



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förförsvbolag | Sweden | 8 February 2021

Midway Holding

Svagare än väntat för Safe Access Solutions

Svagare än väntat för Safe Access Solutions

Midway redovisade ett sämre Q4 än vad vi hade räknat med: omsättningen blev 151 mkr (vs väntade 166 mkr) och EBIT 3,0 mkr (vs väntade 8,4 mkr). Avvikelsen förklaras helt av affärsområdet Safe Access Solutions (i.e. portföljbolaget HAKI), där omsättningen minskade 23% yoy pga svag efterfrågan i Storbritannien (-55% yoy) och Norge (-29%). HAKI lyckades dock ändå redovisa positivt EBIT om 1 mkr.

Stabilt för övriga bolag

Affärsområdet Industrial Services, där övriga portföljbolag ingår, redovisade sammantaget bättre omsättning än väntat med ett resultat i linje med prognos. Omsättningen blev 66 mkr (+3% yoy) med EBIT på 6 mkr. Per bolag utvecklades FAS bäst, med en tillväxt på 15% yoy, medan Landqvist redovisade oförändrad omsättning och NOM Holding minskade försäljningen 3% yoy, fortsatt negativt påverkat av covid-19-restriktioner.

Motiverat värde kvarstår

Vi justerar våra estimat marginellt nedåt, men bibehåller motiverat värde per aktie på 17,5-18,5 kr. Risken bedöms som fortsatt Låg, och det finns ytterligare uppsida i estimaten om bolaget kan genomföra värdeskapande förvärv inom Safe Access Solutions. På kort sikt tror vi dock att aktien kan riskera ha en sidledes utveckling, innan marknaden får tydliga tecken på att efterfrågan vänt för HAKI.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	17.50 - 18.50	
EPS, just 21e	0.72	1.09	-34.1%	Sales,m	588	628	700	748	Current price	SEK15.30
EPS, just 22e	1.6	1.71	-6.5%	Sales Growth	(26.2)%	6.7%	11.6%	6.8%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	1.96	1.96	0.0%	EBITDA, m	83	89	123	139		
				EBIT, m	24.0	27.9	59.2	71.7		
				EPS, adj	(0.05)	0.72	1.60	1.96		
				EPS Growth	(102.5)%	(1,622.2)%	123.7%	22.3%		
				Equity/Share	17.2	17.9	19.0	20.2		
				Dividend	0.00	0.50	0.80	0.90		
				EBIT Marginal	4.1%	4.4%	8.4%	9.6%		
				ROE (%)	0.0%	4.1%	8.6%	10.0%		
				ROCE	3.6%	4.5%	9.8%	11.1%		
				EV/Sales	0.76x	0.71x	0.64x	0.60x		
				EV/EBITDA	5.4x	5.1x	3.6x	3.2x		
				EV/EBIT	18.7x	16.1x	7.6x	6.3x		
				P/E, adj	(325.7)x	21.4x	9.6x	7.8x		
				P/Equity	0.9x	0.9x	0.8x	0.8x		
				Dividend yield	0.0%	3.3%	5.2%	5.9%		
				FCF yield	27.0%	(1.7)%	4.4%	8.2%		
				Net Debt/EBITDA	0.4g	0.4g	0.3g	0.1g		

Kommande händelser	
Årsstämma	2021-04-21
Delårsrapport Q1 2021	2021-04-21
Delårsrapport Q2 2021	2021-07-16
Delårsrapport Q3 2021	2021-10-22

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	27.3m
Market cap	418
Nettoskuld	30
EV	448
Avg. No. of Daily Traded Sh.	7.3(k)
Reuters/Bloomberg	MIDWb.ST / MIDWB:SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

oscar.holm@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 8 February 2021

Sammanfattning

Svagare än väntat för Safe Access Solutions

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 30 mkr per Q4 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 potentiellt kan fördubbla EBIT 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. Värderingen bygger på en kassaflödesvärdering samt en sum of the parts-kalkyl baserad på relativvärdering av HAKI samt observerade förvärvsmultiplar för övriga innehav. Risknivån bedöms som låg, vilket underbyggs av en värdering på <1x P/B 2020 på mycket nerpressad intjäning. På sikt finns potential till ytterligare värdeskapande genom förvärv, vilket vi inte räknar med explicit i prognoserna.

Kvartalet i detalj

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

Avvikelseanalys Q4 (mkr)

Koncernen	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Omsättning	151,0	165,8	-9%	HAKI 21 mkr sämre än väntat
Bruttoresultat	44,0	52,7	-17%	Lägre omsättning + lägre bruttomarginal
EBITDA (justerad)	17,0	23,5	-28%	
EBIT (justerad)	3,0	8,4	-64%	+2 mkr permitteringsstöd hjälper
Resultat före skatt	(1,0)	6,9	-114%	Valutakursdifferenser -4 mkr
Nettoresultat	-	5,4	-100%	
Bruttomarginal	29%	32%	-27 bps	
EBIT-marginal (justerad)	2,0%	5,1%	-31 bps	
<u>Omsättning per innehav</u>				
HAKI	85,0	105,5	-19%	Svag marknad i UK och Norge
FAS	23,0	20,0	15%	
Landqvist	13,0	14,0	-7%	
NOM Holding	30,0	26,4	14%	
<u>EBIT per innehav (justerad)</u>				
HAKI	1,0	5,3	-81%	Besparingsprogram ger effekt
FAS	1,0	1,2	-17%	
Landqvist	2,0	2,8	-29%	
NOM Holding	3,0	2,6	14%	
Centrala kostnader	(4,0)	(4,0)	0%	

Källa: EPB

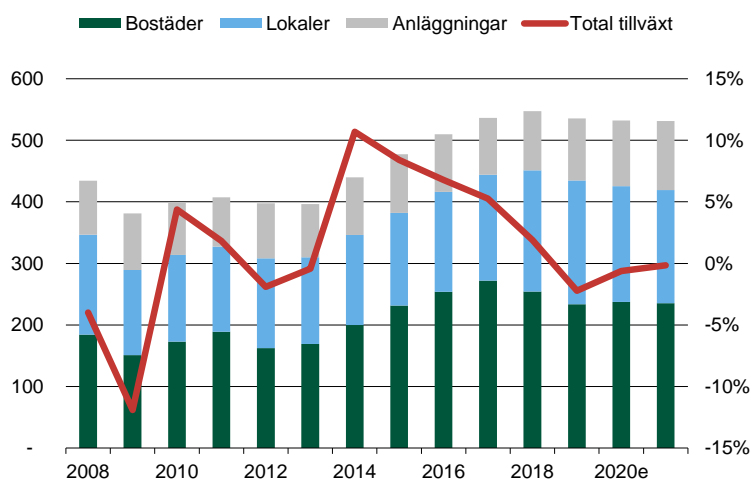
HAKI upplevde ett tudelat kvartal, där man såg tecken på återhämtning under periodens början, men i takt med allt hårdare covid-19-relaterade restriktioner infördes mot slutet av kvartalet så försämrades marknadsläget. Under december infördes därför permitteringar omfattande ungefär 50% av kapaciteten och kommer fortsätta med detta tills man ser en återhämtning i efterfrågan. Bolagets besparingsprogram är i princip fullt implementerat i och med att centraliseringen av lagret blev klart under kvartalet, och vi bedömer att bruttomarginalen bör kunna stärkas framöver då man nu kan uppnå högre operationell effektivitet. Man erhöll också 2 mkr i statliga korttidsstöd, vilket hjälpte resultatet över nollan.

Midway nådde i det tysta en signifikant milstolpe under Q4, genom att i spåren av starkt kassaflöde under kvartalet sluta året med nettokassa (ex IFRS 16-relaterade skulder) på 5 mkr. När marknaden vänder och intjäningen kommer tillbaka förväntas Midway därmed ha mycket stor kapacitet för såväl utdelningar som förvärv. Styrelsen föreslår ingen utdelning inför vårens årsstämma, men meddelar att man kommer återvända till frågan i höst om det skett en tydlig återhämtning för HAKI. Vi har räknat med utdelning först för räkenskapsåret 2021, så skulle man genomföra en utskiftning av kapital under hösten så ser vi mycket positivt på detta. Den outnyttjade kreditfaciliteten på 220 mkr bedöms räcka mer än väl för att finansiera potentiella förvärv.

Estimatförändringar

Redan innan covid-19-pandemin slog till befann sig byggkonjunkturen i Sverige i en sluttande trend, och baserat på prognoser från Byggföretagen så förväntas tillväxten varit svagt negativ 2020 (-1%) för att under 2021 landa på en oförändrad nivå. Förutsättningarna för en snar vändning för HAKI är därmed utmanande.

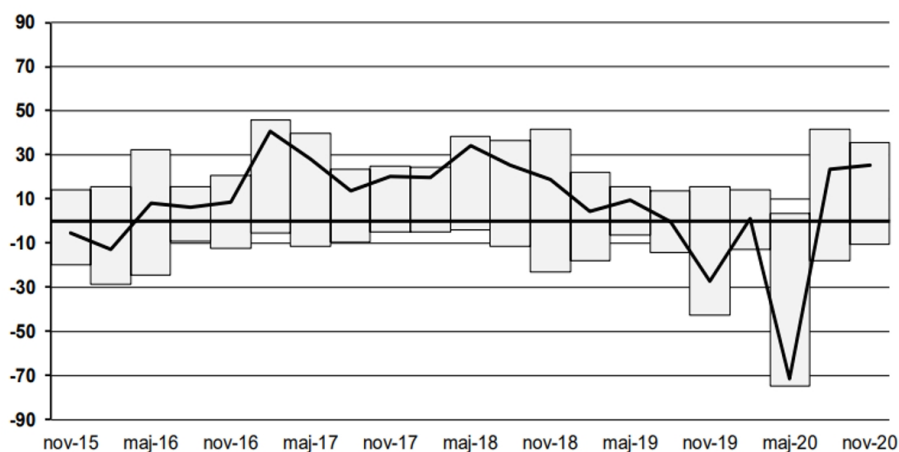
Bygginvesteringar i Sverige (mdkr, 2019 års priser)



Källa: Byggföretagen, EPB

Ser man till hur orderingen ser ut för leverantörer till bygg- och anläggningsindustrin (såsom den rapporteras i Teknikföretagens konjunkturbarometer) så verkar trenden dock ha vänt under andra halvan av 2020, då fler företag rapporterade att deras ordergång ökat jämfört med föregående kvartal. Förbättringen drivs av ökade exportorders, vilket är relevant för HAKI med tanke på att Sverige endast står för ~30% av försäljningen.

Ordergång leverantörer till bygg- och anläggningsindustrin



Andel leverantörer till bygg- och anläggningsindustrin som anger att orderingen ökat (+) respektive minskat (-) det senaste kvartalet jämfört med föregående kvartal. Kurvan visar skillnaden netto (ökat - minskat). Källa: Teknikföretagens kvartalsvisa konjunkturbarometer. Säsongrensad X13

Källa: Teknikföretagen

På den brittiska marknaden – som pre covid-19 stod för knappt 30% av HAKI:s omsättning – räknar branschorganisationen Construction Products Association (CPA) med att bygg- och anläggningsaktiviteten minskade 14% under 2020, men en tydlig återhämtning väntas 2021 och 2022. CPA förutspår 14% tillväxt 2021 och 5% 2022, innebärande att branschen då kommit tillbaka till pre covid-19-nivåer.

I vår bedömning kommer efterfrågan på HAKI:s produkter att släpa efter den generella byggkonjunkturens, eftersom ställningsbyggare nu arbetar med det material man har och börjar beställa nya volymer endast om man upplever en tydlig och bestående återhämtning av efterfrågan. Håller då tillväxten i sig bedömer vi å andra sidan att tillväxten för HAKI kan bli högre än för byggbranschen generellt, då uppdämda behov av material ska tillgodoses.

Mot bakgrund av ovanstående och observerad utveckling i Q4 justerar vi ner tillväxtestimaten för 2021, men justerat samtidigt upp dem något för 2022. Marginalen antas också återhämta sig långsammare pga de lägre affärsvolymerna. Givet den lägre basen för 2020 blir följden något lägre absoluta estimat för intjäning under hela prognosperioden.

Estimatförändringar (mkr / kr)

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	628	700	748	784
Tillväxt	7%	12%	7%	5%
EBIT (justerad)	28	59	72	76
Rörelsemarginal (justerad)	4,4%	8,4%	9,6%	9,7%
EPS (justerad)	0,72	1,60	1,96	2,10
DPS	0,50	0,80	0,90	1,00
Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	658	707	755	792
Tillväxt	9%	7%	7%	5%
EBIT (justerad)	41	63	72	82
Rörelsemarginal (justerad)	6,3%	8,9%	9,5%	10,3%
EPS (justerad)	1,09	1,71	1,97	2,26
DPS	0,50	0,80	0,90	1,00
Förändring i %	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	-5%	-1%	-1%	-1%
EBIT (justerad)	-33%	-6%	0%	-6%
EPS (justerad)	-34%	-7%	-1%	-7%
DPS	0%	0%	0%	0%

Källa: EPB

Värdering

Sedan vi tog upp bevakning på Midway i september förra året har multiplarna för de bolag vi bedömer vara mest jämförbara med HAKI expanderat med 10-15%, drivet av förväntningar på högre tillväxt och marginaler 2021-2022. Baserat på våra prognoser för 2022e värderas Midway till EV/EBIT ~8x, vilket representerar en signifikant rabatt mot jämförbara bolags ~13x, så utvecklas HAKI i linje med våra prognoser och börjar leverera stabil tillväxt med högre rörelsemarginaler tror vi att en omvärdering av Midway är inom räckhåll. Tills vidare kvarstår motiverat värde per aktie på 17,50-18,50 kr.

Värderingsmultiplar jämförbara bolag

Bolag	Börsvärde mkr	EV/Sales			EV/EBIT			P/E			Nettoskuld / EBITDA		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
Alimak Group	7 637	2,1x	2,1x	1,8x	26,2x	15,2x	12,4x	32,4x	19,3x	15,7x	1,6x	0,8x	0,6x
Balco	2 003	1,7x	1,7x	1,4x	14,7x	14,2x	11,0x	19,5x	18,4x	14,1x	0,1x	-0,3x	-0,5x
Lindab	14 190	1,6x	1,6x	1,6x	16,8x	16,5x	15,3x	22,3x	20,2x	18,7x	1,1x	0,7x	0,4x
Nordic Waterproofing	3 735	1,3x	1,3x	1,2x	12,9x	12,9x	12,4x	13,5x	14,3x	14,0x	0,9x	0,8x	0,6x
Medel	6 891	1,7x	1,7x	1,5x	17,6x	14,7x	12,8x	21,9x	18,0x	15,6x	0,9x	0,5x	0,3x
Median	5 686	1,7x	1,7x	1,5x	15,8x	14,7x	12,4x	20,9x	18,8x	14,9x	1,0x	0,8x	0,5x

Källa: FactSet, EPB

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1 671	1 316	768	796	588	628	700	748	784
Kostnad sålda varor	-1 318	-1 056	-511	-542	-415	-423	-459	-491	-509
Bruttovinst	352	260	257	254	173	205	241	257	275
Försäljningskostnader	-211	-167	-102	-109					
Administrationskostnader	-104	-94	-79	-71	-87	-175	-180	-183	-197
Forskning- och utvecklingskostnader	-11	-10	-12	-12					
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	-22	2	2	12	-7	-2	-2	-2	-2
EBIT	6	-9	66	74	17	28	59	72	76
Finansiella intäkter	17	10	6	9	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-30	-29	-16	-9	-18	-3	-4	-4	-4
Resultat före skatt	-7	-28	56	74	-1	25	55	67	72
Skatter	3	-3	-9	-12	1	-5	-11	-14	-15
Nettoresultat avvecklad verksamhet	-38	13	-45	-17	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-19	2	44	0	20	44	53	57
Nettoresultat (kvarvarande verksamhet)	-4	-31	47	61	0	20	44	53	57

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	34	34	20	30	29	29	29	29	29
Övriga immateriella tillgångar	2	2	8	13					
Materiella anläggningstillgångar	340	331	284	275					
Räntebärande anläggningstillgångar	63	45	54	77	299	313	329	347	364
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0					
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0					
Summa anläggningstillgångar	439	412	366	395	328	342	358	376	393
Varulager	449	352	252	192	308	331	356	368	374
Kundfordringar	243	218	153	175	0	0	0	0	0
Övriga omsättningstillgångar									
Likvida medel	55	93	109	39	33	56	75	88	106
Summa omsättningstillgångar	747	663	514	406	341	387	431	456	480
SUMMA TILLGÅNGAR	1 186	1 075	879	802	669	729	789	832	873
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	412	389	390	481	471	491	521	552	585
Minoritetsintressen	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	412	390	390	481	471	491	521	552	585
Långfristiga finansiella skulder	412	399	230	167	49	79	94	94	94
Pensionsavsättningar	69	73	60	15	14	14	14	14	14
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	9	8	12	11	135	145	161	171	180
Summa långfristiga skulder	490	480	301	193	198	238	269	279	288
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									
Summa kortfristiga skulder	284	206	188	128	0	0	0	0	0
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 186	1 075	879	802	669	729	789	832	873

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-19	2	44	0	20	44	53	57
Icke kassaflödespåverkande poster	117	94	104	77	54	61	64	67	71
Förändringar i rörelsekapital	17	8	43	-26	64	-13	-9	-2	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	93	83	149	96	118	67	99	119	130
Investeringar	-80	-64	-56	-88	-5	-74	-81	-85	-88
Avyttringar	127	3	3	57	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	140	22	97	65	113	-7	18	34	42
Utdelningar	0	0	0	-14	0	30	1	-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	0	0	0	0	0
Kassaflöde från avvecklad verksamhet	-4	20	76	-22	0	0	0	0	0
Kassaflöde	9	36	21	-60	113	23	20	13	18
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	426	378	181	143	30	37	33	20	2

Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-1,72	-0,77	0,07	1,71	0,00	0,72	1,60	1,96	2,10
EPS, justerad	0,45	-0,95	1,71	1,87	-0,05	0,72	1,60	1,96	2,10
FCF per aktie	0,51	0,79	3,81	-1,51	4,13	-0,26	0,67	1,26	1,54
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00	0,50	0,80	0,90	1,00
Eget kapital per aktie	16,8	15,9	15,9	17,6	17,2	17,9	19,0	20,2	21,4
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	24,5	24,5	24,5	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	9%	-21%	-42%	4%	-26%	7%	12%	7%	5%
EBIT-tillväxt (adj)	-50%	-139%	-688%	-3%	-61%	16%	112%	21%	7%
EPS-tillväxt, justerad	-66%	-311%	-280%	9%	-103%	-1622%	124%	22%	7%
Bruttomarginal	21,1%	19,7%	33,4%	31,9%	29,4%	32,7%	34,4%	34,4%	35,1%
EBITDA-marginal (adj)	4,7%	3,6%	14,6%	15,6%	14,1%	14,1%	17,5%	18,6%	18,7%
EBIT-marginal (adj)	1,7%	-0,8%	8,3%	7,8%	4,1%	4,4%	8,4%	9,6%	9,7%
Skattesats	-22%	-10%	17%	20%	-17%	19%	20%	20%	20%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-1%	-8%	12%	14%	0%	4%	9%	10%	10%
ROCE, justerad (inkl IFRS 16)	4%	0%	9%	10%	4%	4%	10%	11%	11%
ROIC	2%	-1%	7%	8%	-1%	4%	8%	9%	9%
Investeringar (mkr, ex IFRS 16)	80	64	56	88	5	53	60	64	67
Investeringar / omsättning	5%	5%	7%	11%	1%	9%	9%	9%	9%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	19%	20%	24%	23%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	27%	27%	33%	24%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kundfordringar / omsättning	n/a	n/a	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	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	24%	28%	28%	30%	52%	30%	28%	26%	25%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	0,8x	0,9x	0,8x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld (mkr, inkl IFRS 16)	426	378	181	143	30	37	33	20	2
Soliditet	35%	36%	44%	60%	70%	67%	66%	66%	67%
Nettoskuldsättningsgrad	103%	97%	46%	30%	6%	8%	6%	4%	0%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	5,4x	8,1x	1,6x	1,2x	0,4x	0,4x	0,3x	0,1x	0,0x

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	43,4x	neg	8,2x	10,7x	neg	21,4x	9,6x	7,8x	7,3x
P/EK	1,2x	1,0x	0,9x	1,1x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x
P/FCF	38,1x	20,4x	3,7x	neg	3,7x	neg	23,0x	12,1x	9,9x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	3,6%	0,0%	0,0%	3,3%	5,2%	5,9%	6,5%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	29%	0%	0%	70%	50%	46%	48%
EV/Sales	0,5x	0,6x	0,7x	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA (adj)	11,5x	16,5x	4,7x	5,5x	5,4x	5,1x	3,7x	3,2x	2,9x
EV/EBIT (adj)	32,8x	neg	8,2x	11,1x	18,7x	16,3x	7,6x	6,1x	5,5x
Aktiekurs, årets slut (B-aktien)	19,6	16,1	14,0	20,0	15,3	15,3	15,3	15,3	15,3
EV, årets slut	906	773	524	690	448	455	451	438	421

Kvartalsdata (mkr)

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20
Nettoomsättning	265	222	181	181	230	225	166	175	157	134	146	151
Kostnad sålda varor	-196	-147	-118	-122	-153	-156	-114	-119	-110	-93	-105	-107
Bruttovinst	69	75	63	59	77	69	52	56	47	41	41	44
Försäljningskostnader	-31	-25	-24	-27	-27	-27	-25	-29	-25	-21	-19	-22
Administrationskostnader	-22	-21	-18	-19	-20	-18	-16	-16	-18	-14	-15	-15
Forskning- och utvecklingskostnader	0	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	-4
EBIT	14	29	16	10	28	22	18	7	2	2	10	3
Finansiella intäkter	1	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	0	-2	-6	-5	0	-3	0	-2	-8	-5	-1	-4
Resultat före skatt	15	27	10	5	31	19	18	5	-6	-3	9	-1
Skatter	-3	-6	0	-1	-6	-5	-2	2	1	1	-2	1
Nettoresultat avvecklad verksamhet	1	0	-8	-37	4	-20	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	13	21	2	-33	29	-6	16	7	-5	-2	7	0
Nettoresultat (justerat)	13	21	12	6	26	17	9	7	-3	1	5	2

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20
Omsättningstillväxt	-41%	-53%	-43%	-39%	-13%	1%	-8%	-3%	-32%	-40%	-12%	-14%
EBIT-tillväxt (justerad)	-30%	45%	250%	-134%	88%	-17%	-48%	-15%	-87%	-75%	-36%	-36%
Bruttomarginal	26%	34%	35%	33%	33%	31%	31%	32%	30%	31%	28%	29%
EBITDA-marginal (justerad)	11%	18%	19%	13%	20%	16%	16%	16%	12%	14%	16%	14%
EBIT-marginal (justerad)	6%	13%	12%	7%	13%	11%	7%	6%	3%	4%	5%	5%
Skattesats	18%	22%	0%	13%	18%	24%	18%	-22%	25%	-100%	33%	-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