



Lundbergs



AKADEMISKA HUS



VASAKRONAN



WALLENSTAM

UPPDRAGSANALYS
18 december 2019

Ferroamp Elektronik

ANALYSGUIDEN

Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
Om Ferroamp Elektronik	3
Produkter och tjänster	
Affärsområde Dental	
Affärsområde Orthopedics	
Affärsområde Life Science	
Marknad och geografi	
Finansiella mål	9
Analys	10
Branschanalys 2012-2018	10
Värdering	12
Relativ värdering	12
Kassaflödesvärdering – branschen	13
Kassaflödesvärdering Elos Medtech	14
Branschen - kvartalstrender	16
Branschen - årsvisa nyckeltal	19

Framtidsprodukt växer kraftigt

Ferroamp Elektronik är ett så kallat cleantechbolag, alltså inriktat på miljöanpassad energianvändning. Bolaget grundades 2010 genomförde sina första leveranser i september 2015. Därefter har bolaget växt kraftigt. Börskursen ligger på ungefär 50 kronor. Det indikerar att placerarna tror på en fortsatt kraftig tillväxt.

Bolaget tillhandahåller en plattform för lokala likströmsnät, vilket skapar förutsättningar för energi- och effektoptimering inom tre snabbt växande marknader - solceller, elbilar och energilagring. De är världsledande inom sin nisch med produkten Energy Hub. Verksamheten bygger på en patenterad innovation som förbättrar användningen av trefasleverans.

Bolaget har ett mål om försäljning på 400 miljoner kronor 2022 och ett nollresultat 2021. Eftersom bolaget gått från knappt 10 miljoner 2016 till en försäljning på ungefär 50 miljoner 2019 är det uppenbart god efterfrågan på Energy Hub. Vi ser ingen anledning att det inte skall fortsätta. Vi ser därför en uppsida i aktien från dagens nivå på ungefär 50 kronor.

Datum: 18 december 2019

Analytiker: André Netzén Örn, Peter Malmqvist, Aktiespararna

Företagsnamn: Ferroamp Elektronik AB

Lista: First North

Vd: Björn Jernström/Krister Werner (feb 2020)

Styrelseordförande: Ylwa Karlgren

Marknadsvärde: 460 MSEK

Senast: 51 kr (12 december 2019)

Kort om bolaget: Ferroamp Elektronik är ett cleantechbolag, som tillhandahåller en plattform för lokala likströmsnät, vilket skapar förutsättningar för energi- och effektoptimering, framförallt hos större fastighetsägare.

Möjligheter och styrkor: Inom sin nisch har bolaget en stark ställning. Efterfrågan på produkten Energy Hub är mycket god. Bolagets tillväxt sedan Energy Hub lanserades 2015 har varit mycket god. Försäljningen för 2019 bör kunna uppgå till 50 miljoner kronor.

Risker och svagheter: Snabbt tillväxt är alltid riskfylld och kräver kapital, både i pengar och människor. Bolaget mål om att fördubbla försäljningen varje år fram till 2022 är en av de kraftfullaste på de svenska marknadsplatserna. Det gör bolagets strategi riskfylld.

Finansiell målbild: Bolaget siktar mot en försäljning på 400 miljoner kronor 2022, med ett nollresultat 2021.

				Prognos	Prognos
RESULTATRÄKNING	2016	2017	2018	2019	2020
Försäljning	2 262	10 434	15 804	35 480	79 652
% tillväxt		361,3%	51,5%	124,5%	124,5%
Rörelsekostnader (exkl avskrivningar)	-13 501	-17 858	-37 013	-60 315	-103 547
EBITDA	-11 239	-7 423	-21 209	-24 836	-23 895
%, marginal	-496,9%	-71,1%	-134,2%	-70,0%	-30,0%
Materialkostnader	3 816	8 636	14 684		
Övriga externa	6 351	6 703	8 791		
Personal	7 589	11 280	13 538		
Övrigt (inkl aktiverat)	-4 255	-8 761	-10 447		
Jämförelsestörande poster	0	0	0		
Avskrivningar M/I, fastigheter	-31	-47	-89	-60	-141
% av M/I, fastigheter	22,4%	17,8%	22,4%	15,0%	15,0%
Avskrivningar immateriella tillgångar	0	0	-776	-1948	-2 833
% av immateriella tillgångar		0,0%	12,7%	20,0%	20,0%
RÖRELSERESULTAT (EBIT)	-11 270	-7 470	-22 075	-26 844	-26 869

Om Ferroamp

Ferroamp Elektronik är ett så kallat cleantechbolag, alltså inriktat på miljöanpassad energianvändning. Bolaget grundades 2010 av Björn Jernström, som fortfarande driver bolaget i kraft av tillförordnad VD och ledamot i styrelsen.

Bolaget tillhandahåller en plattform för lokala likströmsnät, vilket skapar förutsättningar för energi- och effektoptimering. Verksamheten bygger på en patenterad innovation som förbättrar användningen av trefasleverans. Bolaget verkar inom tre snabbt växande marknader - solceller, elbilar och energilagring. De är världsledande inom sin nisch.

Den egenutvecklade produkten Energy Hub möjliggör integration av samtliga delar i en fastighet. Resultatet blir att bolaget kan leverera ett komplett system för både energilagring, elbilsaddning och störmutfjäring, liksom optimering av solelproduktion. Bolaget genomförde sina första leveranser i september 2015. Därefter har bolaget växt kraftigt och idag finns drygt 1000 installationer genomförda.

Produkter

I takt med det ökande användandet av alternativa energikällor, som solenergi och vindkraft, växer också belastningen på elnäten. De senaste åren har en tydlig medvetenhet vuxit fram, i såväl Sverige som i andra europeiska länder om att länderna står inför en kommande effektbrist. Enligt en rapport från Energiföretagen, står de svenska elnätet inför omfattande effektutmaningar. Resultatet av den stora belastningen blir att effektuttag ökar och elnätsavgifterna höjs. Kunderna har därför idag en generellt högre kostnad för eldistributionen, än för konsumtionen. Här kommer Ferroamp att spela en viktig roll med sin unika plattform. Den kan både dämpa belastningen på elnäten, liksom underlätta kundernas kostnadsoptimering.

Reglerar likström

Ferroamps affärsidé bygger på att batterier i fastigheter, elbilsbatterier och solpaneler använder likström. Genom att koppla ihop dessa till en plattform uppnås synergier, som optimerar energi- och effektutnyttjandet för hela fastigheten.

Detta resulterar i stora besparingar för kunden genom minskade elnätsavgifter och reducerade energiförluster.

Produkterbjudandet delas in i två delar, där den huvudsakliga delen utgörs av systemet Energy Hub och den andra av tillägsprodukter.

EnergyHub

Den centrala delen i Ferroamps erbjudande är plattformen Energy Hub, vilken samlar in och analyserar data samtidigt som den kopplar samman systemets olika delar, alltså generering, lagring och laddning. Systemet består av både hårdvara och mjukvara. Det kopplar också samman kundens lokala likströmsnät med det yttre elnätet. Med hjälp av mätdata sköter systemet omvandlingen till och från växelström efter behov. Ferroamp hävdar att omvandlingsförlusterna i fastigheten kan halveras jämfört med traditionella system.

Belastningen jämnas ut

Ytterligare en viktig komponent är en patenterad funktion, vilken jämnar ut belastningen mellan de olika faserna i anslutningen till elnätet. Härigenom kan kunden undvika kostsamma uppdateringar av fastighetens huvudsäkringar, vilket krävs i normala fall för att kunna hantera energitoppar. Dessa skapas vid exempelvis laddning av elbilar.

Energy Hub består av tre delar: 1) Fasbalansering, 2) Powershare och 3) Energy Cloud.

Fasbalansering

Fasbalanseringen är en patenterad lösning, som fördelar belastningen över elanläggningens tre faser. Härigenom minskar belastningen på huvudsäkringen. Eftersom det ofta är belastningen på huvudsäkringen som ligger till grund för elnätsavgiften, minskar kostnaden för kunden. Genom att belastningen fördelas, skyddar också fasbalanseringen huvudsäkringen från överbelastning, vilket innebär att tekniken kan användas som ett alternativ till traditionella effektvakter. Vid elbilsladdning i villor möjliggör fasbalansering upp till tre gånger snabbare laddning av bilen utan dyr uppgradering av huvudsäkringen.



Powershare

Powershare är ett system som kopplar ihop flera Energy Hubs och skapar förutsättningar för att dela på gemensamma resurser mellan olika fastigheter. Härigenom skapas bland annat förutsättningar för gemensamt nyttjande av energilager, liksom optimerat utnyttjandet av soltak. Genom detta kan kunden exempelvis installera solpaneler på de mest solsäkra taken i en bostadsrättsförening, för att sedan fördela elströmmen mellan föreningens olika fastigheter. Som ett resultat kan användningen av egenproducerad energi, som solkraft, ökas. Det skapar både kontroll över effektuttaget hos de anslutna fastigheterna, liksom ökar energisäkerheten eftersom det lokala elnätet går att driva trots att det publika elnätet får strömavbrott. Det bör dock noteras att det krävs en lagändring för att fullt ut kunna utnyttja Powershare.

Energy Cloud

Energy Cloud samlar in mätdata från systemets samtliga delar och övervakar driften. Genom analyser och rapporter ger mjukvaran kunden ett verktyg för att optimera systemet, liksom för att hantera och kontrollera kostsamma effekttoppar.

Tilläggstjänster

Solsträngsoptimerare

Denna produkt säljs till kunden, i syfte att koppla ihop solpaneler av olika fabrikat och typ, liksom för att koppla ihop dessa till det gemensamma likströmsnätet.

Energy Storage Optimizer

Denna är en omvandlare, vilken erbjuds i syfte att möjliggöra inkopplingen av batterier, samt för att möjliggöra laddning av elbilar.

Energilager

För att passa ett brett användningsområde erbjuds olika batterifabrikat, exempelvis Nilar, Pylontech och Sunwoda.



Affärsmodell

Den huvudsakliga stommen i bolagets affärsmodell, är idag ett hårdvaruerbjudande som bygger på försäljning av EnergyHub via återförsäljare. Under 2020 skall hårdvaruerbjudandet kompletteras med ett serviceerbjudande. Det bygger på att kunden kan köpa tilläggstjänster som exempelvis driftövervakning, simulering- och analystjänster för energi, avancerad energistyrning och mjukvaruuppdateringar med ny funktionalitet.

Kunder

Bolagets system kan utnyttjas i flera olika marknadssegment. Eftersom bolaget befinner sig i en expansionsfas och för att enklare kunna penetrera marknaden, har företagsledningen valt att fokusera på tre primära kundgrupper: 1) Kommersiella fastigheter, 2) hyreshus och 3) bostadsrättsföreningar. Detta inkluderar de flesta av Sverige större fastighetsbolag och bland kunderna återfinns några av fastighetssektorns större aktörer, däribland Vasakronan, Wallenstam, Akademiska Hus och LE Lundberg. Vidare har bolaget installationer hos flertalet av de större byggföretagen och energiföretagen, som bland annat Skanska och JM, liksom Vattenfall och Fortum,

Bearbetning via återförsäljare

Merparten av Ferroamps försäljning går via återförsäljare. Här finns tre primära försäljningskanaler: 1) integratörer och installatörer, 2) energikonsulter, samt 3) energiföretag.

Integratörer och installatörer

Gruppen integratörer och installatörer säljer och installerar hela bolagets erbjudande hos slutkunden. Bolaget har under 2019 annonserat samarbetsavtal med flera stora aktörer, som Elkedjan, Kraftpojkarna och Senergia.

Energikonsulter

Via energianalys med högt ingenjörsinnehåll lägger energikonsulterna en bas för erbjudandet om installation. Dessa använder Ferroamps lösning som en plattform för att sälja in sin produkt till kunden. Exempel på återförsäljare är HSB Energitjänster.

VASAKRONAN



WALLENSTAM

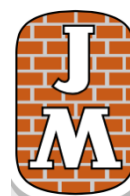


Lundbergs



AKADEMISKA HUS

SKANSKA



Energiföretag

Dessa bolag ser Energy Hub som en viktig del i deras serviceerbjudande och kan sälja mertjänster anpassade till Energy Hub. Exempel på återförsäljare är Stockholm Energi och Vattenfall.



Tillverkning

En stor del av produktionen sker i bolagets egna lokaler i Stockholm/Spånga. Bolaget köper halvfabrikat från leverantörer, vilka monteras i Spånga och därefter levereras till kunden. Leverantörerna finns främst i Sverige, Polen, Estland och Kina. Anläggningen i Spånga har kapaciteten att möta en efterfrågan om 40 miljoner kronor årligen. Bolaget söker aktivt nya strategiska partners, i syfte att ytterligare utöka kapacitetens och härigenom minska kostnaden per producerad enhet.



Externa aktörer

För att möta den starka efterfrågan har ett antal delmontage redan lagts ut på externa aktörer och ambitionen är att inom 6–18 månader kunna lägga ut tillverkningen av kompletta produkter på underleverantörer. Redan under tredje kvartalet 2019 syns resultat av denna outsourcing av delmontage. Bolaget har kunnat möta en volymefterfrågan som är tre gånger högre, jämfört med samma period 2018.

En nyckel för ökad kapacitet

Storskalig produktion är en förutsättning för fortsatt penetrering av marknaden och för att nå lönsamhet. Nyckeln är, vad bolaget kallar för "Industrialisering Gen 2.0". Idag är konstruktionerna anpassade för korta serier, vilket ger svag lönsamhet. Ambitionen är att utveckla nästa generations produkter med fokus på funktionalitet och framförallt industrialiserad produktion. Det ökar kostnadseffektiviteten och marginalerna, samt möjliggör en markant utökning av produktionskapacitet på mellan 10.000 och 100.000 enheter per år.

Prototyp färdig

Bolaget kommunicerade tidigt 2019 att utvecklingen bedöms vara fullt genomförbar inom 18–24 månader. Under augusti 2019 slutfördes den första prototypen av projektets solsträngsoptimerare. Bolaget har därefter skrivit kontrakt med

Trio Engineering för kontraktstillverkning, där den första leveransen är planerad till april 2020.

Intäktsmodell

Försäljningen är idag hårdvara, vilket genererar engångsintäkter vid varje leverans. Bolaget säljer hårdvarudelarna och återförsäljarna står själva för installationen. Efter den initiala försäljningen tillkommer potentiellt tilläggsinstallationer, i samband med att kunden vill bygga ut det lokala likströmsnätet med solpaneler, batterier eller EnergyHub, med anslutning till näraliggande byggnader. Bolaget har också inlett en utveckling av Energy Cloud, i syfte att tillhandahålla "energy-as-a-service", liksom "software-as-a-service" och härigenom utnyttja en serviceplattform. Exempel på tjänster som kan erbjudas är serviceavtal, simuleringsverktyg och larmfunktioner. Satsningen skapar förutsättningar för licensintäkter och serviceabonnemang, vilket också möjliggör en skalbar affärsmodell, som på sikt kan ge en stabil och repetitiv intäktsbas.

Marknad

Ferroamps marknad består av tre segment: 1) solceller, 2) energilagring och 3) effektiv laddning av elfordon. Energy Hub möjliggör sammankoppling av dessa tre segment och skapar härigenom en unik marknad. Bolaget är framförallt inriktat på kommersiella fastigheter, bostadsrättsföreningar och hyresrätter. Generellt står fastighetssektorn för ungefär en tredjedel av den totala energianvändningen i samhället, vilket gör Ferroamp väl positionerat. Detta stärks ytterligare av Naturvårdsverket, vilka uppmanar fastighetsägare till en effektivare energianvändning. Trenden är stark inom energieffektivisering av fastigheter och Kungliga Ingenjörsvetenskapsakademin har noterat att fastighetsägare ser området som en strategisk möjlighet. Detta bekräftas också av Vasakronan, som i årsredovisningen 2018 lyfter fram energieffektivisering som "Årets framtidsförslag".

Geografisk spridning

Geografiskt finns kunderna främst i Sverige och Norge, men leveranser till bland annat Nederländerna, Portugal, Finland och Schweiz har också förekommit. I takt med att en större marknads- och säljorganisation etableras är ambitionen att under 2019/2020 expandera i ytterligare fem länder utanför Norden. Fokus är framförallt Norge, Finland, Holland och Italien. I de två sistnämnda håller pilotinstallationer på att genomföras. Utöver dessa är, generellt sett, länder med en stark expansion av solenergi och elbilar, liksom stigande elnätspriser, potentiella marknader. Europeiska industrikommittén rapporterade 2017 att fastighetsbeståndet i Europa uppgick till cirka 210 miljoner enheter. Den svenska marknaden bedömer Ferroamp till cirka 1,5 miljarder kronor per år för deras tre produktområden; 1) Solceller; 2) Energilagring; 3) Eldrivna fordon.

1) Solceller

Under de senaste åren har förnybar energi i allmänhet och solenergi i synnerhet utvecklats till en massmarknadsprodukt. Tillväxten i solenergi är kraftig och har framförallt drivits av Kina. Även Sverige växer starkt och förväntas göra så de kommande åren också. I FN:s Agenda 2030 är målsättningen att den globala energimixen skall bestå av en större andel förnybar energi 2030. Vidare rapporterar internationella energirådet att de globala investeringarna inom energiområdet, under 2016 ökade med 133 miljarder US-dollar, varav 58 procent drivits av investeringar i både förnybar energi och energieffektivisering.

Den globala marknaden för växelriktare för solenergi väntas uppgå till 90 miljarder kronor 2024 (Global Market Insights) och marknaden för solenergi förväntas växa med cirka 10 procent per år fram till 2025. Bloomberg NEF bedömer att vind- och solkraft 2040 kommer att motsvara nära 40 procent av den globala elproduktionen. Den växande andelen förnybar energi driver en omställning från centraliserad produktion till lokal produktion, vilket skapar betydande utmaningar för nätägarna med bland annat krav på nätförstärkningar. Det, i sin tur, driver upp elnätsavgiften. Slutsatsen blir att den växande lokala produktionen av el driver behovet av Ferroamps produkter. Behovet av effektoptimering kommer att öka för att minska belastningen på elnäten och minska kostnaderna för kunden.

2) Energilagring

Eftersom elproduktionen från solkraft och vindkraft är beroende av vädret blir energiproduktionen svår att planera. I takt med att samhället ställer om produktionen, från centralt till lokalt producerad el ökar också nödvändigheten av att kunna lagra energi. Det driver efterfrågan på energilagring. Bloomberg NEF bedömer att kostnaden för litium-jon-batterier kommer att halveras till 2030. Vidare förutspår de att investeringarna i energilagring kommer att uppgå till närmare 620 miljarder US-dollar och att energilagring förväntas motsvara 7 procent av den globala energikapaciteten 2040. Marknaden förväntas därmed växa med 15 procent per år fram till 2025.

3) Eldrivna fordon

Den globala efterfrågan på eldrivna fordon växer kraftigt. Under 2018 var närmre 8 procent av alla sålda bilar i Sverige laddbara. Antalet elbilar globalt översteg 5 miljoner enheter. Fram till 2030 förväntas antalet elbilar växa från 5 miljoner per år till 130 miljoner (International Energy Agency). En ökande andel elbilar leder till effektoppar och ökad efterfrågan på förnybar energi. Detta skapar krav på nätförstärkningar och ökade priser för eldistributionen. International Energy Agency rapporterar också att de befintliga elsystemen sannolikt kommer att behöva förbättras för att på ett bra sätt kunna integrera det växande antalet elbilar in i distributionsnäten. Således driver elbilsutvecklingen efterfrågan på Ferroamps produkter. Det är framförallt kommersiella fastigheter och bostäder som väntas stå för en stor del av elbilsladdningen.

Microgrids – Lokala elnät

År 2017 uppgick den globala marknaden för lokala elnät, så kallade microgrids, till 15 miljarder US-dollar. Enligt Global Data förväntas den globala marknaden för microgrids växa med 15 procent per år, vilket ger en fördubbling till 30 miljarder dollar 2022. I juni publicerade regeringen också utredningen *Moderna tillståndsprocesser för elnät*. Där rekommenderas ett undantag i koncessionsplikten för att nätägarens monopol skall öppnas. Det möjliggör parallella likspänningsnät mellan byggnader och anläggningar. Detta ligger i linje med rekommendationerna från EU, om att gynna "local energy communities" och är en viktig milstolpe som öppnar upp för Energy Hub.

Konkurrens

Idag domineras marknaden överlag av aktörer som tillhandahåller lösningar som är optimerade till de enskilda segmenten. Konkurrensen bedöms emellertid vara hård. Det saknas däremot ett helhetstänkande hos dessa aktörer och Ferroamp bedömer att bolaget är relativt ensamma i denna position på marknaden, alltså där solkraft, energilagring och elbilsaddning samordnas.

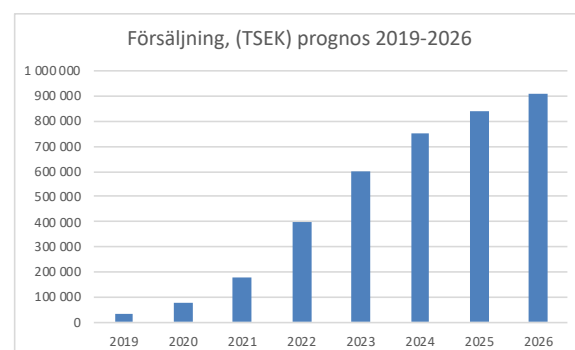
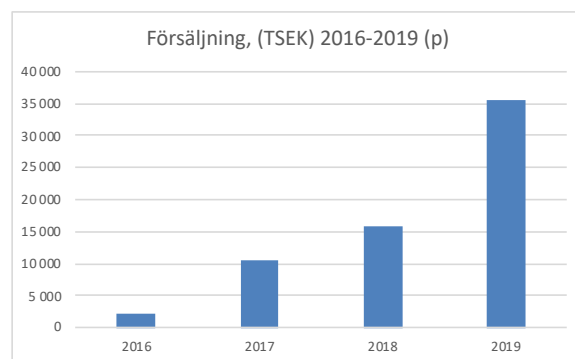
Analys

Försäljningstillväxt

Bolaget har skapat en stark ställning på marknaden och har ett försprång jämfört med konkurrenterna. Fokus de närmsta åren är markant ökad försäljning och att härigenom stärka marknadspositionen. Samhällstrenderna är tydliga. En ökad miljömedvetenhet, en mer tilltagande debatt om effektbrist och en allt snabbare omställning mot miljöanpassade fordon är faktorer som driver efterfrågan. Bolaget har hittills i år lyckats leva upp till de högt ställda förväntningarna och har nått målsättningen om en fördubblad försäljning under de tre första kvartalen.

Vår prognos

För att få en uppfattning om den aktuella börskursen kring 50 kronor har vi genomfört en kassaflödesvärdering (DCF-värdering) av Ferroamp. Syftet har varit att testa scenarier som vi tror placerarna utgår ifrån. Prognosperioden sträcker sig mellan 2019–2026. Scenario bygger på att bolaget når försäljningsmålet om 400 miljoner kronor 2022. Marknadens storlek, liksom bolagets starka kundbas och de underliggande marknadstrenderna skapar goda förutsättningar för en kraftigt ökande försäljning. Därför ser vi möjligheten för Ferroamp att ha en stark fortsatt tillväxt under den resterande delen av prognosperioden. Sammantaget prognostiserar vi därför en offensiv försäljningstillväxt på 55% per år, om än från låga nivåer. En ökning av produktionskapaciteten genom industrialisering av produkterna är dock en flaskhals som måste byggas bort.

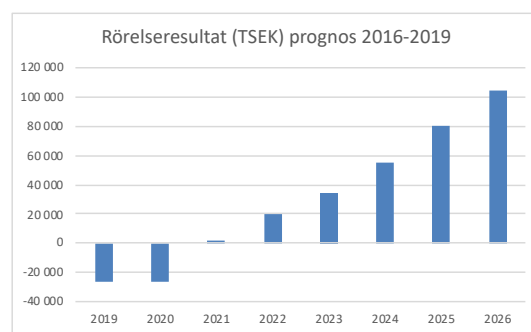
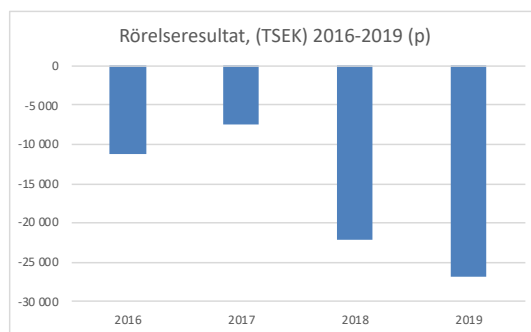


Lönsamhet

Bolagets position får anses som mycket stark och bolaget hävdar att produkterna kan säljas till ett pris över konkurrenternas. Om de långsiktiga planerna faller på plats kommer verksamheten också att innefatta molntjänster, genom utvecklingen av Energy Cloud. Detta skapar förutsättningar för licensintäkter och serviceabonnemang, vilket kan generera återkommande intäkter och ytterligare skalfördelar, vilket gynnar lönsamheten. Om satsningen på industrialisering enligt programmet "Gen 2.0" går som planerat kommer produktionskapaciteten att expandera väsentligt.

Resultatprognos

Bolaget bedömer att den högre produktionskapaciteten möjliggör nollresultat inom 18–24 månader. Vi har antagit att bolaget klarar denna målsättning och prognostiserar för 2021 en positiv rörelsemarginal före avskrivningar (EBITDA-marginal). På sikt är det rimligt att Ferroamp når en lönsamhetsnivå på minst genomsnittet för konkurrenterna. För detta talar det högre priset och skalfördelarna. För år 2026, vårt sista prognos- och expansionsår har vi dock antagit en EBITDA-marginal på 16 procent, vilket motsvarar genomsnittet för konkurrenterna.



Kassaflödesvärdering

Som nämnts ovan har vi testat olika scenarier som vi bedömer placerarna prognostiserar. Syftet har varit att få en uppfattning om vilka krav som placerarna ställer på bolaget. Baserat på dessa har vi genomfört en kassaflödesvärdering (DCF-värdering). Genomgående har en riskfri ränta på 2 procent använts vid värderingen, vilket är vår bedömning av den långsiktiga riskfria ränta som placerare räknar med. Det kan dock jämföras med dagens aktuella nivå kring noll procent, vilket gör vårt antagande relativt försiktigt. Den generella riskpremien för aktieplaceringar har satts till 5 procent.

Tillväxt

Med hänsyn till bolagets korta finansiella historik och de stora svängningarna i den historiska tillväxten har vi framförallt

baserat våra tillväxtprognoser på bolagets vägledning och finansiella mål. Vi har även studerat jämförbara konkurrenter. Det kan tilläggas att tillväxten förväntas ske utan några förvärv.

Investeringar

Ferroamp befinner sig i en kraftig investeringsfas med industrialisering av produkterna, liksom fortsatt utveckling av framförallt Energy Clouds mjukvaruplattform. Vi utgår därför ifrån att investeringarna i immateriella tillgångar kommer att vara fortsatt hög. Baserat på den historiska investeringstakten beräknar vi att de årliga investeringarna i immateriella tillgångar kommer att uppgå till 12–13 procent av omsättningen fram till 2022. Efter investeringsfasen antar vi att den årliga investeringstakten successivt avtar till 5–6 procent av omsättningen. Båda nivåerna är mycket höga och klart högre än det normala verkstadsbolagets. Detta inkluderar investeringar i immateriella tillgångar.

Lönsamhet

Vårt scenario ger en prognostiserad avkastning på sysselsatt kapital som ökar från negativa tal 2019 till drygt 14 procent under slutåret 2026. Kapitalomsättningen på sysselsatt kapital väntas dock bara öka marginellt till följd av stora investeringar. Lönsamhetsförbättringen förklaras därför framförallt av en högre rörelsemarginal.

Resultat

Historiskt har Ferroamp visat förluster, vilket även var fallet under det tredje kvartalet 2019. Vi bedömer att bolaget kommer att fortsätta redovisa förlust de närmsta åren, men att verksamheten successivt närmar sig målet om break-even till 2021. Fram till slutåret förväntas rörelseresultatet växa kraftigt, framförallt drivet av ökande omsättning och att bolaget successivt skalar sig upp till en lönsamhet, aningen högre än jämförbara konkurrenter.

Bolagsspecifik risk (Beta)

En av de viktigaste parametrarna vid värderingen är den bolagsspecifika riskpremien på eget kapital (betavärdet). Ferroamp befinner sig i en markant tillväxtfas med kraftiga investeringar, vilket drar upp riskpremien. Bolaget redovisar för närvarande ingen vinst och i våra bedömningar har vi tagit hänsyn till att bolaget kommer att redovisa negativa kassaflöden

de kommande åren. Nyemissioner kommer bli nödvändiga för att infria tillväxtmålen.

Mot bakgrund av ovannämnda faktorer har vi antagit ett betavärde på 1,5, vilket får betraktas som högt. En potential framöver är att bolaget når positiva kassaflöden och minskat kapitalbehov, vilket bör resultera en markant minskad riskpremie.

Kreditriskpremie

Prognos av bolagets kreditriskpremie har gjorts utifrån bolagets storlek, bransch, samt förmåga att generera kassaflöde, liksom historiska data. Premien har beräknats till 5 procent, vilket ligger i det lägre spannet av den historiska räntekostnaden, sett som procent av de räntebärande skulderna, under perioden 2016–2018.

Vägt avkastningskrav (WACC)

Parametrarna ovan har använts för att beräkna ett viktat avkastningskrav (WACC) för Ferroamp. Vårt estimerade WACC uppgår till 9,05 procent.

P/e-tal och EV/EBIT 2026

Med ovanstående förutsättningar får vi ett aktiepris på 50–51 kronor. Det skulle ge en försäljning på drygt 900 miljoner kronor 2026, mot försäljningen 2018 på 16 miljoner. Rörelseförlusten 2018 på 11 miljoner kronor skulle bli en vinst på 97 miljoner kronor 2026, vilket motsvarar en rörelsemarginal (EBIT) på 10–11 procent. Räknat på vinst 2026 motsvarar dagens värdering ett p/e-tal på ungefär 6, vilket även gäller för EV/EBIT-multipeln. Vi ser därför en uppsida i aktien från dagens nivå på ungefär 50 kronor.

Ansvariga analytiker: André Netzén Örn, Peter Malmqvist

Historik 2016-2018 samt prognos 2019-2020

				Prognos	Prognos
RESULTATRÄKNING	2016	2017	2018	2019	2020
Försäljning	2 262	10 434	15 804	35 480	79 652
% tillväxt		361,3%	51,5%	124,5%	124,5%
Rörelsekostnader (exkl avskrivningar)	-13 501	-17 858	-37 013	-60 315	-103 547
EBITDA	-11 239	-7 423	-21 209	-24 836	-23 895
%, marginal	-496,9%	-71,1%	-134,2%	-70,0%	-30,0%
Materialkostnader	3 816	8 636	14 684		
Övriga externa	6 351	6 703	8 791		
Personal	7 589	11 280	13 538		
Övrigt (inkl aktiverat)	-4 255	-8 761	-10 447		
Jämförelsestörande poster	0	0	0		
Avskrivningar M/I, fastigheter	-31	-47	-89	-60	-141
% av M/I, fastigheter	22,4%	17,8%	22,4%	15,0%	15,0%
Avskrivningar immateriella tillgångar	0	0	-776	-1948	-2 833
% av immateriella tillgångar		0,0%	12,7%	20,0%	20,0%
RÖRELSERESULTAT (EBIT)	-11 270	-7 470	-22 075	-26 844	-26 869
Resultat i intressebolag	0	0	0		
Övriga finansiella poster	0	0	0		
Räntetäkter	2	0	0	21	46
Räntekostnader	-120	-102	-117	-305	-323
Finansnetto	-118	-102	-117	-284	-277
RESULTAT FÖRE SKATT	-11 388	-7 573	-22 192	-27 128	-27 146
Skatter	0	0	0	5 426	5 429
Avvecklade verksamheter (IFRS)	0	0	0		
Minoritetsintresse	0	0	0	0	0
ÅRETS RESULTAT	-11 388	-7 573	-22 192	-21 702	-21 717
Kostnadsrelationer					
Material % försäljning	169%	83%	93%		
Personal i % försäljning	336%	108%	86%		
Personalkostnad/anställd (tkr)	542	537	752		
Övriga externa % försäljning	281%	64%	56%		
BALANSRÄKNING	2016	2017	2018	Prognos 2019	Prognos 2020
Immateriella tillgångar/goodwill	0	3 048	5 358	7 792	14 796
M/I, fastigheter	107	218	308	461	798
Aktier, finansiella tillgångar	0	23	12	12	12
Uppskjutna skattefordringar	0	0	0	0	0
Aktiverad utveckling (rörelsekapital)	0	0	0		
Lager (rörelsekapital)	1 827	3 325	5 108	17 145	38 491
Kundfordringar, övriga oms tillg (rörelsekapital)	1 181	2 232	7 985	8 160	18 320
Kassa, bank, likvida tillgångar	4 084	2 036	1 374	3 084	6 923
(Residual)	0	0	0		
TOTALA TILLGÅNGAR	7 199	10 881	20 145	36 655	79 341
Eget kapital	67	3 141	3 678	3 690	6 898
				21 714	24 925
Minoritetsintresse	0	0	0	0	0
(Residual)	0	0	0		
Uppskjutna skatteskulder	0	25	182	409	918
Räntebärande skulder, pensioner	400	1 773	4 350	4 619	8 807
Leverantörer, rörelseskulder	6 732	8 552	11 935	27 937	62 718
TOTALA SKULDER	7 132	10 350	16 467	32 964	72 443
SKULDER/EGET KAPITAL	7 199	10 881	20 145	36 655	79 341

KASSAFLÖDESANALYS	2 016	2 017	2 018	2019	2020
Årets resultat	-11 388	-7 573	-22 192	-21 702	-21 717
Jämförelsestörande poster	0	0	0		
Avskrivningar	31	47	865	2 008	2 974
(Residual)					
Kassaflöde från resultaträkningen	-11 357	-7 526	-21 326	-19 694	-18 743
Investeringar i rörelsekapital	3 724	-728	-4 154	3 790	3 276
Operativt kassaflöde	-7 633	-8 254	-25 480	-15 905	-15 467
Investeringar i M/I, fastigheter	-138	-158	-180	-213	-478
% av försäljning	-6,1%	-1,5%	-1,1%	-0,6%	-0,6%
Immateriella tillgångar	0	-3 048	-3 086	-4382	-9837
% av försäljning	0,0%	-29,2%	-19,5%	-12,4%	-12,4%
Övriga anläggningstillgångar					
Investeringar (summa)	-138	-3 206	-3 266	-4 595	-10 315
Kassaflöde efter investeringar	-7 771	-11 459	-28 746	-20 499	-25 782

NYCKELTAL	2016	2017	2018	2019	2020
Lönsamhet					
Avkastning på eget kapital		-241,1%	-603,3%	-588,1%	-314,8%
Avkastning på sysselsatt kapital (ROCE)		-320,8%	-268,9%	-307,7%	-161,4%
D:o exkl goodwill		1038,2%	-746,7%	-2686,5%	-1313,6%
Skatter, minoritet					
Skattesats	0,0%	0,0%	0,0%	-20%	-20%
Betalda skatter (%)	0,0%	0,3%	0,7%		
Minoritet % årets resultat	0,0%	0,0%	0,0%	0%	0%
Marginaler					
EBITDA-marginal	-496,9%	-71,1%	-134,2%	-70,0%	-30,0%
Rörelsemarginaler (EBIT-marginal)	-498,3%	-71,6%	-139,7%	-75,7%	-33,7%
Kapitalomsättning					
Försäljning per anställd (x 1000)	162	497	878	1 774	1 774
Lager i % av sales	80,8%	31,9%	32,3%	48%	48%
Kundfordringar, rörelsetillg % av försäljning	52,2%	21,4%	50,5%	23%	23%
Leverantörer, rörelseskulder % av försäljning	297,6%	82,0%	75,5%	79%	79%
Omsättning sysselsatt kapital	4,84	4,48	1,92	4,07	4,79
D:o exkl goodwill	4,84	-14,50	5,54	38,32	43,61
Finansiell styrka					
Skuldsättningsgrad	5,93	0,56	1,18	1,18	1,18
Räntetäckningsgrad	-93,95	-73,11	-188,53	-88,09	-82,96
Soliditet	1%	29%	18%	10%	9%
Genomsnittlig räntekostnad	-30,0%	-5,8%	-2,7%	-6,6%	-3,7%
Riskkapital i % av sysselsatt kapital	14,4%	64,1%	47,0%	47,0%	47,0%
Data per aktie					
Aktier (efter utspädning)	9106,87	9106,87	9106,87	9106,87	9106,87
Vinst per aktie	-1,25	-0,83	-2,44	-2,38	-2,38
Vinstavkastning, %				-5%	-4%
P/e (på uträknat värde)				neg	neg
EV/EBIT	0	0	0	neg	neg
Utdelning per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr	0,00	0,00
Utdelning i % av vinst	0%	0%	0%	0%	0%
Direktavkastning				0,0%	0,0%
Aktiepris				51,00	
Marknadsvärde	0	0	0	464 451	523 569
Eget kapital per aktie	0,01	0,34	0,40	0,41	0,76
Aktiepris/eget kapital	0%	0%	0%	12586%	7590%

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikerna André Netzen Örn och Peter Malmqvist äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.