI överraskar positivt

#### Investment Case

*Midway är ett investmentbolag som successivt genomfört en metamorfos till att bli en fokuserad industrialist. Det största innehavet HAKI förväntas generera mer jämn tillväxt och högre marginaler, understött av ett strategiskifte i bolaget. Koncernens nettoskuld har tagits ner väsentligt, vilket öppnar för fler förvärv inom HAKI och återupptagen utdelning. Efter ett stort försäljningstapp 2020 ser vi framför oss en betydligt ljusare framtid under kommande år.*

#### Från konglomerat till fokuserad industrialist

Midway har genomgått en metamorfos från konglomerat till industrialist. På fem år har man gått från 14 innehav till fyra: HAKI, NOM Holding, FAS Converting och Landqvist. HAKI är en av Nordens ledande aktörer inom ställningssystem och det innehav som Midway kommer koncentrera resurserna på framöver, vilket kommer göra bolagets profil som fokuserat industribolag ännu tydligare.

#### Strategiskifte i HAKI mot högre lönsamhet och förvärvsdriven tillväxt

HAKI har de senaste åren genomgått ett strategiskifte med målet att ompositionera bolagets organisation och erbjudande för mer jämn tillväxt och högre uthållig lönsamhet. Detta bör leda till högre marginaler och bättre kassaflöden. De sistnämnda tror vi kommer användas för utdelningar samt tilläggsförvärv inom HAKI, vilket kommer stärka bolagets marknadsposition ytterligare.

#### Cyklisk marknad men tydliga underliggande drivkrafter

HAKI är beroende av byggkonjunkturen samt investeringsnivåerna inom olja- och gassektorn, men ökande arbetskraftskostnader och ökat fokus på säkerhet driver en underliggande efterfrågan på bolagets lösningar oräknat konjunktur. En mer balanserad slutkundsportfölj med ökat fokus på infrastruktur och industriservice kommer också minska cykikaliteten och ge HAKI förutsättningar att visa mer jämn tillväxt över tid.

#### Starkare finansiell ställning ger möjligheter

Midway har sedan 2015 gått från en nettoskuld på 641 mkr till 70 mkr per Q3 2020 (inkl IFRS 16), vilket skapar möjligheter för dels återupptagen utdelning men också förvärv. Det första förvärvet under HAKI:s nya strategi genomfördes i slutet av 2019 och man har beredskap för mer. Vi räknar med att Midway kan öka EBIT med >80% vid fullt utnyttjande av befintliga kreditramar. Övriga innehav i portföljen kan därtill potentiellt också säljas och ge ytterligare förvärvsutrymme.

#### Värdering

Vi ser ett motiverat värde på 17,5-18,5 kr per aktie, vilket betyder medelhög potential till låg risk. Värderingen bygger på en kassaflödesvärdering samt en sum of the parts-kalkyl baserad på relativvärdering av HAKI samt observerade förvärvsmultiplar för övriga innehav. Den låga risknivån underbyggs av en värdering på <1x P/B 2020e på mycket nerpressad intjäning. På sikt finns potential till ytterligare värdeskapande genom förvärv, vilket vi inte räknar med explicit i prognoserna.

## Kvartalet i detalj

HAKI redovisade en omsättning på 88 mkr (-21% yoy) med stöd av stabila marknader i Sverige och Danmark och en kraftig återhämtning i Storbritannien jämfört med föregående kvartal (24 mkr omsättning i Q3 vs 9 mkr i Q2). Siffror från analysfirman Barbour ABI pekar också på fortsatt kraft i återhämtningen på den brittiska marknaden, understruket av att värdet av tecknade byggkontrakt i landet i september var 21% högre än i augusti, och t.o.m. 14% högre än september 2019. Ett positivt momentum rapporteras också av Midway, som skriver att försäljningen ökat mot slutet av kvartalet. Norge och olja/gas-marknaden är dock fortsatt utmanande, med en omsättning under kvartalet som var 37% lägre än Q3 2019.

Koncernen redovisade något sämre bruttomarginal än väntat (28% vs 32%), vilket var hänförligt till att man under kvartalet haft dubbla lagerkostnader pga flytten av HAKI:s lager. Flytten är nu genomförd, varför marginalen bör stärkas kommande kvartal.

På kostnadssidan börjar effektiviseringsprogrammet i HAKI bita, vilket syns i lägre försäljningskostnader och bättre EBIT-marginal (5% vs väntade 1%).

Avseende övriga innehav så gick FAS exceptionellt starkt (omsättning +80% yoy och 22% EBIT-marginal) pga många leveranser i kraft av en stor orderbok i början på kvartalet. Bolaget rapporterar dock att orderboken vid utgången av Q3 är svag, varför kommande kvartal nog kommer innebära lägre omsättning. Norge-exponerade NOM Holding redovisade en lägre tillväxt än väntat (-28%) och har fortsatt svårt att genomföra fysiska kundbesök och försäljningsarbete pga Covid-19. Man lyckas dock upprätthålla en EBIT-marginal på 10%, vilket är bättre än väntat.

Nedan syns i detalj resultatutfallet för perioden jämfört med våra estimat.

### Avvikelseanalys Q3 (mkr)

Koncernen	Utfall	EPB		Diff	Kommentar
		estimat			
Omsättning	146,0	132,7		10%	HAKI + FAS bättre än väntat
Bruttoresultat	41,0	42,0		-2%	Pga lägre bruttomarginal än väntat
EBITDA (justerad)	24,0	18,1		32%	Bättre marginal för HAKI + FAS
EBIT (justerad)	7,0	1,9		269%	
Resultat före skatt	9,0	0,8		1052%	Engångsposter om +3 mkr netto
Nettoresultat	7,0	0,6		1040%	
Bruttomarginal	28%	32%		-35 bps	Temporärt högre kostnader för nytt lager HAKI
EBIT-marginal (justerad)	4,8%	1,4%		34 bps	HAKI + FAS bättre än väntat
<b>Omsättning per innehav</b>					
HAKI	88,0	77,7		13%	Bättre än befarat, framförallt UK bättre än Q2
FAS	27,0	15,0		80%	Exceptionellt många leveranser
Landqvist	10,0	11,0		-9%	
NOM Holding	21,0	29,0		-28%	Svagt pga fortsatt stor negativ Covid-19-effekt
<b>EBIT per innehav (justerad)</b>					
HAKI	4,0	0,8		415%	Effektiviseringsprogrammet visar resultat
FAS	6,0	0,6		900%	Drivet av oväntat stark omsättning
Landqvist	2,0	2,2		-9%	
NOM Holding	2,0	2,3		-14%	Överraskande god marginal trots lägre volym
Centrala kostnader	4,0	4,0		0%	

Källa: EPB

## Estimatförändringar

Vi justerar upp estimaterna för 2020 med anledning av det starkare Q3, och som en följd av en högre bas följer estimaterna för 2021-2024 med uppåt 1-2%. Vi noterar också att man i rapporten skriver om potentiellt ökande investeringar i hyresmaterial inom HAKI för att kunna erbjuda uthyrning till större kunder som i rådande osäkra läge inte vill göra investeringar, vilket i så fall skulle betyda ökande capex framöver. Tills vi har sett eventuella konkreta effekter väntar vi dock med att göra några justeringar av investeringsnivån.

### Estimatförändringar (mkr / kr)

<b>Aktuella estimat</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Omsättning	594	648	696	743	780
Tillväxt	-25%	9%	7%	7%	5%
EBIT (justerad)	13	41	62	71	81
Rörelsemarginal (justerad)	2,2%	6,3%	8,9%	9,6%	10,3%
EPS (justerad)	0,12	1,06	1,68	1,94	2,21
DPS	-	0,50	0,80	0,90	1,00
<b>Nya estimat</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Omsättning	603	658	707	755	792
Tillväxt	-24%	9%	7%	7%	5%
EBIT (justerad)	22	41	63	72	82
Rörelsemarginal (justerad)	3,6%	6,3%	8,9%	9,5%	10,3%
EPS (justerad)	0,30	1,09	1,71	1,97	2,26
DPS	-	0,5	0,8	0,9	1,0
<b>Förändring i %</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Omsättning	1%	2%	2%	2%	2%
EBIT (justerad)	65%	1%	1%	1%	1%
EPS (justerad)	159%	2%	2%	2%	2%
DPS	0%	0%	0%	0%	0%

Källa: EPB

## Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>1 671</b>	<b>1 316</b>	<b>768</b>	<b>796</b>	<b>603</b>	<b>658</b>	<b>707</b>	<b>755</b>	<b>792</b>
Kostnad sålda varor	-1 318	-1 056	-511	-542	-421	-436	-464	-496	-515
<b>Bruttovinst</b>	<b>352</b>	<b>260</b>	<b>257</b>	<b>254</b>	<b>182</b>	<b>223</b>	<b>243</b>	<b>259</b>	<b>277</b>
Försäljningskostnader	-211	-167	-102	-109					
Administrationskostnader	-104	-94	-79	-71	-156	-179	-178	-185	-193
Forskning- och utvecklingskostnader	-11	-10	-12	-12					
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	-22	2	2	12	-4	-2	-2	-2	-2
<b>EBIT</b>	<b>6</b>	<b>-9</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>22</b>	<b>41</b>	<b>63</b>	<b>72</b>	<b>82</b>
Finansiella intäkter	17	10	6	9	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-30	-29	-16	-9	-15	-4	-4	-4	-4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-7</b>	<b>-28</b>	<b>56</b>	<b>74</b>	<b>7</b>	<b>37</b>	<b>59</b>	<b>68</b>	<b>78</b>
Skatter	3	-3	-9	-12	-1	-8	-12	-14	-16
Nettoresultat avvecklad verksamhet	-38	13	-45	-17	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>-42</b>	<b>-19</b>	<b>2</b>	<b>44</b>	<b>5</b>	<b>30</b>	<b>47</b>	<b>54</b>	<b>62</b>
<b>Nettoresultat (kvarvarande verksamhet)</b>	<b>-4</b>	<b>-31</b>	<b>47</b>	<b>61</b>	<b>5</b>	<b>30</b>	<b>47</b>	<b>54</b>	<b>62</b>

## Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	34	34	20	30	30	30	30	30	30
Övriga immateriella tillgångar	2	2	8	13					
Materiella anläggningstillgångar	340	331	284	275					
Räntebärande anläggningstillgångar	63	45	54	77	315	328	342	358	374
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0					
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0					
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>439</b>	<b>412</b>	<b>366</b>	<b>395</b>	<b>345</b>	<b>358</b>	<b>372</b>	<b>388</b>	<b>404</b>
Varulager	449	352	252	192	306	340	352	365	372
Kundfordringar	243	218	153	175	0	0	0	0	0
Övriga omsättningstillgångar									
Likvida medel	55	93	109	39	53	49	65	79	101
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>747</b>	<b>663</b>	<b>514</b>	<b>406</b>	<b>358</b>	<b>389</b>	<b>417</b>	<b>444</b>	<b>473</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 186</b>	<b>1 075</b>	<b>879</b>	<b>802</b>	<b>703</b>	<b>747</b>	<b>790</b>	<b>832</b>	<b>877</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	412	389	390	481	477	507	540	572	609
Minoritetsintressen	0	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>412</b>	<b>390</b>	<b>390</b>	<b>481</b>	<b>477</b>	<b>507</b>	<b>540</b>	<b>572</b>	<b>609</b>
Långfristiga finansiella skulder	412	399	230	167	85	85	85	85	85
Pensionsavsättningar	69	73	60	15	15	15	15	15	15
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	9	8	12	11	126	140	149	160	168
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>490</b>	<b>480</b>	<b>301</b>	<b>193</b>	<b>226</b>	<b>240</b>	<b>249</b>	<b>260</b>	<b>268</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder									
Skatteskulder	284	206	188	128	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder									
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>284</b>	<b>206</b>	<b>188</b>	<b>128</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>1 186</b>	<b>1 075</b>	<b>879</b>	<b>802</b>	<b>703</b>	<b>747</b>	<b>790</b>	<b>832</b>	<b>877</b>

## Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-19	2	44	5	30	47	54	62
Icke kassaflödespåverkande poster	117	94	104	77	58	64	67	70	73
Förändringar i rörelsekapital	17	8	43	-26	58	-20	-3	-3	1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>93</b>	<b>83</b>	<b>149</b>	<b>96</b>	<b>121</b>	<b>73</b>	<b>110</b>	<b>121</b>	<b>136</b>
Investeringar	-80	-64	-56	-88	-25	-77	-81	-85	-88
Avyttringar	127	3	3	57	0	0	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>140</b>	<b>22</b>	<b>97</b>	<b>65</b>	<b>96</b>	<b>-4</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>47</b>
Utdelningar	0	0	0	-14	0	0	-14	-22	-25
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-127	-6	-151	-89	-82	0	0	0	0
Kassaflöde från avvecklad verksamhet	-4	20	76	-22	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>9</b>	<b>36</b>	<b>21</b>	<b>-60</b>	<b>14</b>	<b>-4</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>23</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (inkl IFRS 16)</b>	<b>426</b>	<b>378</b>	<b>181</b>	<b>143</b>	<b>47</b>	<b>51</b>	<b>35</b>	<b>21</b>	<b>-1</b>

## Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad	-1,72	-0,77	0,07	1,71	0,20	1,09	1,71
EPS, justerad	0,45	-0,95	1,71	1,87	0,30	1,09	1,71
FCF per aktie	0,51	0,79	3,81	-1,51	3,50	-0,13	1,07
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00	0,50	0,80
Eget kapital per aktie	16,8	15,9	15,9	17,6	17,5	18,6	19,8
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	24,5	24,5	24,5	27,3	27,3	27,3	27,3

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättningstillväxt	9%	-21%	-42%	4%	-24%	9%	7%
EBIT-tillväxt (adj)	-50%	-139%	-688%	-3%	-65%	89%	52%
EPS-tillväxt, justerad	-66%	-311%	-280%	9%	-84%	263%	58%
Bruttomarginal	21,1%	19,7%	33,4%	31,9%	30,1%	33,8%	34,3%
EBITDA-marginal (adj)	4,7%	3,6%	14,6%	15,6%	13,7%	16,0%	18,3%
EBIT-marginal (adj)	1,7%	-0,8%	8,3%	7,8%	3,6%	6,3%	8,9%
Skattesats	-22%	-10%	17%	20%	14%	20%	20%

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE, justerad	-1%	-8%	12%	14%	1%	6%	9%
ROCE, justerad (inkl IFRS 16)	4%	0%	9%	10%	4%	7%	10%
ROIC	2%	-1%	7%	8%	3%	6%	8%
Investeringar (mkr, ex IFRS 16)	80	64	56	88	20	56	60
Investeringar / omsättning	5%	5%	7%	11%	3%	9%	9%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	19%	20%	24%	23%	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	27%	27%	33%	24%	n/a	n/a	n/a
Kundfordringar / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Leverantörsskulder / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	24%	28%	28%	30%	30%	30%	29%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	0,8x	0,9x	0,8x	0,9x	0,9x

## Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoskuld (mkr, inkl IFRS 16)	426	378	181	143	47	51	35
Soliditet	35%	36%	44%	60%	68%	68%	68%
Nettoskultsättningsgrad	103%	97%	46%	30%	10%	10%	7%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	5,4x	8,1x	1,6x	1,2x	0,6x	0,5x	0,3x

## Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E, justerat	43,4x	neg	8,2x	10,7x	51,1x	14,1x	8,9x
P/EK	1,2x	1,0x	0,9x	1,1x	0,9x	0,8x	0,8x
P/FCF	38,1x	20,4x	3,7x	neg	4,4x	neg	14,2x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	3,6%	0,0%	0,0%	3,3%	5,2%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	29%	0%	0%	46%	47%
EV/Sales	0,5x	0,6x	0,7x	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA (adj)	11,5x	16,5x	4,7x	5,5x	5,6x	4,5x	3,5x
EV/EBIT (adj)	32,8x	neg	8,2x	11,1x	21,2x	11,3x	7,2x
Aktiekurs, årets slut (B-aktien)	19,6	16,1	14,0	20,0	15,3	15,3	15,3
EV, årets slut	906	773	524	690	465	469	453

## Kvartalsdata (mkr)

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20
<b>Nettoomsättning</b>	<b>265</b>	<b>222</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>230</b>	<b>225</b>	<b>166</b>	<b>175</b>	<b>157</b>	<b>134</b>	<b>146</b>
Kostnad sålda varor	-196	-147	-118	-122	-153	-156	-114	-119	-110	-93	-105
<b>Bruttovinst</b>	<b>69</b>	<b>75</b>	<b>63</b>	<b>59</b>	<b>77</b>	<b>69</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>47</b>	<b>41</b>	<b>41</b>
Försäljningskostnader	-31	-25	-24	-27	-27	-27	-25	-29	-25	-21	-19
Administrationskostnader	-22	-21	-18	-19	-20	-18	-16	-16	-18	-14	-15
Forskning- och utvecklingskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga intäkter / kostnader	-2	0	-5	-3	-2	-2	7	-4	-2	-4	3
<b>EBIT</b>	<b>14</b>	<b>29</b>	<b>16</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>10</b>
Finansiella intäkter	1	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	0	-2	-6	-5	0	-3	0	-2	-8	-5	-1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>31</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>5</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	<b>9</b>
Skatter	-3	-6	0	-1	-6	-5	-2	2	1	1	-2
Nettoresultat avvecklad verksamhet	1	0	-8	-37	4	-20	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>2</b>	<b>-33</b>	<b>29</b>	<b>-6</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>7</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>26</b>	<b>17</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>5</b>

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20
Omsättningstillväxt	-41%	-53%	-43%	-39%	-13%	1%	-8%	-3%	-32%	-40%	-12%
EBIT-tillväxt (justerad)	-30%	45%	250%	-134%	88%	-17%	-48%	-15%	-87%	-75%	-36%
Bruttomarginal	26%	34%	35%	33%	33%	31%	31%	32%	30%	31%	28%
EBITDA-marginal (justerad)	11%	18%	19%	13%	20%	16%	16%	16%	12%	14%	16%
EBIT-marginal (justerad)	6%	13%	12%	7%	13%	11%	7%	6%	3%	4%	5%
Skattesats	18%	22%	0%	13%	18%	24%	18%	-22%	25%	-100%	33%

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

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

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

#### **Motiverat värde och risk**

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

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

#### **Allmänt**

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

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

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