

Christian Berner Tech Trade

Sektor: Industrial Goods & Services

Fortsatt högtryck i Zander & Ingeström

Små estimatjusteringar och bibehållen Fair Value range

Till följd av en rapport i linje med prognos och en orderingång som talar för att våra kommande försäljningsprognoser är rimliga, gör vi endast smärre estimatjusteringar. Vårt Fair Value range om 17-38 SEK med ett Base case om 27,5 SEK kvarstår.

Sekventiell återhämtning i "gamla" Christian Berner

Efter ett svagt fjärde kvartal 2018, där Zander & Ingeström i stort sett utgjorde hela resultatet, stod "gamla" Christian Berner för ett sekventiellt lyft under första kvartalet 2019. Marginalnivåerna i Process & Miljö (ex Z&I) och Materialteknik uppgick till 3,8% respektive 8,7%. Trots lyftet krävs ytterligare ökning för att bolaget ska nå sin målsättning om 9% på EBITA-nivå. Ledningen är dock optimistisk och berättar att den underliggande aktiviteten inom Process & Miljö är god samt att Materialteknik i närtid bör gynnas av ökad aktivitet inom infrastruktur på merparten av bolagets marknader.

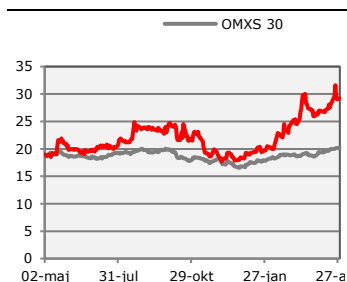
God resultatleverans från Zander & Ingeström

Även detta kvartal stod Zander & Ingeström för ett betydande resultatbidrag, som på EBITA-nivå uppgick till 10,3 MSEK. Under kvartalet bokades 7 MSEK relaterat en stororder till Kina. Resterande delen av 2019 väntar ytterligare en stororder om totalt 50 MSEK till Vitryssland, om än till lägre bruttomarginaler. Således räknar vi med ett fortsatt stort resultatbidrag från Zander & Ingeström.

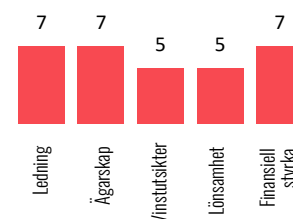
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
17.0	27.5	38.0

VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	CBTT B
Lista	Small cap
Aktiekurs (SEK)	29.0
Börsvärde (MSEK)	544
Nettoskuld 19E (MSEK)	31
Free Float	66 %
Dagl oms. ('000)	370

ANALYTIKER

Fredrik Nilsson
fredrik.nilsson@redeye.se
Henrik Alveskog
henrk.alveskog@redeye.se

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	450	618	701	676	703	731
EBITDA	25	55	78	76	81	84
EBIT	21	50	60	55	61	63
EPS (adj.)	0.9	1.9	2.4	2.2	2.5	2.6
EV/Sales	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.4	8.9	7.4	7.3	6.4	5.9
EV/EBIT	12.5	9.7	9.6	10.0	8.6	7.8
P/E	19.2	12.0	12.2	13.0	11.5	11.0

Z&I levererar igen, återhämtning inom Materialteknik

Liksom vi förväntat oss ökade Christian Berner EBITA kraftigt jämfört med samma kvartal ifjol. EBITA blev 14,6 MSEK (7,8), vilket också var vår prognos. Fjolårets siffra belastades dock av drygt 4 MSEK i engångskostnader. Även försäljningstillväxten, uppgående till drygt 20% varav 3/4 från förvärv, var i linje med prognos.

Christian Berner - Prognoser & Utfall Q1'19			
MSEK	1Q18	1Q19E	1Q19
Nettoomsättning	137	168	166
<i>Tillväxt YoY</i>	26.5%	22.2%	21.1%
<i>Organiskt</i>	6.8%	4.0%	5.2%
<i>Förvärv</i>	19.7%	18.2%	15.9%
Orderingång	151		166
<i>Tillväxt YoY</i>	36.9%		9.8%
Bruttoresultat	56	67	71
<i>Bruttomarginal</i>	41.1%	40.0%	42.8%
Personalkostnader	-31.6	-37.1	-37.6
<i>i % av försäljning</i>	-23.0%	-22.1%	-22.6%
Övriga externa kostnader	-16.2	-14.6	-15.0
<i>i % av försäljning</i>	-11.8%	-8.7%	-9.0%
EBITA	7.8	14.6	14.6
<i>EBITA-marginal</i>	5.7%	8.7%	8.8%
EPS	0.25	0.58	0.55

Källa: Redeye Research, Christian Berner

Bruttomarginalen var något högre än väntat, vilket dels förklaras av naturliga variationer i produktmixen men också av Zander & Ingeströms högmarginalorder till Kina.

I övrigt avviker inte kostnadsposterna vid en första anblick nämnvärt från prognos, men faktum är att Övriga externa kostnader, allt annat lika, bör falla med cirka 3 MSEK YoY till följd av IRFS 16. Det gäller framförallt hyreskostnader, som flyttar till avskrivningar. Med tanke på att fjolårssiffran innehåller drygt 3 MSEK i engångskostnader har underliggande Övriga externa kostnader således ökat med cirka 5 MSEK, klart mer än väntat. Ökningen förklaras sannolikt av att Zander & Ingeström är med i räkenskaperna ytterligare två månader relativt ifjol, bolagets nya hemsida samt naturliga variationer.

Som väntat bokades de resterande 7 MSEK från Zander & Ingeströms pannorder till Kina, om totalt 21 MSEK, i kvartalet. Däremot bokades inget utav pannordern om totalt 50 MSEK till Vitryssland, där marginalerna väntas vara lägre till följd av kringarbeten. Vi räknar med att dessa bokas i Q2 och Q3.

Kvartalets orderingång var i paritet med försäljningen vilket innebär att bolaget tar med sig den starka siffran från Q4 2018 – där orderingången vida översteg försäljningen – till kommande kvartal. Skillnaden utgörs i huvudsak av ovan nämnda pannorder om 50 MSEK.

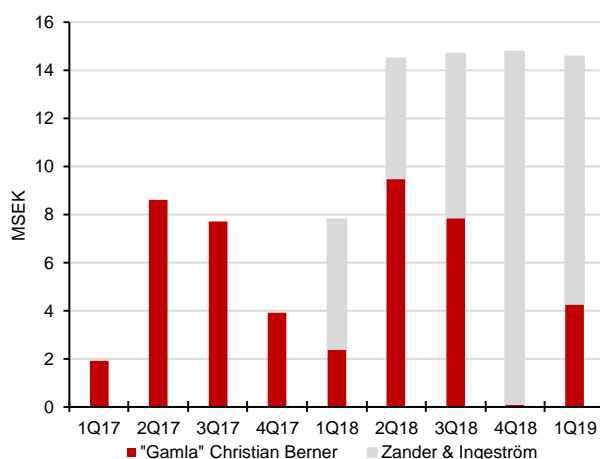
Christian Berner - Process & Miljö Q1'19			
MSEK	1Q18	1Q19E	1Q19
Nettoomsättning	88	116	115
<i>Tillväxt YoY</i>	33.6%	32.4%	31.4%
<i>Organiskt</i>	1.1%	4.0%	6.6%
<i>Förvärv</i>	32.5%	28.4%	24.8%
EBITA	7.9		13.0
<i>EBITA-marginal</i>	9.0%		11.3%
Gamla P&M			
Nettoomsättning	66		72
EBITA	2.5		2.7
<i>EBITA-marginal</i>	3.8%		3.8%
Zander & Ingeström			
Nettoomsättning	21		43
EBITA	5.4		10.3
<i>EBITA-marginal</i>	25.2%		23.8%

Källa: Redeye Research, Christian Berner

Process & Miljö växte med drygt 30% relativt samma kvartal ifjol, varav cirka 5/6 genom förvärv, och ökade EBITA-marginalen till 11,3% (9,0). Merparten av resultatet genererades inom Zander & Ingeström, som under jämförelseperioden endast ingick i koncernen under mars månad. Dotterbolaget levererade en marginal om knappt 25%, där en intäkt om 7 MSEK från storordern till Kina bidrog.

"Gamla" Process & Miljö hade, liksom under första kvartalet föregående år, en relativt svag marginal. Det betydelsefulla Sverige presterar dock bra och ledningen låter relativt optimistisk och menar att underliggande utveckling är god. Viss nedgång i efterfrågan, kopplat till pappersindustrin, syns dock i Finland.

EBITA



Källa: Redeye Research, Christian Berner

Sekventiellt ökar "gamla" Christian Berner tydligt sitt resultat om än från låga nivåer. Således kompenseras det väntade vinsttappet i Zander & Ingeström, där Q4 lyftes av en stororder om 14 MSEK. Även relativt motsvarande kvartal ifjol ökade det ursprungliga bolaget EBITA, det beror dock på att Q1 2018 belastades med engångskostnader om drygt 4 MSEK.

Christian Berner - Materialteknik Q1'19			
MSEK	1Q18	1Q19E	1Q19
Nettoomsättning	49	51	51
<i>Tillväxt YoY</i>	15.6%	4.0%	2.9%
<i>Organiskt</i>	15.6%	4.0%	2.9%
<i>Förvärv</i>	0.0%	0.0%	0.0%
EBITA	5.5		4.4
<i>EBITA-marginal</i>	11.1%		8.7%

Källa: Redeye Research, Christian Berner

Materialteknik växte med cirka 3% jämfört med motsvarande period ifjol, som utgjorde ett relativt tuft jämförelsekvartal med stark tillväxt. Ledningen ser dock att efterfrågan inom infrastruktur går åt rätt håll i Finland, Norge och särskilt Sverige. Vi ser således, liksom vi tidigare prognostiserat, goda förutsättningar för högre tillväxttakt under resterande delen av 2019.

EBITA-marginalen föll relativt fjolåret, vilket främst förklaras av intäktsmixen där större infrastrukturprojekt generellt har lägre marginal. Sekventiellt skedde dock en tydlig förbättring, då affärsområdet under Q4 2018 hade en EBITA-marginal om 4.4%.

Christian Berner - Länder Q1'19			
MSEK	1Q18	1Q19E	1Q19
Sverige			
Nettoomsättning	99		121
<i>Tillväxt YoY</i>	43.3%		21.7%
EBITA	11.6		15.1
<i>EBITA-marginal</i>	11.7%		12.5%
Norge			
Nettoomsättning	13		21
<i>Tillväxt YoY</i>	-21.1%		59.5%
EBITA	-0.4		0.8
<i>EBITA-marginal</i>	-3.1%		3.8%
Finland			
Nettoomsättning	19		18
<i>Tillväxt YoY</i>	12.4%		-8.4%
EBITA	1.7		0.7
<i>EBITA-marginal</i>	8.9%		4.0%
Danmark			
Nettoomsättning	6		7
<i>Tillväxt YoY</i>	0.0%		20.7%
EBITA	0.3		0.9
<i>EBITA-marginal</i>	5.2%		12.9%

Källa: Redeye Research, Christian Berner

Sett till respektive geografi var utvecklingen i Sverige, där Zander & Ingeström ingår, stark – bland annat tack vare leverans till ett nytt hotel vid Landvetter flygplats och maskininvesteringar inom processindustrin.

Danmark hade en god utveckling, drivet av exempelvis order på ballastvattensystem, liksom Norge – om än från låga nivåer – till följd av stärkt efterfrågan inom fiskindustrin och från infrastrukturprojekt.

Finland försvagades dock relativt fjolåret till följd av avsaknaden av större maskinaffärer. De tenderar dock att vara volatila på kvartalsnivå.

Finansiella prognoser

Den mest betydande justering vi gör är att flytta kostnader från Övriga externa kostnader till avskrivningar, som en följd av IFRS 16. I övrigt höjer vi de underliggande Övriga externa kostnaderna något, då de tycks ligga på en högre underliggande nivå än vi tidigare räknat med. Vad som är en normal nivå är dock svårbedömt då Zander & Ingeström är med i koncernen två månader extra relativt Q1 ifjol samt att Christian Berner lanserat en ny hemsida under perioden.

Våra bruttomarginalantaganden höjs något. Kvartalets starka utfall var visserligen delvis drivet av Zander & Ingeströms stororder men trots det gör vi bedömning att genomsnittsnivån är något högre än vi tidigare räknat med. Sammantaget resulterar revideringarna i huvudsakligen oförändrade kostnadsprognoser. Även resultatprognoserna hålls i stort sett oförändrade, där en mindre nedjustering dock sker för 2020 till följd av högre Övriga externa kostnader

Estimatrevideringar		
MSEK	2019E	2020E
Försäljning		
Tidigare	697	671
Nya	701	676
Förändring	1%	1%
EBITA		
Tidigare	62	59
Nya	62	57
Förändring	0%	-4%
EBITA-marginal		
Tidigare	8.9%	8.8%
Nya	8.8%	8.4%

Källa: Redeye Research

Vi väntar oss starka resultat de kommande två kvartalen, delvis tack vare Zander & Ingeströms stororder till Vitryssland. För Q2 och Q3 räknar vi med bidrag om 30 MSEK respektive 20 MSEK. Ordern innehåller dock en del kringtjänster vilket väntas resultera i lägre bruttomarginaler än vanligt. Även om vi fortsatt räknar med ökade resultat är jämförelsesiffrorna tuffare än i Q1. Avseende Q4, räknar vi med att avsaknaden av stororder inom Zander & Ingeström resulterar i en något lägre EBITA relativt 2018.

Christian Berner - Finansiella prognoser									
(MSEK)	2017	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019	2020	2021
Nettoomsättning	450	618	166	192	178	165	701	676	703
<i>Tillväxt YoY</i>	4.8%	37.4%	21.1%	19.6%	18.3%	-2.6%	13.5%	-3.6%	4.0%
<i>Organiskt</i>	4.1%	4.2%	5.2%	19.6%	18.3%	-2.6%	10.0%	-3.6%	4.0%
<i>Förvärv</i>	0.7%	33.2%	15.9%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	0.0%	0.0%
Process & Miljö	266	422	115	139	128	114	497	461	477
<i>Tillväxt YoY</i>	1.7%	58.8%	31.4%	26.2%	24.5%	-5.6%	17.8%	-7.1%	3.5%
Materialteknik	184	196	51	53	50	51	205	215	226
<i>Tillväxt YoY</i>	9.6%	6.2%	2.9%	5.0%	5.0%	5.0%	4.5%	5.0%	5.0%
Bruttoresultat	187	255	71	73	69	69	283	281	292
<i>Bruttomarginal</i>	41.6%	41.3%	42.8%	38.2%	38.6%	42.0%	40.3%	41.5%	41.5%
Personalkostnader	-116	-140	-38	-38	-34	-38	-147	-151	-155
<i>i % av försäljning</i>	-25.7%	-22.7%	-22.6%	-19.6%	-19.1%	-23.1%	-21.0%	-22.4%	-22.1%
Övriga externa kostnader	-46	-60	-15	-13	-13	-16	-57	-57	-58
<i>i % av försäljning</i>	-10.3%	-9.7%	-9.0%	-6.9%	-7.0%	-10.0%	-8.1%	-8.4%	-8.2%
EBITA	22	52	15	18	18	11	62	57	63
<i>EBITA-marginal</i>	4.9%	8.4%	8.8%	9.6%	10.2%	6.5%	8.8%	8.4%	8.9%
EPS	0.86	2.01	0.55	0.72	0.70	0.40	2.37	2.17	2.41

Källa: Redeye Research, Christian Berner

Investment case

Gynnsam hybridaffärsmodell

Christian Berner har ett tydligt fokus på konsultation runt de produkter bolaget säljer och kan liknas vid en hybrid mellan en teknikkonsult och ett teknikhandelsbolag. En betydande andel av säljarna är ingenjörer och värdet Christian Berner tillför kund ligger främst i konsultationen. Exempelvis är det svårt att som leverantör addera något större värde till kunden genom att enbart sälja en ballastmatta. Om leverantören också kan beräkna och berätta för kunden vilken typ av matta som bör användas, är förutsättningarna att tillföra värde och därmed ta betalt bättre.

Vi ser också Christian Berners fokus på konsultation som en konkurrensfördel, då det lett till att bolaget byggt upp både goda relationer med leverantörer och stark intern kompetens. Två fördelar vi tror är svårt för nya aktörer att kopiera inom rimlig tid.

Tillväxtpotential inom flertalet områden

Christian Berner är verksamt inom ett antal områden där vi bedömer tillväxutsikterna som goda: Spårbunden trafik, flervåningshus i trä och elektriska pannor. Gemensamt för dessa är att efterfrågan till stor del drivs av omställningen till ett mer miljövänligt samhälle.

- Stora satsningar på spårbunden trafik väntar inom de kommande åren, framförallt i Sverige men också i övriga Norden. Utöver ballastmattor och bullerplank till spåren, ser vi potential för vibrationsdämpning av närliggande byggnader. Exempelvis har vissa spårprojekt en uttalad ambition att leda till ökat byggande, byggnader som åtminstone delvis torde hamna i bullerutsatta lägen.
- Även rörande flervåningshus i trä finns anledning att vara optimistisk om framtiden. 2016 byggdes cirka 10% av flervåningshusen i Sverige i trä, en andel som väntas öka kraftigt kommande år. Bland fördelarna finns bland annat lägre miljöpåverkan. Exempelvis är cirka 80-90% av alla flervåningshus i Nordamerika byggda i trä, vilket talar för stor potential på sikt.
- Genom dotterbolaget Zander & Ingeström har Christian Berner en ledande position inom elektriska pannor. Pannorna efterfrågas framförallt där variationerna i elpriset är stora, vilket de tenderar att bli av förnybar energi såsom vind- och vattenkraft. I takt med ett ökat miljöfokus världen över ser vi förutsättningar för god tillväxt. Nyligen har stora order vunnits i Kina och Vitryssland. Pannorna är därtill en egen produkt vilket i regel medför goda marginaler.

Förvärvat lyft, mer att hämta i ursprunglig verksamhet

Sedan notering i oktober 2014 har Christian Berner haft en blandad utveckling. Fram till 2018 var förvärven små och marginalökningarna otillräckliga för att vara i närheten av målsättningen – delvis på grund av kostnader för listbyte. Under 2018 har dock bolaget visat framfötterna genom förvärvet av Zander & Ingeström, som hittills varit mycket framgångsrikt.

Christian Berner, som värderas till cirka 10x EBIT för innevarande och kommande år, handlas dock fortsatt till rabatt – uppgående till cirka 35% relativt liknande bolag. Dessa bolag är dock betydligt större än Christian Berner och har i många fall en lång historik av frekventa förvärv. Kan bolaget även hitta rätt i sin ursprungliga verksamhet, vilket vi ser goda förutsättningar för tack vare bland annat en stark orderingång, finns mer att hämta.

Risker

Bred nedgång i nordisk konjunktur

En väsentlig andel av Christian Berners försäljning är beroende av investeringar i utökad produktionskapacitet. Exponeringen är visserligen spridd över flera olika branscher men trots det har bolaget viss känslighet för nordisk konjunktur. Exempelvis ledde krisen 2008 till tre efterföljande förlustår för bolaget och under 2009 föll nettoomsättningen med drygt 8%.

Ökad konkurrens från aktörer som ej levererar via Christian Berner

Om Christian Berners leverantörer plötsligt blir utkonkurrerade av sina konkurrenter skulle det sannolikt innebära bekymmer för bolaget. Detta då efterfrågan på Christian Berners produkter skulle minska. Bolaget jobbar dock i hög grad med teknikledarna inom respektive nisch, vilket vi menar minskar risken från konkurrerande produkter.

Förlust av nyckelleverantörer

Som handelsbolag är Christian Berner beroende av goda och nära relationer med sina leverantörer. Skulle en viktig leverantör välja att upprätta en egen försäljningsorganisation eller byta till ett annat handelsbolag, innebär det med hög sannolikhet förlorad försäljning för Christian Berner. Bolaget har dock cirka 150 leverantörer, varav den största står för 11% av försäljningen. Således bedömer vi att Christian Berner har goda förutsättningar att hantera sin leverantörsrisk.

Värdering

Bear Case 17.0 SEK

Organisk tillväxt om 2,2% 2021-2027.

Genomsnittlig EBIT-marginal 2019-2028 om 6,4%.

Evig EBIT-marginal om 5,8%.

I detta scenario antas investeringsviljan i Norden vara svag framgent – både avseende industri och infrastruktur. Det resulterar i både svag tillväxt och lägre marginaler för Christian Berner.

Base Case 27.5 SEK

Organisk tillväxt om 4,0% 2021-2027.

Evig tillväxt om 2%.

Genomsnittlig EBIT-marginal 2019-2028 om 8,6%.

Evig EBIT-marginal om 8,6%.

Bull Case 38.0 SEK

Organisk tillväxt om 4,0% 2021-2027.

Förvärvad tillväxt om 5% per år 2020-2027. Förvärven sker till EV/EBIT 6,5x med samma marginal som koncernen.

Evig tillväxt om 2%.

Genomsnittlig EBIT-marginal 2019-2028 om 10,5%.

Evig EBIT-marginal om 10,7%.

I detta scenario antas Christian Berner överträffa sitt marginalmål, tack vare ett framgångsrikt internt arbete, där försäljningen per anställd ökar. "Gamla" Christian Berner når 9% samtidigt som Zander & Ingeström har en fortsatt god utveckling. Därtill antar vi att bolaget lyckas addera 5% i tillväxt per år genom förvärv – i linje med deras målsättning.

Peer-värdering

Christian Berner, som värderas till cirka 10x EBIT för innevarande och kommande år, handlas till rabatt – uppgående till cirka 35% relativt liknande bolag. Dessa bolag är dock betydligt större än Christian Berner, har i många fall en lång historik av frekventa förvärv och en högre andel egna produkter. Vi bedömer att rabatten har goda möjligheter att minska givet att Christian Berner fortsätter sin positiva marginaltrend samt upprätthåller en hygglig förvärvstakt.

Bolag	Enterprise Value	EV/EBITDA (x)		EV/EBIT (x)		EBIT margin (%)	
	(MSEK)	19E	20E	19E	20E	19E	20E
Addtech	17 425	16.2	14.9	20.3	18.5	8.8	8.9
Lagercrantz	8 029	14.1	12.4	18.1	15.7	11.3	11.9
Indutrade	40 005	14.6	13.6	18.6	16.8	11.4	11.9
Lifco	42 150	16.7	16.1	19.9	19.0	16.3	16.4
Beijer Ref	24 445	14.3	13.0	19.1	17.0	8.6	9.1
Sdipotech	2 049	9.0	8.3	10.2	9.4	12.7	13.2
Medel	26 411	14.2	13.0	17.7	16.1	11.5	11.9
Median	24 445	14.5	13.3	18.8	16.9	11.4	11.9
Christian Berner	606	7.8	8.3	10.1	11.1	8.5	8.1

Källa: Redeye Research, Bloomberg | Konstant EV

Catalysts

Ytterligare förvärv av betydande storlek

Sedan Christian Berner listades i oktober 2014 har bolaget genomfört ett antal mindre förvärv och i mars 2018 gjordes det betydligt större förvärvet av Zander & Ingeström. Om Christian Berner kan fortsätta vara aktiva med förvärv och addera åtminstone 5% i försäljning per år i genomsnitt – i linje med deras mål – ser vi potential för en förvärvspremie i bolagets värdering.

Marginallyft i "gamla" Christian Berner

Från att bolaget listades 2014 till 2017 har EBITA-marginalen legat kring 5-6%, vilket är klart under bolagets mål om 9%. Under 2018 tog bolaget ett rejält kliv uppåt med en EBITA-marginal om 8,4%. Ökningen kommer sig dock av en hög lönsamhet i det förvärvade Zander & Ingeström. Ser vi enbart till "gamla" Christian Berner blev EBITA-marginalen under 2018 blygsamma 4,1%. Orderingången inför 2019 är stark för hela verksamheten och kan de ursprungliga verksamheterna lyfta marginalen finns goda utsikter att nå marginalmålet.

Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport: Nej

Ledning: 7.0

Christian Berners ledning erhåller 7 av 10 poäng. Under VD Bo Söderqvists tid har bolaget lyft sin EBITA-marginal från någon enstaka procent till strax under bolagets marginalmål om 9%. Vi anser att bolagets strategi är tydlig och konsekvent. Vi uppskattar även ledningens kommunikation, som vi tycker är balanserad och lyfter fram såväl problem som framgångar. För att nå ett ännu högre betyg behöver bolaget nå sina mål och tydligare koppla ledningens ersättning till dess prestation.

Ägarskap: 7.0

Christian Berners ägarskap erhåller 7 av 10 poäng. Det relativt höga betyget förklaras främst av att storägare Joachim Berner är aktiv i bolaget i form av styrelseordförande. Vidare finns en institution, Lannebo Fonder, bland bolaget fem största ägare. För att erhålla högre betyg behöver VD och styrelsen (undantaget ordförande) öka sitt aktieinnehav i bolaget.

Vinstutsikter: 5.0

Christian Berners vinstutsikter erhåller 5 av 10 poäng. Bolaget har en stark marknadsposition och avtal med ledande tillverkare inom sina nischer och några av dem kan väntas växa väl. Sammantaget ser vi dock inte potential för massiv tillväxt framgent. Andelen återkommande intäkter är låg, vilket är att förvänta i denna typ av bolag.

Lönsamhet: 5.0

Christian Berners lönsamhet erhåller 5 av 10 poäng. Lönsamheten uttryckt som ROE har legat stabilt över 15% och ökade därtill kraftigt under 2018. Bolaget har en historik av positiva kassaflöden och vinsttenden är positiv. För att erhålla ett högre betyg behöver Christian Berner leverera fler år med marginaler i nivå med 2018, vilket vi tror bolaget har goda möjligheter att göra.

Finansiell styrka: 7.0

Christian Berners finansiella styrka erhåller 7 av 10 poäng. Skuldsättningen är låg och uppgår till cirka 1x EBITDA för 2018. Bolaget har ett relativt låg beroende av enskilda kunder och leverantörer. Däremot sänks betyget något av att bolaget är cykliskt.

RESULTRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	450	618	701	676	703
Summa rörelsekostnader	-425	-563	-623	-601	-622
EBITDA	25	55	78	76	81
Avskrivningar materiella tillg.	-3	-3	-16	-19	-18
Avskrivningar immateriella tillg.	-1	-2	-2	-2	-2
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	21	50	60	55	61
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	-1	-3	-1	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	21	49	57	54	60
Skatt	-4	-13	-13	-12	-13
Nettoreultat	16	36	44	42	47

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Tillgångar					
<i>Omsättningsstillgångar</i>					
Kassa och bank	65	34	14	14	23
Kundfordringar	57	84	88	85	88
Lager	22	50	35	34	35
Andra fordringar	6	9	9	9	9
Summa omsättn.	149	176	146	141	155
<i>Anläggningsstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	12	18	20	19	20
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	15	133	148	148	148
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	8	23	14	14	14
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	35	173	182	181	182
Uppsk. skatteford	2	3	3	3	3
Summa tillgångar	187	352	330	324	340
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	4	41	20	9	0
Kortfristiga skulder	75	123	116	112	116
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Summa kort. skuld	79	164	136	120	116
Räntebr. skulder	11	49	24	10	0
L. icke ränteb. skulder	0	1	1	1	1
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	90	214	162	132	117
Uppskj. skatteskuld	2	8	8	8	8
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	95	130	160	184	215
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	95	130	160	184	215
Summa skulder och E. Kap.	187	352	330	324	340

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	450	618	701	676	703
Sum. Rörelsekostnader	-425	-563	-623	-601	-622
Avskrivningar	-4	-5	-18	-21	-20
EBIT	21	50	60	55	61
Skatt på EBIT	-5	-13	-13	-12	-13
NOPLAT	16	37	46	43	47
Avskrivningar	4	5	18	21	20
Bruttokassaflöde	20	42	65	64	67
Föränd. i rörelsekap	-3	-10	4	0	0
Investeringar	-4	-143	-27	-20	-21
Fritt kassaflöde	14	-110	41	44	46

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	51%	37%	48%	57%	63%
Skuldsättningsgrad	16%	69%	28%	10%	0%
Nettoskuld	-49	56	31	5	-23
Sysselsatt kapital	46	186	191	190	191
Kapit. oms. hastighet	2.4	1.8	2.1	2.1	2.1

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningsstillväxt	5%	37%	14%	-4%	4%
VPA tillväxt (just.)	-13%	124%	23%	-6%	12%

LÖNSAMHET	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE	17%	32%	31%	24%	24%
ROCE	20%	30%	28%	27%	29%
ROIC	53%	81%	25%	22%	25%
EBITDA marginal	6%	9%	11%	11%	11%
EBIT marginal	5%	8%	9%	8%	9%
Nettomarginal	4%	6%	6%	6%	7%

DATA PER AKTIE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VPA	0.86	1.92	2.37	2.23	2.51
VPA just.	0.86	1.92	2.37	2.23	2.51
Utdelning	0.50	0.75	0.95	0.89	1.00
Nettoskuld	-2.64	2.99	1.65	0.28	-1.25
Antal aktier	18.76	18.76	18.76	18.76	18.76

VÄRDERING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EV	260.1	487.6	574.9	549.3	520.5
P/E	19.2	12.0	12.2	13.0	11.5
P/E diluted	19.2	12.0	12.2	13.0	11.5
P/Sales	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/Sales	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.4	8.9	7.4	7.3	6.4
EV/EBIT	12.5	9.7	9.6	10.0	8.6
P/BV	3.3	3.3	3.4	3.0	2.5

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	16/18E
1 mån	Omsättning	24.9 %
3 mån	Rörelseresultat, just.	69.3 %
12 mån	V/A, just	66.3 %
Årets början	EK	29.9 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Gärdaverken AB (Joachim Berner)	23.7 %	52.3 %
Ernstström & Co AB	13.6 %	8.5 %
Lannebo Fonder	10.9 %	6.8 %
Ksenia Berner	9.1 %	5.7 %
Isolde Stensdotter Berner	8.7 %	5.4 %
Ruby Stensdotter Berner	8.3 %	5.2 %
Andra AP-fonden	4.5 %	2.8 %
Förvaltningsaktieföretaget Zate	2.3 %	1.5 %
Avanza Pension	1.5 %	0.9 %
Nordnet Pensionsförsäkring	1.4 %	0.9 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	
Lista	Small cap
Kurs	29.0
Antal aktier, milj.	18.8
Börsvärde, MSEK	544.0

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Bo Söderqvist
CFO	Torbjörn Gustafsson
IR	
Ordf	Joachim Berner

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM

ANALYTIKER	Redeye AB
Fredrik Nilsson	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
fredrik.nilsson@redeye.se	111 57 Stockholm

Henrik Alveskog
henrk.alveskog@redeye.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 investerarrelationer. 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 (2019-05-01)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinstutsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	49	47	19	12	20
3,5p - 7,0p	91	86	121	41	57
0,0p - 3,0p	15	22	15	102	78
Antal bolag	155	155	155	155	155

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

Fredrik Nilsson 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.
