



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 26 October 2020

Seafire

Momentum i marknaden

25% organisk tillväxt

Nettoomsättningen ökade med 17% (25% organiskt) till 53,3 mkr (45,7 mkr) vilket var i linje med vår förväntan. Däremot steg EBIT till 4,8 mkr (1,1 mkr) vilket var klart bättre än väntat. Avvikelsen låg i högre marginal inom primärt segmentet Handel & Tjänster (Nordbutiker), men även Åkerstedts uppvisade en högre EBIT marginal än vad vi räknat med. EPS uppgick till 0,09 kr (-0,37kr).

Köper övervakningsbolaget LudaFarm för 24 mkr

Luda.Farm är verksamt inom övervakningsteknologi. Bolaget omsatte 2019 ca 34 mkr med ett EBIT om ca 6 mkr. Köpeskillingen uppgår till 24 mkr kontant (egna medel, säljarrevers och upptagande av lån). Vilket motsvarar en EV/EBIT multipel om 4x. Vidare kan det bli en rörlig tilläggsköpeskillning vilken förväntas uppgå till 3 mkr. Övertagandet skedde den 1 oktober 2020

Höjer EPS med 12%

Efter kvartalet drar vi upp vår EPS estimat för '21e med 12%, drivet av förvärvet av Luda.Farm samt fortsatt stark efterfrågebild för Nordbutiker. Även SEK förstärkningen kommer sänka COGS ett par procentenheter under H2'20. Den senaste månaden har aktien stigit ca 9% jmf med omx small cap som har stigit ca 1% under samma period. Drivet av det nya förvärvet drar vi upp vårt motiverade värde till 17-18 kr (16-17) till hög risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	17.00 - 18.00	
EPS, just 20e	0.55	0.48	15.2%	Sales,m	175	237	244	272	Current price	12.70
EPS, just 21e	1.71	1.54	11.5%	Sales Growth	240.2%	35.2%	2.7%	11.7%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	2.15	1.95	10.3%	EBITDA, m	5.7	33	40	44		
				EBIT, m	(12.5)	17.4	26.6	30.9		
				EPS, adj	(2.56)	0.55	1.71	2.15		
				EPS Growth	NA%	(127.2)%	137.2%	26.3%		
				Equity/Share	2.3	3.0	4.6	6.7		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(0.2)%	7.3%	9.7%	10.5%		
				ROE (%)	(111.8)%	23.3%	35.6%	31.0%		
				ROCE	(7.5)%	11.8%	18.7%	22.6%		
				EV/Sales	1.38x	1.02x	0.99x	0.89x		
				EV/EBITDA	42.3x	7.4x	6.1x	5.5x		
				EV/EBIT	(19.3)x	13.9x	9.1x	7.8x		
				P/E, adj	(5.0)x	23.0x	7.4x	5.9x		
				P/Equity	5.6x	4.3x	2.7x	1.9x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(0.4)%	21.1%	13.0%	16.4%		
				Net Debt/EBITDA	25.3g	3.6g	2.4g	1.6g		

Kommande händelser	
Q4 rapport	23 feb 2021
Q1 rapport	28 april 2021
-	

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	9.7m
Market cap	123
Nettoskuld	119
EV	242
Free Float	48.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	15.0(k)
Reuters/Bloomberg	SEAF ST/SEAF SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

johan.lochen@penser.se
Analysavdelningen



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 26 October 2020

Sammanfattning

Momentum i marknaden

Investment Case

Seafire är en företagsgrupp grundad 2016, som förvärvar och utvecklar svenska onoterade småbolag inom industri, handel och tjänster, genom att vara en långsiktig och aktiv ägare. Tillväxt skapas dels genom förvärv, dels organiskt i dotterbolagen, vars affärsmodeller vidareutvecklas och ofta genomgår strategiska satsningar för ökad lönsamhet. Växande kassaflöden ger förbättrade lånevillkor till ytterligare företagsförvärv, som ofta görs till lägre transaktionsmultiplar relativt motsvarande för Seafire. Denna positiva spiral bidrar med skalbarhet, multipelarbitrage och långsiktigt värdeskapande.

Bolags profil

Bolagets grundare och VD, Johan Bennarsten har tillsammans med investeringschefen Mats Gullbrandsson över 15 års erfarenhet inom riskkapitalbranschen, från bl.a. CapMan och Pareto Securities Corporate Finance. Ledningen har från denna tid därutöver operativ erfarenhet från fondernas portföljbolag, som produktbolaget Swereco, tjänste- och omsorgsbolaget Curato och detaljhandelsbolaget Gallerix. Denna kombination borgar för goda förutsättningar till värdeskapande, genom relevanta förvärv och vidareutveckling av portföljbolagens verksamheter.

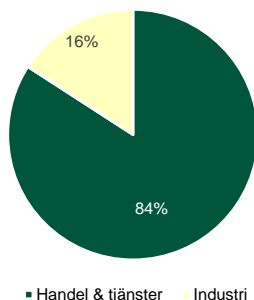
Värdering

Målbolagen är i storleksordningen 25 - 125 mkr i omsättning, av vilket det i Sverige finns tiotusentals. Konkurrensen om förvärven är därmed relativt begränsad, vilket reducerar transaktionsmultiplarna. Värt att notera är det multipelarbitrage som vanligen uppstår i denna typ av bolag i allmänhet och i Seafire:s i synnerhet, då bolaget handlas till en EV/EBITDA om ca 9x, jämfört med 2-6x för de hittills förvärvade portföljbolagen. Målsättning är att göra två till tre förvärv per år och nå en årsomsättning om 500 mkr inom fyra år, vilket vi, med förvärvshistorik och lånelöfte om 100 mkr, bedömer som rimligt.

Motiverat värde

Våra två värderingsansatser, Sum-of-the-Parts och relativvärdering på koncernnivå indikerar, med konservativa antaganden och hänsyn tagen till bolagsspecifika omständigheter samt förlustavdrag om ca 70 mkr, ett EV om ca 300 mkr, motsvarande ett börsvärde om ca 175 mkr och ett pris per aktie om 17 -18 kr (16-18).

Försäljning per segment

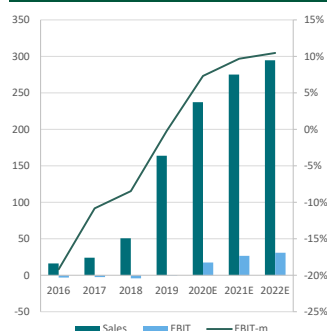


Aktiestruktur, ledning

Största aktieägare	Röster	Aktier
Sydsken AB (Johan Bennarsten)	17,53%	17,53%
Perpressa Invest AB	13,75%	13,75%
Brohuvudet AB	10,38%	10,38%
Björknäs Förvaltning	8,46%	8,46%
Övriga	49,88%	49,88%

Ordförande	Joachim Berner
Verkställande direktör	Johan Bennarsten
Finansdirektör	Peter Friberg
Investerarkontakt	Johan Bennarsten
Hemsida	seafireab.com

Resultatutveckling, helår



Resultaträkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	0,0	0,0	16,1	24,1	50,7	163,9	237,2	275,1	294,7
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,1	0,8	0,9	11,5	0,0	0,0	0,0
Extraordinära intäkter									
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	-5,4	-9,4	-28,7	-88,9	-143,1	-159,0	-174,0
Bruttovinst	0,0	0,0	10,7	15,6	22,9	86,5	94,2	116,1	120,7
Försäljningskostnader	0,0	0,0	-4,5	-5,1	-7,3	-22,1	-18,4	-22,9	-23,0
Administrationskostnader	0,0	0,0	-8,7	-13,9	-20,7	-45,8	-42,9	-53,3	-53,6
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	-0,1	0,0	-0,3	-0,7	-1,3	-1,3	-1,3
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	0,0	0,0	-2,5	-3,5	-5,4	17,9	31,6	38,6	42,9
Avskrivningar	0,0	0,0	-0,6	-0,2	-0,9	-18,2	-14,2	-12,0	-12,0
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	0,0	0,0	-3,1	-2,6	-4,3	-0,3	17,4	26,6	30,9
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	0,0	0,0	-3,1	-2,6	-4,3	-0,3	17,4	26,6	30,9
Finanisella intäkter	0,0	0,0	-0,5	-0,7	-1,2	-12,8	-12,0	-10,0	-10,0
Finansiella kostnader									
Resultat före skatt	0,0	0,0	-3,5	-3,3	-5,5	-13,1	5,4	16,6	20,9
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	0,0	0,0	-3,5	-3,3	-5,5	-13,6	5,4	16,6	20,9
Nettoresultat (just)	0,0	0,0	-3,2	-4,3	-7,8	-13,6	5,4	16,6	20,9

Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	0,0	0,0	0,0	-3,6	-6,3	-12,5	17,4	26,6	15,6
Icke kassaflödespåverkande poster									
Förändringar i rörelsekapital	0,0	0,0	0,0	-1,7	1,6	6,2	10,7	-4,5	11,7
Kassaflöde från den operationella verksamheten	0,0	0,0	0,0	-5,4	-4,7	-6,4	28,1	22,1	27,3
Investeringar	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	0,0	0,0	0,0	-6,0	-3,7	-7,5	27,0	21,0	26,2
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	0,0	7,8	18,5	82,2	0,0	0,0	0,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-76,1	-26,1	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,0	0,0	0,0
Kassaflöde	0,0	0,0	0,0	1,8	14,7	-1,4	24,9	21,0	26,2
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld (just)	0,0	0,0	0,0	0,0	8,6	144,5	118,5	97,5	71,3

Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0,0	0,0	17,5	17,5	42,2	105,9	91,6	79,6	67,6
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,3	0,9	0,9	9,9	11,0	12,1	13,2
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	14,3	14,3	14,3	14,3
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	2,4	2,4	2,4	2,4
Summa anläggningstillgångar	0,0	0,0	18,1	18,7	43,3	132,5	119,4	108,5	97,6
Varulager	0,0	0,0	3,4	4,9	5,9	39,5	53,4	54,9	61,3
Kundfodringar	0,0	0,0	1,8	2,5	11,2	11,5	11,9	12,2	13,6
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	5,0	1,3	6,2	4,0	5,0	5,0	5,0
Likvida medel	0,0	0,0	1,6	3,4	7,1	6,7	32,8	53,8	80,0
Summa omsättningstillgångar	0,0	0,0	11,9	12,1	30,4	61,8	103,0	125,8	159,8
SUMMA TILLGÅNGAR	0,0	0,0	29,9	30,7	73,7	194,3	222,4	234,3	257,4
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	0,0	0,0	12,6	19,1	21,4	22,2	28,9	45,0	65,2
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital	0,0	0,0	12,6	19,1	21,4	22,2	28,9	45,0	65,2
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	7,5	3,9	12,0	138,3	138,3	138,3	138,3
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
Summa Långfristiga skulder	0,0	0,0	7,5	3,9	12,0	138,3	138,3	138,3	138,3
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	2,1	1,7	3,7	13,0	13,0	13,0	13,0
Leverantörsskulder	0,0	0,0	1,7	1,6	4,0	7,1	28,5	24,4	27,2
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	6,1	5,0	31,8	13,7	13,7	13,7	13,7
Summa kortfristiga skulder	0,0	0,0	9,8	8,2	39,5	33,9	55,2	51,1	53,9
Summa Eget Kapital och skulder	0,0	0,0	29,9	31,2	72,9	194,3	222,4	234,3	257,4

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