

# BEIJER electronics GROUP

Sektor: Industrial Goods & Services

## Med molnet i sikte

Vi tar upp bevakning av BEIJER electronics GROUP (BELE). Efter att ha genomfört en krävande omställning anser vi att gruppen nu är bättre positionerat än någonsin. Vi ser goda möjligheter för fortsatt tillväxt samtidigt som lönsamheten förväntas förbättras avsevärt under kommande år.

### Mer än bara automation

Beijer Electronics är inte längre endast ett gammalt automationsbolag vilket reflekteras av bolagets framgångsrika lansering av nya operatörspaneler och den kommande lanseringen av en SaaS-baserad molntjänst. Vi ser särskilt positivt på Westermos möjligheter då bolaget är positionerat som en av de mest pålitliga leverantörerna av robusta nätverklösningar inom icke-priskänsliga marknader.

### Turnaround äntligen avklarad

BELEs omställning har tagit längre tid än väntat, men genom flera starka rapporter under 2018 har bolaget övertygat marknaden om att vändningen är avklarad. Både orderingång och intäkter växer kraftigt (37% respektive 18% i Q4) och är nu på all-time high.

### Rimligt prissatt efter hög kursuppgång

Trots att vi ser ett starkt momentum, utrymme för ytterligare tillväxt och framförallt förbättrad lönsamhet så anser vi att aktien är rimligt prissatt efter kursuppgången på 55% under 2019. Detta stöds av vår **DCF-värdering som resulterar i ett motiverat värde på 56 kronor per aktie** såväl som av en relativvärdering som visar på att aktien är rimligt prissatt i relation till internationella peers.

### Positiva utsikter

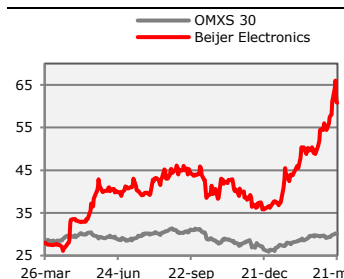
Trots att vårt motiverade värde indikerar att aktien är rimligt prissatt så anser vi att BELE bör vara attraktivt för långsiktiga investerare som söker exponering mot industriell IoT. Bolaget är väl positionerat för att växa med sina marknader (förväntas växa med 7-15%) och vi anser att en förbättrad lönsamhet och positionering kan komma att motivera en högre värdering framöver.

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	1206	1417	1602	1767	1921	2054
EBITDA	90	151	202	263	307	339
EBIT	18	74	117	177	219	249
EPS (adj.)	-0,2	1,5	2,9	4,5	5,7	6,6
EV/Sales	1,1	1,0	1,2	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA	14,2	9,7	9,7	7,1	5,7	4,9
EV/EBIT	71,4	19,7	16,8	10,6	8,1	6,6
P/E	-157,3	23,8	19,5	12,4	9,7	8,4

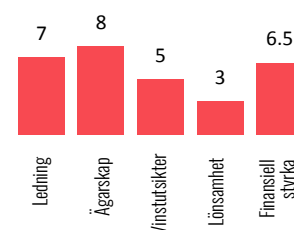
### FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
33,0	56,0	74,0

### VERSUS OMXS30



### REDEYE RATING



### FAKTA

Ticker	BELE
Lista	Small Cap
Aktiekurs (SEK)	56,0
Börsvärde (MSEK)	1604
Nettoskuld 19E (MSEK)	354
Free Float	35 %
Dagl oms. ('000)	40

### ANALYTIKER

Dennis Berggren  
 dennis.berggren@redeye.se  
 Henrik Alveskog  
 henrik.alveskog@redeye.se

Detta är en kortfattad sammanfattning på svenska. Den fullständiga initialrapporten (eng) finns på [Redeye.se](http://Redeye.se).

## Investeringssammanfattning

**Turnaround äntligen avklarad.** Det har tagit längre tid än väntat, men genom flera starka rapporter under 2018 har BEIJER electronics GROUP övertygat marknaden om att omställningen i bolaget är avklarad, vilket inte minst reflekteras av tillväxten i ordergång och försäljning om 37% respektive 18% i Q4.

Efter att ha avslutat distributionsavtalet med Mitsubishi Electric (därmed minskat beroende och förbättrade marginaler), uppdaterat produktportföljen med en större andel egenutvecklade lösningar, omstrukturerat organisationen och med nya ledningsgrupper på plats så anser vi att BELE bättre positionerat än tidigare.

**Växer med industrins digitalisering.** Digitaliseringen av industrin är en trend och samtliga affärsenheter är positionerade att växa med den. Prognoserna skiljer sig åt mellan tillämpningsområde men marknaderna förväntas att uppvisa en årlig tillväxt mellan 7 och 15% under de kommande fem åren.

Vi ser särskilt positivt på gruppens guldägg Westermo som ökat omsättning och rörelseresultat med 9% respektive 10% sedan bolaget förvärvades under 2008. Den nuvarande tillväxten är betydligt högre då ordergång och försäljning ökade med 37% respektive 27% under 2018. Bolaget är verksamt inom icke-priskänsliga nischmarknader med långa projektaffärer där Westermo är positionerat som en av de mest pålitliga leverantörerna av robust nätverksutrustning. Vi räknar med att bolaget kommer upprepa sina framgångar inom järnvägsinfrastruktur (där flera existerande kunder redan finns) och eldistribution. Vi prognosticerar att Westermo enskilt kommer omsätta 810 MSEK med ett rörelseresultat runt 130 MSEK under 2021.

**Rimligt prissatt efter hög kursuppgång.** Trots att vi ser ett starkt momentum, utrymme för ytterligare tillväxt och framförallt förbättrad lönsamhet så anser vi att aktien är rimligt prissatt efter kursuppgången på 55% under 2019. Detta stöds av DCF-värderingen i vårt basscenario som resulterar i ett motiverat värde på 56 kronor per aktie såväl som vår relativvärdering som visar på att aktien är rimligt prissatt i förhållande till internationella aktörer. Trots att vår värderingsansats resulterar i att aktien handlas i rimliga nivåer så anser vi att BELE bör erbjuda goda avkastningsmöjligheter för långsiktiga investerare som söker exponering mot industriell IoT.

Beijer Electronics är inte längre endast ett gammalt automationsbolag, vilket reflekteras av den framgångsrika lanseringen av nya operatörspaneler och kommande lansering av en SaaS-baserad molntjänst. Affären karaktäriserats av långa kundrelationer där Beijer Electronics produkter designas in i kundens automationssystem vilket innebär att det finns potentiellt uthålliga konkurrensfördelar. En förbättrad positionering som framställer bolaget som en ledande leverantör av digitala lösningar för industrin kan motivera en högre värdering framgent.

Vi tror primärt att aktiekursutvecklingen kommer att drivas av rapporter som framförallt visar på lönsamhetsförbättringar såväl som fortsatt hög tillväxt. Givet den mycket höga ordergången under 2018 och nuvarande valutamedvind så finner vi det rimligt att vänta ytterligare rapporter som visar på hög tillväxt och förbättrad lönsamhet under 2019.

## Bear-points (risker)

### Cyklisk verksamhet

En stor del av bolagets intäkter kommer från industrin vilket innebär att det finns en ofrånkomlig risk i att bolaget påverkas negativt vid en ekonomisk avmattning. I en sådan fas kommer det samtidigt bli viktigare att koncentrera investeringar till effektivitetsförbättringar, vilket skulle kunna dämpa de negativa effekterna.

Under 2009 så minskade försäljningen med 15% samtidigt som rörelseresultatet minskade med 45%. Bolaget förblev dock lönsamt med en rörelsemarginal på 6% och positiva kassaflöden. Därmed visade gruppen att de kunde hantera situationen innan BELE återvände till tillväxt och förbättrad lönsamhet under 2010.

### Misslyckande i att vända Korenix

Enligt ledningen är detta den sista utmaningen som återstår innan de anser att omställningen slutligen är i hamn. Under de senaste åren har Korenix haft problem i ledningsgruppen, hög omsättning bland anställda och en stor omstrukturering har genomförts. Under 2018 påverkade Korenix gruppens lönsamhet negativt (-6 MSEK på rörelseresultatet). Ledningen hävdar att 2018 var ett återställningsår för Korenix och att bolaget ska visa lönsamhet under 2019. Även om orderingången under H2'18 tyder på att Korenix är på rätt väg finns det en risk att omställningen tar ytterligare tid och att affärsenheten fortsätter att tynga gruppens lönsamhet.

### Utmaning i att öka Westermos leveranskapacitet

Under de två senaste kvartalen har Westermo upplevt kapacitetsproblem som påverkat bolagets marginaler negativt, vilket förklaras av den höga tillväxten under de senaste åren. Bolaget har genomfört åtgärder för att förbättra både produktion och supply chain men det finns dock en risk att det kan ta tid innan bolaget återgår till normala lönsamhetsnivåer.

## Katalysatorer

### Större lönsamhetsförbättringar inom kortare tid

Den höga orderingången under slutet av 2018 banar väg för hög försäljningstillväxt vilket bör föranleda lönsamhetsförbättringar. Det finns en chans att BELE visar större lönsamhetsförbättringar och därmed når sin finansiella målsättning (10% EBIT-marginal) snabbare än vad marknaden räknar med.

### Framgångsrik lansering av fast track to the cloud

Under 2019 ska Beijer Electronics lansera sitt industriella IoT koncept "fast track to the cloud" vilket är en licensbaserad mjukvara som kommer bringa återkommande intäkter och förbättrade marginaler. Även om vi räknar med att mjukvaran kommer att stå för en liten andel av bolagets totala intäkter så kan en framgångsrik lansering av konceptet övertyga marknaden om att Beijer Electronics är långt ifrån ett gammalt automationsbolag - vilket i sin tur kan motivera en högre värdering.

### Förvärv

Beijer Group har en förvärvshistorik och utvärderar kontinuerligt nya förvärvsmöjligheter. Då vändningen är avklarad samtidigt som balansräkningen stärkts under de senaste åren så ser vi en ökad sannolikhet för förvärv under de kommande två åren. Troligtvis kommer det vara ett bolag som kompletterar Beijer Electronics eller Westermos verksamheter alternativt en verksamhet som kommer att utgöra en fjärde affärsenhet. Samtidigt är det viktigt att påpeka att bolaget har en blandad förvärvshistorik där långt ifrån alla förvärv har varit lika framgångsrika som Westermo.

## Värdering

Vår värdering är baserad på tre olika scenarion; det mest sannolika basscenariot, ett optimistiskt bullscenario samt ett negativt bearscenario där en DCF-värdering ligger till grund för motiverade värden i samtliga scenarion. I modellen använder vi en diskonteringsränta (WACC) på 10,5%, en skattesats på 22% och 2% FCF tillväxt i evighetsperioden. Inga förvärv är inkluderade i våra scenarion. Värderingen i basscenariot bygger på prognoserna presenterade på första sidan såväl som de långsiktiga antagandena presenterade nedan.

### Bear Case 33 SEK

Nyckelantaganden:

Årlig tillväxt 2019-21: 7%

Årlig tillväxt 2022-27: 4%

Rörelsemarginal (snitt) 2019-27: 8%

Terminal rörelsemarginal: 8%

Generellt sett intar vi en försiktigare hållning gällande bolagets möjligheter att fortsätta uppvisa tvåsiffrig tillväxt under de två kommande åren.

Detta baseras på antaganden om lägre penetration inom Westermos nya fokusområden, utdragen vändning inom Korenix såväl som lägre avkastning på introduktionen av den molnbaserade mjukvarulösningen.

Lägre försäljningstillväxt kommer att begränsa lönsamhetsutvecklingen. I bearscenariot antar vi därför även lägre rörelsemarginaler. På EBITDA-nivå antar vi en genomsnittlig marginal på 13% under hela prognosperioden.

### Base Case 56 SEK

Nyckelantaganden:

Tillväxt 2019-21: 11%

Tillväxt 2022-27: 4,5%

Rörelsemarginal (snitt) 2019-27: 12%

Terminal rörelsemarginal: 11%

Bolagets höga orderingång banar väg för ytterligare försäljningstillväxt under 2019. Vi förväntar oss att Beijer Electronics fortsätter att skörda från den framgångsrika lanseringen av operatörspaneler, IoT-gateways såväl som lanseringen av "fast track to the cloud".

Gällande Westermo så räknar vi med framgångsrik penetration av de nya fokusmarknaderna samtidigt som bolaget fortsätter att växa inom järnvägsinfrastruktur och eldistribution.

Lönsamhetsförbättringar i Korenix redan under 2019. Vi antar att bolaget kommer att stärka gruppens lönsamhet på längre sikt men fortfarande utgöra en liten del relativt Beijer Electronics och Westermo.

Vi räknar med marginella bruttomarginal-förbättringar under de kommande åren till följd av en ökad andel försäljning av egenproducerade produkter. Den största skillnaden gäller förbättrad lönsamhet till följd av ökade försäljningsvolymerna.

### Bull Case 74 SEK

Nyckelantaganden:

Tillväxt 2019-21: 13%

Tillväxt 2022-27: 5,4%

Rörelsemarginal (snitt) 2019-27: 13%

Terminal rörelsemarginal: 13%

I vårt positiva bullscenario gör vi antaganden om högre tillväxt inom respektive affärsenhet. Vi räknar även med en större framgång med lanseringen av fast track to the cloud vilket förbättrar lönsamheten ytterligare.

Vi räknar särskilt med högre tillväxt för Westermo baserat på högre marknadsandelar inom bolagets nya fokusområden.

Samtidigt räknar vi med något högre kostnader och investeringar för att stärka försäljningstillväxten och leveranskapaciteten.

I takt med att försäljningen växer snabbare så räknar vi även med större lönsamhetsförbättringar till följd av större volymer. I bullscenariot antar vi en genomsnittlig rörelsemarginal om 14% efter 2021.

## Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

### **Ledning: 7,0**

Beijer Electronics Groups ledning och styrelse kännetecknas av personer med relevant industriell erfarenhet. Ledningen visar på god förståelse för gruppens marknader, är fokuserade på långsiktig tillväxt och nyanserade i sin kommunikation. Samtidigt är ledningsgruppens historik kort då samtliga personer tillträtt under 2015 eller senare. BELE har trots allt visat på positiv utveckling med sin nuvarande ledning som vi bedömer har avklarat vändningen i bolaget.

### **Ägarskap: 8,0**

Vi har en positiv syn på bolagets ägarlista som främst består av stort antal institutionella investerare. Ett par av ägarna har varit investerade i över 10 år vilket visar på ett långsiktigt intresse. Ägarna har resurser för att stödja bolaget vid behov, vilket de även gjort tidigare. Bolagets största ägare Stena Sessan (30% av kapitalet) finns även representerade i styrelsen.

### **Vinstutsikter: 5,0**

Bolaget är verksamt på marknader som växer med digitaliseringstrenden. De största verksamheterna karaktäriseras av långa kundrelationer och projektaffärer, där bolagets produkter integreras i kundernas system vilket utgör potentiellt uthålliga konkurrensfördelar (byteskostnader). Vi väntar oss att se förbättrad lönsamhet till följd av fortsatta bruttomarginalförbättringar men framförallt genom högre försäljningsvolym.

### **Lönsamhet: 3,0**

Trots att bolaget visat på positiv utveckling under det senaste året så påverkas betyget av gruppens negativa resultat och kassaflöden under 2016 och 2017. Vi ser goda möjligheter till att höja vår rating i takt med att lönsamheten förbättras under de närmsta åren.

### **Finansiell styrka: 6,5**

Beijer Group har stärkt balansräkningen under de senaste åren och har idag en solid kapitalstruktur. Affären är diversifierad och vi ser ingen risk för att bolaget ska behöva ta in externt kapital för att finansiera rörelsen. På den negativa sidan så påverkas ratingen av att verksamheten är cyklisk och att det finns en risk för ett försäljningstapp vid en ekonomisk avmattning.

RESULTRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	1 206	1 417	1 602	1 767	1 921
Summa rörelsekostnader	-1 116	-1 267	-1 400	-1 504	-1 613
EBITDA	90	151	202	263	307
Avskrivningar materiella tillg.	-17	-18	-20	-20	-20
Avskrivningar immateriella tillg.	-55	-58	-66	-67	-68
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	18	74	117	177	219
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-22	-11	-11	-11	-8
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-4	63	106	166	211
Skatt	-2	-20	-23	-37	-46
Nettoreultat	-5	44	82	130	165

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningsstillgångar</i>					
Kassa och bank	89	94	156	253	354
Kundfordringar	198	213	240	265	288
Lager	169	206	232	247	269
Andra fordringar	68	68	68	68	68
Summa omsättn.	525	582	696	834	979
<i>Anläggningsstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	85	91	92	94	97
Finansiella anl. tillg.	1	1	1	1	1
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	503	503	503	503	503
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	251	286	290	296	301
Övr. anlägg. tillg.	2	2	2	2	2
Summa anlägg.	843	883	889	896	904
Uppsk. skatteford	52	51	51	51	51
Summa tillgångar	1 419	1 515	1 636	1 780	1 933
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantorsskulder	47	50	50	50	50
Kortfristiga skulder	270	300	352	389	423
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Summa kort. skuld	317	350	402	439	473
Räntebr. skulder	459	460	460	460	460
L. icke räntebr. skulder	3	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	779	810	862	899	933
Uppskj. skatteskuld	49	49	49	49	49
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	585	653	721	829	948
Minoritet	6	4	4	4	4
Minoritet & E. Kap.	591	657	725	833	952
Summa skulder och E. Kap.	1 419	1 515	1 636	1 780	1 933

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	1 206	1 417	1 602	1 767	1 921
Sum. Rörelsekostnader	-1 116	-1 267	-1 400	-1 504	-1 613
Avskrivningar	-72	-77	-85	-87	-88
EBIT	18	74	117	177	219
Skatt på EBIT	-4	-23	-26	-39	-48
NOPLAT	14	51	91	138	171
Avskrivningar	72	77	85	87	88
Bruttokassaflöde	86	128	176	224	259
Föränd. i rörelseskap	0	-21	-1	-4	-11
Investeringar	-62	-117	-91	-94	-96
Fritt kassaflöde	24	-10	84	127	152

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	42%	43%	44%	47%	49%
Skuldsättningsgrad	87%	78%	71%	62%	54%
Nettoskuld	417	416	354	257	156
Sysselsatt kapital	1 007	1 071	1 078	1 089	1 107
Kapit. oms. hastighet	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningsstillväxt	8%	18%	13%	10%	9%
VPA tillväxt (just.)	-97%	-898%	89%	57%	27%

DCF VÄRDERING		KASSAFLÖDEN, MSEK	
WACC (%)	10,5 %	NPV FCF (2018-2020)	300
		NPV FCF (2021-2027)	786
		NPV FCF (2028-)	939
		Rörelsefrämmande tillgångar	86
		Räntebärande skulder	-510
		Motiverat värde MSEK	1601
Antaganden 2017-2023 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	6,8 %	Motiverat värde per aktie, SEK	56,0
EBIT marginal	11,7 %	Aktiekurs, SEK	56,0

LÖNSAMHET	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE	-1%	7%	12%	17%	19%
ROCE	2%	7%	10%	14%	16%
ROIC	1%	5%	8%	13%	16%
EBITDA marginal	7%	11%	13%	15%	16%
EBIT marginal	1%	5%	7%	10%	11%
Nettomarginal	0%	3%	5%	7%	9%

DATA PER AKTIE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VPA	-0,19	1,52	2,88	4,53	5,75
VPA just.	-0,19	1,52	2,88	4,53	5,75
Utdelning	0,00	0,50	0,75	1,00	1,25
Nettoskuld	14,58	14,51	12,37	8,97	5,46
Antal aktier	28,60	28,64	28,64	28,64	28,64

VÄRDERING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EV	1 284,2	1 458,2	1 966,4	1 868,0	1 766,4
P/E	-157,3	23,8	19,5	12,4	9,7
P/E diluted	-157,3	23,8	19,5	12,4	9,7
P/Sales	0,7	0,7	1,0	0,9	0,8
EV/Sales	1,1	1,0	1,2	1,1	0,9
EV/EBITDA	14,2	9,7	9,7	7,1	5,7
EV/EBIT	71,4	19,7	16,8	10,6	8,1
P/BV	1,5	1,6	2,2	1,9	1,7

AKTIENS UTVECKLING		TILLVÄXT/ÅR	16/18E
1 mån	14,8 %	Omsättning	15,3 %
3 mån	56,4 %	Rörelseresultat, just.	154,7 %
12 mån	93,8 %	V/A, just	◆
Årets början	54,7 %	EK	10,7 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Stena	29,8 %	29,8 %
SEB Fonder	13,9 %	13,9 %
Svalder	11,1 %	11,1 %
Nordea Fonder	10,5 %	10,5 %
Fjärde AP-fonden	6,2 %	6,2 %
Tredje AP-fonden	2,5 %	2,5 %
Torsten Bjurman	2,1 %	2,1 %
Nordnet Pensionsförsäkring	1,7 %	1,7 %
Nordea Funds (Lux)	1,1 %	1,1 %
Nicolas Hassbjer	1,0 %	1,0 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	BELE
Lista	Small Cap
Kurs	56,0
Antal aktier, milj.	28,6
Börsvärde, MSEK	1603,6

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Per Samuelsson
CFO	Joakim Laurén
IR	
Ordf	Bo Elisson

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
Q1 rapport	17 April, 2019
Q2 rapport	12 Juli, 2019

ANALYTIKER		Redeve AB
Dennis Berggren		Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
dennis.berggren@redede.se		111 57 Stockholm

Henrik Alveskog  
henrik.alveskog@redede.se

## Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

### Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

### Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

### Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

### Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

### Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

### Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

## Redeye Equity Research team

### Management

**Björn Fahlén**

bjorn.fahlen@redeye.se

**Håkan Östling**

hakan.ostling@redeye.se

### Technology Team

**Jonas Amnesten**

jonas.amnesten@redeye.se

**Henrik Alveskog**

henrik.alveskog@redeye.se

**Dennis Berggren**

dennis.berggren@redeye.se

**Havan Hanna**

havan.hanna@redeye.se

**Kristoffer Lindström**

kristoffer.lindstrom@redeye.se

**Fredrik Nilsson**

fredrik.nilsson@redeye.se

**Tomas Otterbeck**

tomas.otterbeck@redeye.se

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Viktor Westman**

viktor.westman@redeye.se

### Editorial

**Jim Andersson**

jim.andersson@redeye.se

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Ludvig Svensson**

ludvig.svensson@redeye.se

### Life Science Team

**Anders Hedlund**

anders.hedlund@redeye.se

**Arvid Necander**

arvid.necander@redeye.se

**Klas Palin**

klas.palin@redeye.se

**Mathias Spinnars**

mathias.spinnars@redeye.se

**Erik Nordström (Trainee)**

erik.nordstrom@redeye.se

**Jakob Svensson (Trainee)**

jakob.svensson@redeye.se



## Disclaimer

### Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

### Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

### Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

### Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

### Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

### Redeye Rating (2019-03-24)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinstutsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	49	46	20	11	20
3,5p - 7,0p	91	89	121	42	56
0,0p - 3,0p	13	18	12	100	77
Antal bolag	153	153	153	153	153

### Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.  
Copyright Redeye AB.

---

#### Intressekonflikter

Dennis Berggren äger aktier i bolaget: Nej

Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

---