

Initialanalys

2024-03-04

Nilsson Special Vehicles: Läger i en ny växel

- Breddat produktutbud skapar försäljningsmöjligheter
- Lönsamhetsförbättringar driver värdet
- Vi initierar täckning med ett motiverat värde om 14,23 SEK per aktie

Analytiker **Tobias Karlsson**
076-8337098
tobias.karlsson@vhcorp.se

Martin Dominique
073-3607085
martin.dominique@vhcorp.se

Aktiens kortnamn: NILS
Industri Sällanköpsvaror
Handelsplats Nasdaq First North
Senaste kurs (SEK) 6,32
Börsvärde (MSEK) 29,7
Bolagsvärde (SEK) 38,9
Utestående aktier (M) 4,7
- varav free float (M) 2,2

VHCF motiverat värde per aktie
DCF värdering SEK 14,23

Nilsson Special Vehicles
Address: Tegelbruksvägen 17A
312 32 Laholm
Hemsida: nilsson.se
VD: Fabio Ishaq

Huvudägare (31 dec 2023)	Kapital (%)
OnWheels Mobility AB	29,0
Erik Selin	17,4
Magnus Axelsson	7,5

Aktiekursens utveckling



	-1m	-3m	-12m
Utveckling (%)	-12,2	-0,6	33,1
52 veckor (låg/hög) - SEK		4,61 / 7,64	

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Nilsson Special Vehicles har från anläggningen i Laholm levererat specialfordon sedan 1940-talet. Idag ligger fokus på ambulanser och begravningsbilar, men inkluderar även limousiner, förstärkta fordon och andra specialanpassade fordon i utbudet.

Efter en svacka under pandemiåren har omsättningen återhämtat sig och ligger nu högre än under 2019. Förutom den ledande positionen i segmentet personbilsambulanser, har bolaget sedan 2022 utökat sitt produktutbud till att även inkludera storbilsambulanser. Introduktionen av den senare kategorin är en viktig förklaring till de senaste periodens stigande omsättning.

Den positiva utvecklingen fortsatte under 2023. För helåret steg omsättningen med 24 procent jämfört med 2022. Nilssons aktuella börsvärde reflekterar delvis den positiva utvecklingen – under 2023 steg aktien med 46,5 procent.

Trots förra årets kursuppgång ser vi ytterligare uppsida i värderingen. Vi anser att Nilssons nu effektivare produktion, bredare produktutbud och förbättrade lönsamhet betingar ett värde om 14,23 SEK per aktie.

Vårt motiverade värde är väsentligt högre än dagens kurs runt 6,18 SEK per aktie, trots att våra prognoser ligger något under bolagets mål för omsättningstillväxt och lönsamhet.

Värderingsmodellen är känslig för materialbrist, logistikproblem, oväntade kostnader och andra yttre faktorer som påverkar lönsamheten negativt.

Utöver vårt grundscenari, ser vi ytterligare potential att öka omsättningen. Ett steg mot detta är det nyligen genomförda vd-bytet. **Fabio Ishaq** är t.f. vd från 1 mars 2024 medan den tidigare vd:n **Fredrik Nilsson** huvudsakligen ska ägna sig åt marknad och försäljning.

Tabell 1: Finansiell översikt

MSEK	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkter	218,1	266,0	287,6	308,6	330,8
Tillväxt (%)	15,9%	22,0%	8,1%	7,3%	7,2%
EBITDA	0,5	6,6	7,0	7,3	8,9
EBITDA-marginal (%)	0,2%	2,5%	2,4%	2,4%	2,7%
EBT	-3,5	1,9	2,3	3,2	4,5
Kassa	1,6	6,9	13,6	9,6	7,3
Summa tillgångar	76,8	79,9	96,4	96,1	103,7
Eget kapital	5,4	7,5	9,9	13,1	17,6
Soliditet (%)	7,0%	9,4%	10,2%	13,6%	17,0%
P/E	neg	15,1	12,5	9,1	6,4
ROE	neg	25,4%	23,5%	24,5%	25,8%
EV/EBIT (x)	neg	10,0	9,9	8,2	6,5
EV/Sales (x)	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Innehållsförteckning

Vad gör Nilsson Special Vehicles?	2
Hur stor är marknadspotentialen?	5
Hur ser konkurrenssituationen ut?	6
Vilka är Nilsson Special Vehicles konkurrensfördelar?	7
Vad kommer Nilsson Special Vehicles tjäna?	8
Hur ser kassasituationen ut?	11
Vad är bolaget värt?	12
Vad döljer sig bakom siffrorna?	14
Vad kan gå fel?	15
Viktiga händelser framöver	16
Appendix: Värderingsmetod	16

Vad gör Nilsson Special Vehicles?

Nilsson Special Vehicles (Nilsson) är ett specialbilsbolag som främst producerar och säljer ambulanser och begravningsbilar. Bolaget tillverkar även förstärkta fordon och andra specialanpassade fordon, inklusive limousiner. Fordonen är förlängningar och ombyggnationer av bilar från **Mercedes** och **Volvo Cars**.

Många av bolagets fordon har s.k. helbilsgodkännande, ett certifikat som visar att fordonen uppfyller EU:s tekniska, säkerhets- och miljömässiga krav. Det innebär att de helbilsgodkända fordonen kan säljas och brukas i hela Europa utan ytterligare besiktning och tester. Nilssons främsta marknader är i dagsläget Skandinavien och Tyskland, bolaget har även viss försäljning i övriga delar av världen.

Ambulanser

Ambulanser står för cirka hälften av Nilssons försäljning. Cirka hälften av fordonen inom detta segment är Volvobaserade personbilsambulanser. Denna ambulans är klassledande när det kommer till lastvikt, bland annat tack vare ett kolfiberskåp som stöttar den bärande konstruktionen av bilen. Att tjänstevikten inte överstiger 3,5 ton innebär att föraren kan köra fordonet med ett B-körkort, vilket är en fördel för många kunder.

Ambulansen är baserad på Volvos XC90-chassi som erbjuder en säker bil enligt flera undersökningar. Vid olyckor har det i samtliga fall fastställts att sjukhytten och säkerhetssystemen i bilen har fungerat. Bolagets ambulanser har uppskattade köregenskaper, starka motorer och fyrhjulsdraft, hög markfrigång, god bränsle-ekonomi samt ergonomi.



Långvarig relation med Volvo

Det långvariga och nära samarbetet med Volvo ger bolaget möjlighet att anpassa sin tillverkning när Volvo lanserar nya modellplattformar. Den nuvarande plattformen, andra generationens XC90-plattform, även kallad *Scalable Platform Architecture* (SPA), lanserades 2014 och är fortfarande i produktion. Under 2022 lanserade Volvo en uppgradering av plattformen, SPA2. Enligt Volvo Cars kommer kommande plattformar ha kortare livslängd än tidigare. Detta för att möjliggöra anpassningar till ny teknologi. Exempelvis har Volvo Cars uttryckt målsättningen om att erbjuda en helelektrisk fordonsflotta år 2030.

Samarbete med Mercedes ger fler ben att stå på

Sedan 2022 tillverkar Nilsson även storambulanser baserade på Mercedes-Benz Sprinter och Ford Transit i samarbete med finska J5L.

Inkluderingen av storambulanserna har inneburit ett mer konkurrenskraftigt erbjudande, vilket snabbt har givit resultat i antal vunna upphandlingar och stigande omsättning. Just nu utgör de Mercedesbaserade ambulanserna cirka hälften av Nilssons levererade ambulanser.



Begravningsbilar

Nilsson producerar tre typer av begravningsbilar, en ombyggd Volvo V90 samt ombyggda versioner av Mercedes Vito och V-klass.

Olika länder har olika ceremoniella krav vid begravningar, Nilssons begravningsbilar är anpassningsbara efter kundens preferenser för att med design och funktion kunna uppfylla dessa. I detta segment erbjuder Nilsson även en helelektrisk begravningsbil genom sitt partnerskap med tyska **Kuhlmann-Cars**. Detta fordon är baserad på en *Mercedes EQE* och kan även den anpassas av Kuhlmann efter kundens önskemål. Ett genomgående tema för begravningsbilarna är hållbarhet, säkerhet och anpassningsbarhet.



Förstärkta fordon

Slutligen tillverkar bolaget även förstärkta ledningsfordon från Volvo XC90- och V90-chassier. För ledningsfordonen prioriterar bolaget framkomlighet genom fyrhjulsdraft samt hög markfrigång, för att skapa ett fordon som ska vara lämpligt i olika klimat, väglag och väderförhållanden. Fordonen har även specialanpassade chassier för att klara högre vikt och hastigheter.



Övriga specialfordon

Nilsson var länge kända för sina limousiner, vilket gav bolaget en slogan "Nilsson - making cars longer". Bolaget har många års erfarenhet från tillverkning av specialanpassade limousiner. Nilsson är fortfarande den enda specialbilstillverkaren som förlänger Volvobilar.

Närvarande genom hela värdekedjan

Affärsmodell

Nilsson specialiserar sig på att anpassa fordon efter kundernas behov. Bolaget utmärker sig genom teknisk expertis, kvalitet och säkerhet. Bolaget tar hand om hela värdekedjan, från order till leverans och eftermarknad. För den svenska marknaden sköter bolaget majoriteten av tillverkningen, produktutveckling, marknadsföring och försäljning från huvudkontoret i Laholm. Försäljning i övriga länder sker främst genom olika externa partners.

Nilsson har kontrakt med ett flertal underleverantörer. Bland annat tillverkas ambulansskåpet och skåpet för begravningsbilarna i kompositmaterial av en leverantör i Skene. Bolagets plåtdetaljer kommer från en annan svensk producent, samtidigt som mycket av bolagets inredningsdetaljer tillverkas i Göteborg. Samtliga fordon baserade på Volvos plattformar tillverkas i Laholm, där bolaget även har en egen lackeringsanläggning.

Försäljning sker främst genom offentliga upphandlingar

Försäljnings- och marknadsföringsstrategi

Huvudmarknaden för bolagets ambulanser är Sverige och Norge där försäljningen sker via offentliga upphandlingar. I Sverige sker upphandlingar på regionalnivå utifrån regionens egna utvärderingskriterier. Vid samtliga upphandlingar behöver fordonen provköras och utvärderas. Processen från utlysning till tilldelning tar cirka fyra månader. Avtalen mellan regionerna skiljer sig dock åt, så det finns ingen enhetlig struktur på avtalen. Vanligtvis avtalar regionen om ett belopp som täcker avtalstiden och/eller ett visst antal ambulanser.

Gällande begravningsbilar sköter Nilsson själva försäljningen och kundkontakten för den svenska marknaden och även för länder med lägre volymer. På resterande marknader har bolaget avtal med återförsäljare. Bolagets historiskt största marknader för begravningsbilar har varit Sverige, Tyskland, Danmark och Storbritannien.

Marknadsföring via evenemang och forum

Marknadsföringsarbetet utgörs främst av PR, direktreklam, sociala medier samt utställningar och kongresser. Bolaget deltar årligen kongresser för både ambulanser och begravningsbilar. Ett av bolagets viktigaste marknadsföringstillfällen gällande ambulansverksamheten är det årliga evenemanget som arrangeras av **Föreningen för Ledningsansvariga inom Svensk Ambulanssjukvårds** (FLISA). Eventet brukar äga rum under tidig höst och följs kort därefter av ett liknande evenemang i Norge som kallas *Ambulanseforum*.

Inom begravningsverksamheten medverkar Nilsson varje år i en kongress som anordnas av **Sveriges Begravningsbyråers förbund**. Där kan bolaget erbjuda testkörningar och för dialog med entreprenörer i branschen. I övriga Europa ansvarar bolagets lokala återförsäljare för att medverka på mässor och andra marknadsaktiviteter.

Långsiktig helhetslösning

Vision och hållbarhet

Nilssons vision är att tillgodose varje kunds önskemål avseende transportlösningar och på så vis vara en partner för långsiktiga helhetslösningar för att förenkla kundens bilägande. Likt många andra inom bilindustrin lägger Nilsson mycket fokus på den hållbara utvecklingen.

Bolaget arbetar även med utvecklingen av elbilar och kunde under 2020 lansera sin första laddningsbara bil. Vidare arbetar bolaget även med hållbarhetsprocesser som på sikt ska leda till en fossilfri produktion och en utökad användning av mer återvunnet material eller material från äldre Nilsson-bilar.

Koncentrerat ägarskap

Ägare och finansiering

Bolaget har ett relativt koncentrerat ägarskap med **OnWheels Mobility** som största ägare med 29 procent. OnWheels Mobility förvärvade sin andel av **Corespring Invest** och **Granitor Invest** under 2023. Ledande befattningshavare för OnWheels Mobility är **Fabio Ishaq** som genom sitt dotterbolag OnWheels i Halmstad känner bolaget väl.

Bolagets näst största ägare är **Erik Selin** med 17,4 procent. Selin är en välrenommerad svensk affärsman, vd samt största ägare i fastighetsbolaget **Balder**. **Magnus Axelsson**, styrelseledamot i Nilsson Special Vehicles, är bolagets tredje största ägare med 7,5 procent.

Erik Bech-Jansen valdes in i Nilssons styrelse 2021 och är sedan 2022 bolagets ordförande. Bech-Jansen har under de senaste 20 åren arbetat med verksamhetsförändringar, lönsamhetsförbättringar och transaktioner, meriter som varit högst relevanta för styrelseuppdraget i Nilsson. Erik Bech-Jansen äger 22 500 aktier i bolaget.

Nyckelpersoner

Fabio Ishaq är t.f. vd sedan 1 mars 2024 och största ägare via OnWheels Mobility. Ishaq har lång erfarenhet inom fordonsindustrin. Plåt- och lackeringsverkstaden OnWheels i Halmstad har varit en samarbetspartner till Nilsson i åtta år.

Mårten Berggren är sedan juni 2020 bolagets CFO. Berggren har en lång bakgrund som controller inom bolag som **E.ON**, **Diab**, **Nederman Distribution Sales** och inte minst Nilsson Special Vehicles. Mårten Berggren har en civilekonomexamen från **Lunds universitet** och äger 1 500 aktier i bolaget.

Lisa Friel är sedan januari 2019 bolagets CTO. Friel har lång erfarenhet inom teknisk utveckling, bland annat från rollen Technical Manager på **Gnotec** samt olika ledande befattningar på **JC Metalworks**. Friel har en civilingenjörsexamen i maskinteknik från Högskolan i Halmstad samt en magisterexamen från **Loughborough University** i England. Lisa Friel äger i dagsläget inga aktier i bolaget.

Maria Nauchmann är produktionschef på Nilsson. Nauchmann har 25 års erfarenhet från ledande positioner inom industriproduktion, logistik och inköpsavdelningar. Maria Nauchmann äger inga aktier i bolaget.

Fredrik Nilsson är marknadsansvarig och var bolagets vd 2017 - 2024. Nilsson har varit verksam i bolaget sedan 1995 i positioner inom både produktion och affärsutveckling. Nilsson är utbildad inom IT/teknik på **Högskolan i Halmstad** och äger 74 651 aktier i bolaget via sitt bolag **Nilfre**.

Christer Sediger är bolagets inköpschef med högskoleingenjörsexamen från Högskolan i Halmstad. Sediger har lång erfarenhet som inköpschef inom både verkstadsindustrin och möbelindustrin. Till Nilsson kom Sediger från en roll som ansvarig på Global Supply Chain på **HMS Networks**. Christer Sediger äger 2 000 aktier.

Amelie Wennström är sedan juni 2018 bolagets Quality/Environmental Manager. Wennström har erfarenhet som projektledare inom säkerhetsutrustning för fordon hos **Holmberg Safety Systems** samt varit projektkoordinator på **Car-gotec**. Wennström har en examen som utvecklingsingenjör från Högskolan i Halmstad. Amelie Wennström äger 2 000 aktier i bolaget.

Marknadsledande inom personbilsambulanser

Hur stor är marknadspotentialen?

Nilsson har en stark position på den svenska specialbilsmarknaden, särskilt inom ambulanssegmentet. Nilsson är marknadsledande inom personbilsambulanser och har under de senaste åren kompletterat sitt erbjudande med storbilsambulanser. Med ett bredare produktutbud kan Nilsson potentiellt vinna fler ambulansupphandlingar i Sverige och även konkurrera i andra länder.

Under 2021 tilldelades exempelvis Nilsson en upphandling av Västra Götalandsregionen. Avtalet tecknades för två år med möjlighet till förlängning med 24 månader och gällde leverans av upp till 190 Mercedes-ambulanser. Under 2023 förlängde regionen avtalet med 19 månader, vilket innebär att Nilsson ska leverera 20 - 25 fordon under 2024. Totalt var upphandlingen värd ca 250 MSEK.

Positiv utveckling gällande begravningsbilar

Inom begravningsbilssegmentet är de största marknaderna för Nilsson, Sverige, Danmark, Tyskland och Storbritannien. Även inom detta segment har Nilsson upplevt en positiv utveckling under den senaste tiden. Under 2023 steg antalet levererade begravningsbilar med 23 procent jämfört med året innan.

Nilsson har uttryckt en ambition att expandera på befintliga och nya marknader. För att förverkliga denna potential på nya marknader behöver Nilsson investera i marknadskännedom, affärsutveckling och produktutveckling. Vd-

bytet till Fabio Ishaq och Fredrik Nilssons nya roll som marknadschef och vice vd är ett steg åt detta håll.

Marknadsuppskattning

För en översiktlig bild av marknaden som Nilsson vänder sig till har vi gjort en uppskattning som bygger på antalet ambulanser och begravningsfordon i Sverige, Norge, Danmark, Finland och Tyskland. Nedanstående uppskattning är gjord för att läsaren ska få en referens om den totala marknaden.

Vi har använt oss av ett genomsnittspris per bil om 1,5 MSEK. Siffran baserar sig på de 182 fordon som Nilsson levererade under 2023 dividerat på den totala försäljningen om 266 MSEK.

År 2022 fanns 1 136 ambulanser i Sverige enligt **Statistiska Centralbyrån**. Vi har använt denna siffra samt befolkningsmängden i Sverige för att uppskatta antalet ambulanser per invånare. Vi har använt denna data för att approximera antalet fordon i de andra länderna eftersom vi anser att marknaderna är tillräckligt lika.

Vi har kommit fram till att det fanns 11 886 ambulanser i de aktuella länderna under 2022. Med ett genomsnittspris på 1,5 MSEK blir marknadsvärdet 17 829 MSEK. Om vi sedan antar en fordonslivslängd på 15 år och att fordonsflottan är jämnt inköpt under 15 år, behöver 792 ambulanser ersättas årligen. Detta ger ett årligt marknadsvärde på 1 189 MSEK.

Gällande begravningsfordon estimerar Sveriges Begravningsbyråers Förbund att det finns minst 400 begravningsbyråer i Sverige. Vi antar sedan att varje byrå i genomsnitt har två begravningsfordon. Vidare beräknar vi antalet begravningsfordon per invånare och applicerar detta på de andra regionerna. Detta resulterar i totalt 8 371 begravningsfordon. Med ett snittpris på 1,5 MSEK blir totalt marknadsvärde 12 556 MSEK. Använder vi samma antaganden om 15 års livslängd behöver 558 begravningsbilar ersättas årligen, vilket ger ett årligt marknadsvärde på 837 MSEK.

Årlig total adresserad marknad för Nilsson i Sverige, Norge, Danmark, Finland och Tyskland blir därmed 2 026 MSEK. I relation till Nilssons försäljning under 2023 om 266 MSEK resulterar det i en uppskattad marknadspenetration om 13 procent.

Tabell 2 – Marknadsuppskattning

Adresserbar marknad	Befolkning	Antal ambulanser	Antal begravningsfordon	Livslängd per fordon	Ersatta fordon per år	Snittpris MSEK	Årlig marknad
Sverige	10 555 000	1 136	800	15	129	1,5	194
Norge	5 489 000	591	416	15	67	1,5	101
Danmark	5 800 000	624	440	15	71	1,5	106
Finland	5 600 000	603	424	15	68	1,5	103
Tyskland	83 000 000	8 933	6 291	15	1 015	1,5	1 522
Totalt		11 887	8 371		1 351		2 026

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance, Statistiska centralbyrån (SCB), Sveriges Begravningsbyråers Förbund

Hur ser konkurrenssituationen ut?

På de europeiska och nordiska marknaderna tillverkar många av de större bilproducenterna som Mercedes, **Volkswagen** och **Renault** specialfordon, men få större bolag har specialfordon som huvudverksamhet.

Konkurrenssituationen på framför allt den nordiska marknaden är fragmenterad inom specialbilstillverkningen. Mindre aktörer har haft svårt att nå lönsamhet, vilket har att göra med att det är svårt att skala upp volymen på ett lönsamt sätt.

Vi identifierar fyra direkta konkurrenter

Vi har identifierat fyra direkta konkurrenter till Nilsson i form av svenska **Ambulansproduktion i Sandviken**, **Aip Conversion**, **Nordic Vehicle** och finska **Profile Vehicles**. Dessa bolag är privatägda och erbjuder anpassade fordon, med tonvikt på blåljusfordon och andra fordon som skolbussar och taxibilar. Utöver dessa aktörer konkurrerar Nilsson med bolag som är specialiserade inom ambulanser, begravningsbilar eller limousiner.

Ambulansproduktion i Sandviken: Det Sandvikenbaserade bolaget har tillverkat ambulanser sedan 1980-talet. Dagens ambulanser är baserade på Chevroletbilar. Under 2023 levererade bolaget till bland andra regionerna i Värmland, Gävleborg och Uppsala. Under 2022 omsatte bolaget 55,8 MSEK och redovisade ett rörelseresultat om 0,8 MSEK.

Aip Conversion: Liksom Nilsson har Aip Conversion en lång historia som sträcker sig mer än 70 år bakåt i tiden. Bolaget arbetar med konvertering av olika fordonstyper och levererar bland annat diverse blåljusfordon som ambulanser och ledningsfordon. Aip conversion är just nu leverantör av ambulanser till Värmlands och Norrbottens regioner. Enligt årsrapporten för 2022/23 omsatte Aip 264,5 MSEK och gjorde en rörelseförlust om 0,5 MSEK.

Nordic Vehicle: Detta Blekingebaserade bolag specialiserar sig på färdtjänstfordon och utryckningsfordon i Norden. Under sitt varumärke *Euro-Lans* levererar bolaget bland annat ambulanser, polisbilar och räddningsfordon. Bolagets utryckningsfordon bygger på modeller av Mercedes och Volkswagen. Liksom Nilsson anpassar Euro-lans sina fordon efter specifika önskemål från sina kunder. Bolaget omsatte 113,2 MSEK och redovisade en rörelseförlust om 19,1 MSEK för helåret 2022.

Profile Vehicles: Med mer än 40 års erfarenhet och över tiotusen levererade fordon är finska Profile Vehicles en etablerad aktör inom specialfordon. Bolaget specialanpassar och levererar olika sorters ambulanser, skyddsfordon och ledningsfordon. Profile Vehicles tillverkar sina fordon från chassier från flera välkända bilmärken som Mercedes, Volkswagen, Fiat och Ford. Profile Vehicles omsatte 369,3 MSEK under 2022 med en rörelsevinst om 9,3 MSEK.

Vilka är Nilsson Special Vehicles konkurrensfördelar?

Följande konkurrensfördelar har vi identifierat som de viktigaste för Nilsson.

Varumärke stärks av relationen med Volvo

Lång relation med Volvo: Sedan länge har Nilsson haft en nära relation till Volvo som har ett starkt varumärke i världen. Tillsammans med Nilssons långa historia som en etablerad leverantör av högkvalitativa specialfordon ger det Nilsson en stark position på den europeiska specialbilsmarknaden.

Det strategiska samarbetet med Volvo innebär bland annat att Nilsson med viss framförhållning kan anpassa sin tillverkning efter nya modeller från Volvo, vilket gynnar den interna planeringen och effektiviteten.

Personbilsambulanser av hög kvalitet: Med sina helbilsgodkända personbilsambulanser erbjuder Nilsson en fordonstyp där föraren endast behöver B-körkort. Andra argument för den XC90-baserade ambulansen är komfort, framkomlighet, driftsäkerhet och snabbhet.

Samarbete med J5L och Mercedes

Utökat produktutbud. Även om Nilsson inte är ensamma att anpassa Mercedesfordon, har samarbetet med J5L och Mercedes på kort tid visat sig vara framgångsrikt. Storbilsambulanserna kompletterar personbilsambulanserna och gör Nilsson mer konkurrenskraftigt i regionernas upphandlingar. Samarbetet minskar även beroendet till Volvo Cars.

Lång erfarenhet av kundanpassning

Erfarenhet och kompetens inom fordonsanpassning: Med sin långvariga expertis inom tillverkning av specialfordon har Nilsson kompetens och erfarenhet att ge råd till kunder när det gäller anpassning av fordonen.

I begravningsbilssegmentet är möjligheten till anpassning en nödvändighet för att konkurrera på marknaden.

Kvalitet och säkerhet: Bolagets kunder ställer höga krav gällande fordonens säkerhet och kvalitet. Inte minst gällande bolagets ambulanser som används i påfrestande och riskfyllda situationer. Bolaget har lagt ner mycket resurser för att utveckla så säkra fordon som möjligt.

Helbilsgodkännande: Bolaget strävar efter att få helbilsgodkännande för samtliga av sina fordon. Helbilsgodkännande innebär att producerade fordon kan säljas och användas inom hela Europa utan ytterligare besiktning och tester. Idag har bolaget helbilsgodkännande för sina ambulanser.

Hur ser lönsamhetsutvecklingen ut för Nilsson Special Vehicles?

Lönsamheten i bilindustrin har historiskt drivits av innovation, stordriftsfördelar, automatisering och slimmade processer. Fokus på processerna för att öka lönsamheten är givetvis viktig även för Nilsson. Med stigande volymer och ett bredare produktutbud behöver Nilsson hitta en modell som tillåter en hög, effektiv tillverkningstakt utan att ge avkall på kvalitet och kundanpassning.

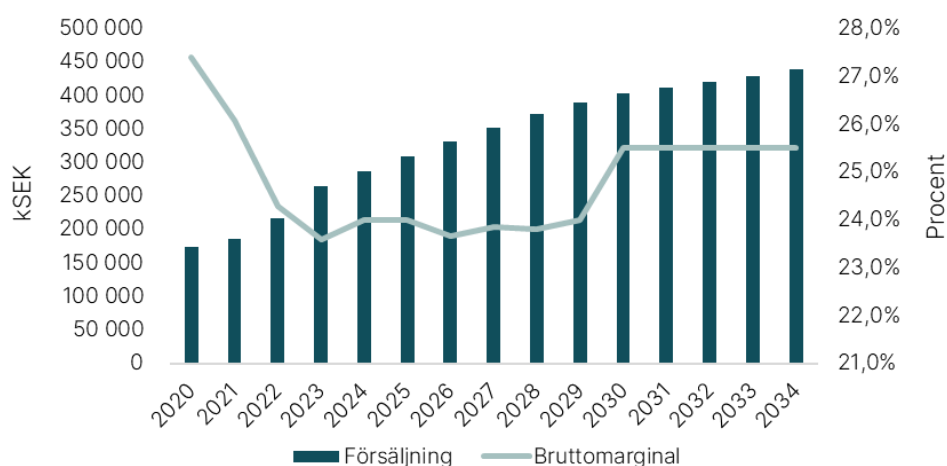
Vi har utarbetat ett finansiellt scenario till 2034

För att uppskatta ett motiverat börsvärde för Nilsson har vi modellerat ett finansiellt scenario som sträcker sig till år 2034. Nilssons egen målsättning är att nå en årlig omsättningstillväxt om 10 procent och en EBITDA-marginal om 5 - 7 procent.

Under åren 2020 - 2023 uppvisade bolaget en genomsnittlig omsättningstillväxt om cirka 12 procent. Detta är delvis till följd av baseffekter där 2020 var ett tyngre år där försäljningen sjönk med 19 procent. Med högre jämförelsetal sedan dess prognosticerar vi därför för en mer normaliserad tillväxt framöver.

Jämför vi med en femårsperiod innan pandemin, 2014 - 2019, växte försäljningen i genomsnitt med 8,8 procent. Vi estimerar att omsättning 2024 växer med 8,1 procent jämfört med 2023, för att sedan gradvis minska till 2,1 procent 2034. Detta ger en genomsnittlig omsättningstillväxt om cirka 4,7 procent under prognosperioden.

Vi modellerar således för fortsatt tillväxt, men tar höjd för att perioder med starkare försäljningstakt kan följas av perioder med svagare tillväxt, något vi har sett historiskt. Skulle bolaget uppvisa en högre tillväxt är vi beredda att justera våra prognoser.

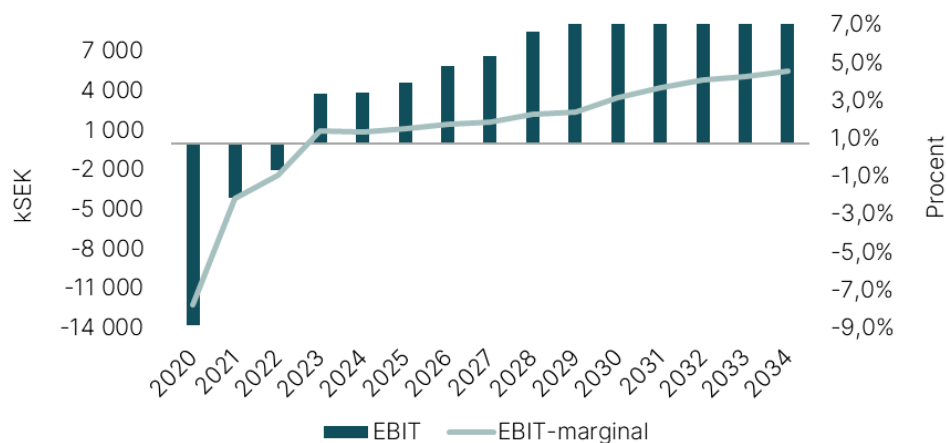
Figur 1 – Försäljning och bruttomarginal

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Förväntar oss vinst för helåret 2024

Nilssons lönsamhet har släpat efter omsättningstillväxten, men för 2023 redovisade bolaget en rörelsevinst på helårsbasis och vi antar att Nilsson fortsätter med det under prognosperioden.

I vår modell stiger EBIT-marginalen från 1,4 procent från dagens nivå till cirka 4,5 procent under 2034. Nilsson är verksam i en bransch med generellt låga vinstmarginaler, som en följd av stora inköps- och tillverkningskostnader, se *Tabell 3*. Detta förklarar varför lönsamheten inte helt följer med i en ökning i omsättningen.

Figur 2 – Årlig EBIT och EBIT-marginal

Källa Västra Hamnen Corporate Finance

I vårt scenario räknar vi med att Nilsson kommer att kunna försvara sin starka ställning på den nordiska marknaden och samtidigt successivt förbättra lönsamheten. Vi noterar att även mindre effektivitetsförbättringar får genomslag i värderingen.

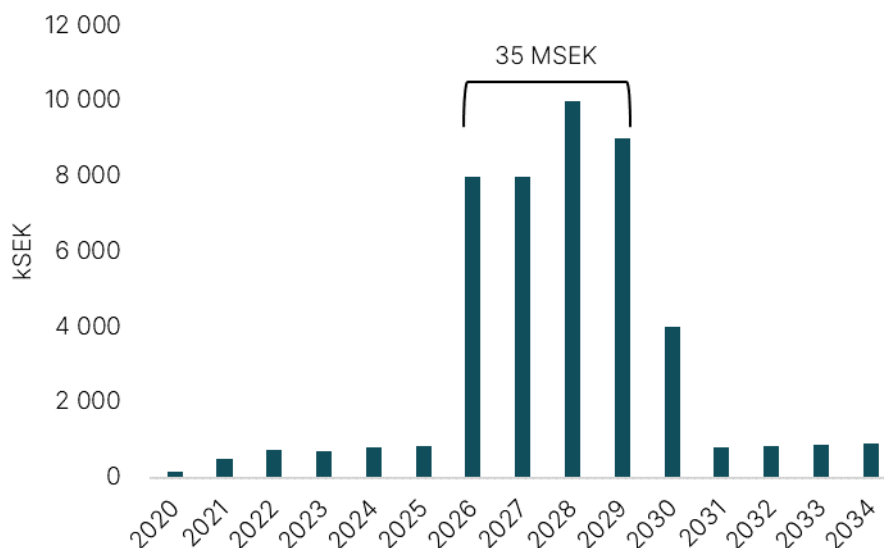
Volvos plattformbyten kommer innebära ökade investeringar

En väsentlig del i att behålla marknadspositionen är Nilssons fortsatta samarbete med Volvo Cars och andra biltillverkare. Vi har i vår modell inkluderat investeringar som har att göra med plattformbyten från Volvo, utökning av produktionskapaciteten och produktutveckling. Anpassningar till nya plattformar är nödvändiga för att kunna fortsätta att producera Volvobaserade fordon och något som Nilsson har investerat i historiskt. En ökad försäljning innebär på

sikt att Nilsson behöver investera i en utökad tillverkningskapacitet. Krav på nya funktioner och egenskaper hos fordonen gör att Nilsson även behöver investera i produktutveckling.

Omfattning och tidpunkt för investeringarna är svåra att bedöma. Vi har tagit tidigare plattformbyten i beaktande vad gäller investeringsbelopp och tidsplan. Vi har modellerat för större investeringar med start 2026. Vi prognosticerar investeringar om totalt 35 MSEK under en fyraårsperiod. *Figur 3* nedan illustrerar investeringstakten.

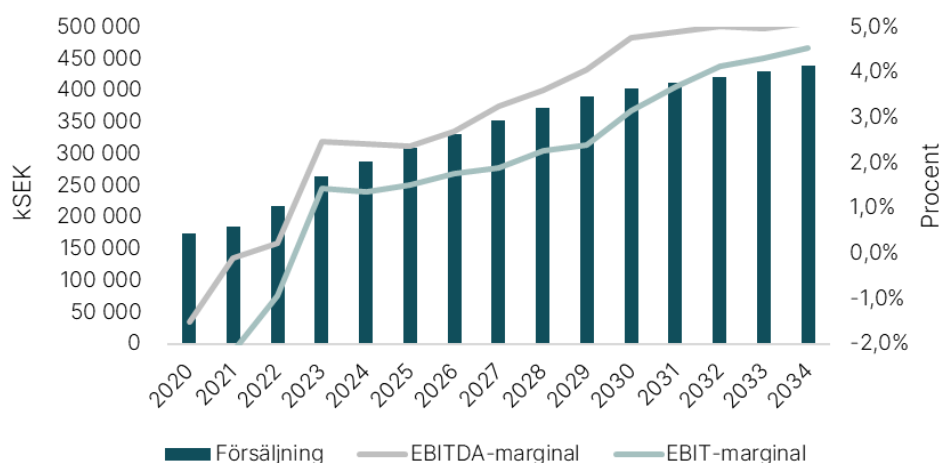
Figur 3 – Investeringstakt



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Figur 4 nedan illustrerar effekten investeringarna har på bolagets marginaler. Initialt medför de högre avskrivningar vilket syns i de lägre EBIT-marginalerna 2026 – 2029. På längre sikt räknar vi med att investeringarna kommer leda till högre bruttomarginaler som ett resultat av lyckad produktutveckling. Den ökade bruttomarginalen leder till stigande EBITDA- samt EBIT-marginaler från 2030 och framåt.

Figur 4 – Förändring av marginaler efter plattsformsbyte



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Potential att växa på nya marknader

Som vi nämnde ovan har Nilsson ambitioner att växa på nya marknader. När bolaget kommunicerar en mer konkret marknadsplan för en sådan expansion kommer vi att modellera för potentialen.

Hur ser kassasituationen ut?

Nilssons kassa varierar kraftigt mellan kvartalen. Bolaget binder mycket kapital i varulager och kundfordringar, som rör sig oregelbundet både med avseende på belopp och periodicitet. Den underliggande lönsamheten har historiskt varit för svag för att bygga en buffert för dessa fluktuationer.

För att parera detta har bolaget sedan flera år tillbaka använt sig av kort- och långfristiga lån för att säkerställa finansieringen av den löpande verksamheten. Bolaget har dessutom en checkräkningskredit om 10 MSEK. Per den 31 december 2023 var checkkrediten outnyttjad efter att bolaget betalade av 6,6 MSEK i det fjärde kvartalet. Bolagets kassaflöde från den löpande verksamheten för det fjärde kvartalet summerades till 15,3 MSEK och vid det senaste kvartalsslutet uppgick kassan till 6,9 MSEK.

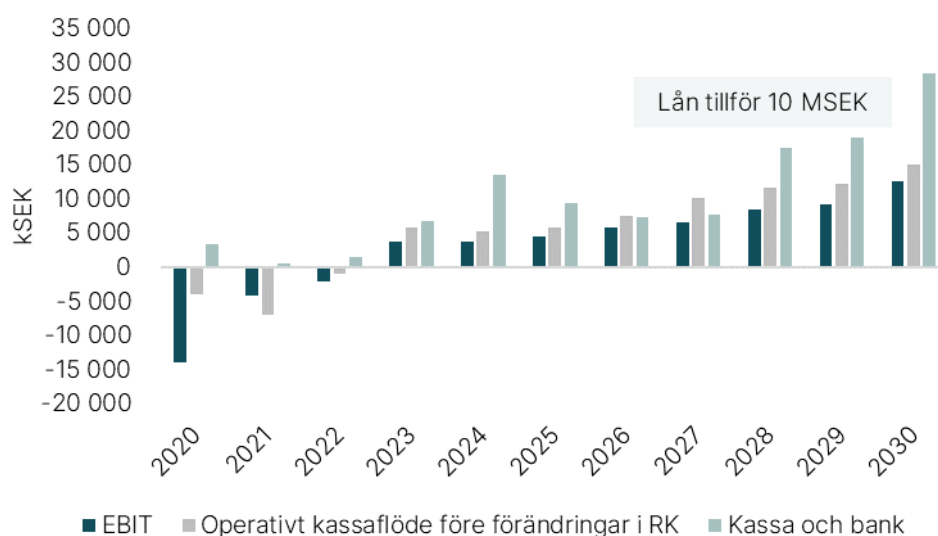
Vi förväntar oss positiva kassaflöden framöver

Nilsson har arbetat med att förbättra sin leveransprecision och sina villkor på kundsidan. Därför förutspår vi att bolaget kommer att binda mindre kapital framöver. I kombination med detta och en förbättrad lönsamhet kommer bolaget att kunna generera positiva kassaflöden, vilket gör att vi inte ser något kapitalbehov på kort sikt.

Som vi beskrev ovan, räknar vi med att Nilsson kommer att behöva genomföra investeringar 2026 till 2030. Investeringar i tidigare plattformsbyten har krävt externa kapitaltillskott. I vårt scenario kommer Nilsson att ha förbättrat sin lönsamhet och kommer till viss del att ha medel att genomföra de nödvändiga investeringarna.

För att delvis finansiera investeringarna om 18 MSEK under 2026 till 2030, modellerar vi för att bolaget kommer att ta upp ett lån om 10 MSEK under 2028. För ytterligare investeringar i kapacitetsutbyggnad och produktutveckling kalkylerar vi med ytterligare 17 MSEK. En motivering till denna finansieringsform diskuterar vi i avsnittet "Vad är bolaget värt?" nedan. Det övriga finansieringsbehovet kommer att täckas av bolagets kassaflöde.

Utöver detta modellerar vi inte för några större investeringar eller kapitalbehov. I vår kalkyl ligger investeringar om ca 0,3 MSEK per kvartal avsedda för att täcka underhåll och andra löpande behov. *Figur 5* nedan illustrerar kassasituationen i vår modell.

Figur 5 – Kassaflöde och kassabehållning

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vad är bolaget värt?

Vi uppskattar Nilssons bolagsvärde med en diskonterad kassaflödesmodell (DCF) som utgår från det finansiella scenariot vi beskrivit ovan. Diskonteringsfaktorn för de kommande kassaflödena, är en sammansättning av bolagets vägda genomsnittliga kapitalkostnad (WACC) och olika vedertagna riskpremier.

Framräknad WACC om 14 procent

I vår modell använder vi en diskonteringsfaktor (WACC) om 14 procent. Den är estimerad med utgångspunkt i *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) och bolagets räntekostnad på sina lån. Som bolagets skuld räknar vi de långfristiga lånen. Utöver värdena från CAPM har vi justerat diskonteringsfaktorn med ytterligare riskpremier som bland annat baserar sig på revisions- och konsultfirman **PWCs** riskpremiestudie från 2023.¹

Vi räknar med att bolaget tar upp ett lån om 10 MSEK 2028. Detta syftar ej enbart till att täcka kapitalbehovet, utan även till att bolaget ska bibehålla en liknande kapitalstruktur som den i vår WACC-beräkning. Vi antar att bolaget kommer bibehålla en viss skuldfinansiering och på så sätt få hävstång på det egna kapitalet samt bibehålla en lägre WACC. För en utförligare redogörelse för våra antaganden, se appendix.

Vidare har vi i detalj modellerat Nilssons framtida fria kassaflöden fram till 2034. Som tidigare nämnt förväntar vi oss en omsättningsökning om cirka 4,7 procent i genomsnitt under prognosperioden. För den efterkommande perioden har vi beräknat ett terminalvärde som baserar på en evig tillväxttakt om två procent.

Historiskt fluktuerande lönsamhet

Historiskt har lönsamheten varierat för Nilsson. Den senaste perioden av lönsamhet inträffade mellan 2014 och 2016. Sedan dess har bolaget arbetat hårt för att komma tillbaka till den nivån. I vår modell kommer bolaget att redovisa rörelsevinster på helårsbasis, något som bolaget uppnådde 2023.

¹ PWC Riskpremiestudien 2023. <https://www.pwc.se/riskpremiestudien>

Motiverat värde
14,23 SEK per aktie

Vi antar att marginalerna kommer att öka något och mot slutet av vår prognosperiod nå bolagets egna EBITDA-mål om 5 – 7 procent. Med fortsatt omsättningstillväxt och med viss förbättring i lönsamheten, ger modellen ett motiverat börsvärde på Nilsson om 66 MSEK, motsvarande 14,23 SEK per aktie.

Vi påpekar att modellen är känslig för försäljningsutvecklingen och antalet levererade bilar. Utfallet under enskilda år kan därmed påverka det motiverade värdet väsentligt.

Modellen inkluderar en modest intäkttillväxt under prognosperioden. Skulle bolaget fortsätta att leverera enligt sin målsättning, finns utrymme för uppjusteringar i värderingen.

Tabell 3 – DCF modellantaganden

MSEK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Totala intäkter	266,0	287,6	308,6	330,8	352,3	372,4	390,2	403,0
EBIT	3,8	3,9	4,6	5,9	6,6	8,5	9,4	12,7
EBIT-marginal	1,4%	1,3%	1,5%	1,8%	1,9%	2,3%	2,4%	3,2%
Justerad skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,7	-1,9	-2,6
NOPLAT (= EBIT - tax)	3,8	3,9	4,6	5,9	5,6	6,7	7,4	10,1
Av-/nedskrivning	2,8	3,1	2,7	3,1	4,8	4,9	6,5	6,5
Capex + rörelsekapital	-0,5	2,6	-8,7	-8,6	-8,6	-10,6	-9,7	-4,5
Fritt kassaflöde	6,1	9,5	-1,4	0,3	1,8	1,1	4,2	12,1

DCF (MSEK)	
WACC	14,0%
Bolagsvärde (EV)	76,0
Risikfaktorer	100%
Riskjusterat EV	76,0
Optionsvärde	0,0
Nettoskuld (Kassa - LF skulder)	-9,2
Motiverat börsvärde	66,8
Utestående aktier (M)	4,69

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Känslighetsanalys (värde per aktie , SEK)						
WACC	Riskfaktorer					
		80%	85%	90%	95%	100%
	13%	12,59	13,50	14,41	15,32	16,23
	14%	11,75	12,61	13,47	14,32	15,18
	14%	10,99	11,80	12,61	13,42	14,23
	15%	10,30	11,07	11,83	12,60	13,37
	15%	9,67	10,39	11,12	11,85	12,58

Peer värdering
baserad på EV/EBIT
samt P/E

Peergruppsvärdering

Utöver DCF-värderingen gör vi även en jämförelse med ett antal noterade bolag som liknar Nilsson där vi utgår från nyckeltalen EV/EBIT och P/E-tal. Då vår modell prognostiserar att bolaget i framtiden når en hållbar lönsamhet, har vi i denna peer-värdering jämfört med andra lönsamma bolag. Vi har valt att använda vår prognos för EBIT och vinst för helåret 2023 för att kunna göra en rättvisande multipelvärdering gentemot de andra bolagen.

Under 2023 Nilsson omsatte Nilsson 264,5 MSEK med en EBIT om 3,8 MSEK samt nettovinst efter normaliserad skatt om 1,9 MSEK. Med normaliserad skatt menar vi att vi gjort avdrag för skatt på vinsten för 2023 i denna jämförelse. Nilsson har dock ackumulerade förlustavdrag som gör att bolaget, i vår modell, inte ska behöva betala skatt förrän i Q4 2028.

Nilssons närmaste konkurrenter är privata bolag. Det medför att urvalet av peers är bolag i närliggande sektorer. Vårt urval består av europeiska och amerikanska bolag inom fordonssektorn som erbjuder bland annat service och specialfordonstillverkning. Generellt för tillverkarna är låga EBIT-marginaler, till följd av stora inköps- och tillverkningskostnader.

Peer-värdering
indikerar värden
lägre än vår DCF

Vi har beräknat medelvärdet av bolagens multiplar och applicerat dessa på redovisade siffror för Nilsson 2023, se Tabell 4.

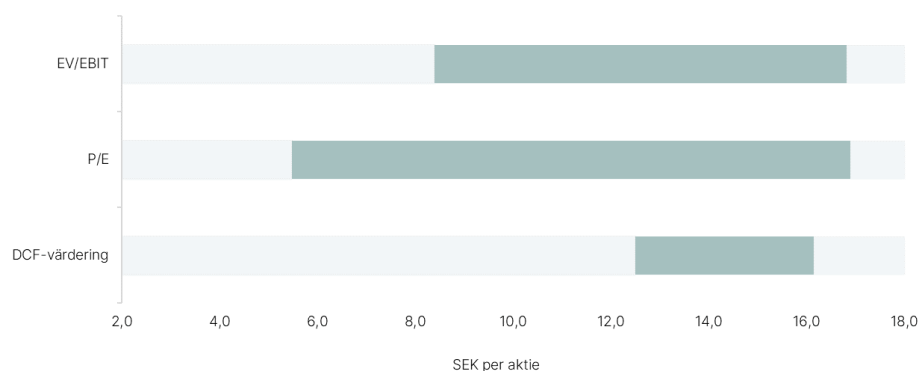
Tabell 4 – Peer-värdering

MSEK	Börsvärde	Årets resultat 2023	P/E	(EV)	EBIT 2023	Omsättning 2023	EV/EBIT	EBIT %
Nilsson Special Vehicles	29,0	1,9	15,1x	38,2	3,8	266,0	10,0	1,4%
Oshkosh Corp	71 783,9	5 340,1	13,4x	81 983,2	7 928,3	96 110,9	10,3x	8,2%
Douglas Dynamics	6 076,8	292,4	20,8x	9 198,2	507,1	6 156,7	18,1x	8,2%
REV Group Inc	10 782,4	463,4	23,3x	12 091,9	906,4	26 986,7	13,3x	3,4%
Blue Bird Corp	10 224,8	246,8	41,4x	11 116,6	536,1	11 749,2	20,7x	4,6%
The Shift Group Inc	4 054,7	298,7	13,6x	5 341	392	10 078,6	13,6x	3,9%
Median peers			22,5x				15,2x	5,7%
Nilsson 2024e		1,9			3,8	287,6		1,4%
Motiverat värde, SEK per aktie			9,2		14,3			

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Sammantaget resulterar vår peer-värdering i motiverade värden för Nilsson om 14,3 SEK per aktie med EV/EBIT-multipeln 15,2, samt 9,2 SEK per aktie när vi använder ett P/E-tal om 22,5.

I Figur 6 nedan illustrerar vi ett värderingsintervall baserat på våra värderingsmetoder. För EV/EBIT-multipeln använder vi oss av intervallet för utvalda peers vilket ger motiverade värden om 8,4–16,8 SEK per aktie. För P/E multipeln använder vi ett intervall som indikerar för ett motiverat värde om 5,5–16,9 SEK per aktie. Slutligen har vi använt ett intervall för vår WACC om 13–15 procent vilket gör att vår DCF-modell indikerar motiverade värden om 12,5–16,2 SEK per aktie.

Figur 6 – Football field – DCF, EV/EBIT, P/E

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vad döljer sig bakom siffrorna?

I våra analyser brukar vi undersöka om bolaget använder redovisningsmetoder eller kommunicerar förhållanden utanför resultat- och balansräkningen som har betydelse för tolkningen av bolagets rapporterade siffror. Bolagets ekonomi kan vara starkare eller svagare än rapporterna omedelbart ger intryck av och detta kan ha betydelse för värderingen. Gällande Nilsson anser vi att redovisningen är transparent och tillförlitlig, men vi har ändå identifierat några områden som kan ha effekt på värderingen.

Förlustavdrag att kvitta mot framtida skatt

Under några år har Nilsson redovisat förluster, vilket har resulterat upparbetad skattefordran om 4,9 MSEK per Q4 2023. Dessa kan användas för att reducera skatten på framtida vinster. Enligt vår modell kommer Nilsson inte behöva betala någon skatt förrän Q4 2028.

Bolaget har en signifikant post immateriella tillgångar i form av utgifter för utvecklingsarbete. Utvecklingsarbete kan aktiveras och skrivas av om det i framtiden förväntas generera intäkter eller kostnadsbesparingar. Detta innebär en initialt mindre belastning på resultatet då de i stället fördelas ut på flera år.

Vad kan gå fel?

Plattformsbyte från Volvo Cars

När Volvo byter plattformar innebär det omfattande investeringar för Nilsson. Historiskt har det medfört ökade av-/nedskrivningar som vidare har påverkat resultatet. Om det skulle ske ett plattformsbyte tidigare än vår prognos kan det sannolikt uppstå ett finansieringsbehov utöver det som ingår i modellen.

En kortare livslängd för de kommande plattformarna leder till tätare investeringar och att avkastningskravet på dem ökar.

Förändrad biltillverkning

Fordonsindustrin genomgår en omställning från fossildrivna motorer till eldrift och andra teknologier. Volvo Cars har exempelvis en ambition endast sälja helt eldrivna bilar vid 2030. Det är idag oklart vilka investeringar som Nilsson kan behöva göra för att anpassa produktionen till kommande standarder.

Vidare blir mjukvaran i moderna bilar allt viktigare för driften av fordonen. Utvecklingen kommer att ställa krav på Nilsson att vara förberedda på denna förändring med expertis inom området.

Produktionskapacitet

Nilsson har tillverkat specialbilar på samma ställe i Laholm under alla år. Även om anläggningen har byggts ut stegvis ser vi en begränsning i detta avseende. En stigande försäljningstillväxten kan på sikt innebära att bolaget behöver ytterligare kapacitet. Investeringar i samband med en sådan utbyggnad har vi inte inkluderat i vår modell.

Valutakursdifferenser

Bolaget använder diverse valutor, de säljer i SEK, EUR, GBP, NOK och DKK medan inköpen sker i SEK, EUR och GBP. För att motverka valutakursrisken hedgar Nilsson sina positioner.

Materialbrist

Nilsson är beroende av enskilda leverantörer av bildelar, material och komponenter. Förseningar i dessa led kan innebära förseningar i leveranserna, vilket i sin tur kan påverka Nilssons rörelsekapital och kassa. För att hantera denna risk arbetar Nilsson bland annat med att identifiera alternativa materialleverantörer.

Regulatoriska risker

I takt med att miljöfrågor blir allt viktigare finns en risk att nya miljökrav kan komma att innebära investeringar för Nilsson att uppfylla dem. De nya regleringarna kan innebära en kostsam omställning av produktionen. Bolaget arbetar dock idag redan med sina hållbarhetsprocesser, främst gällande utsläpp.

Något som motverkar denna risk, är undantaget från EU-direktivet "Clean Vehicles Directive". Enligt detta bör medlemsländerna öka sin andel av fossilfria fordon för att bidra till den gröna omställningen. I direktivet görs dock undantag för vissa typer av fordon, bland annat utryckningsfordon och fordon som används av Försvarmakten, Polismyndigheten, med flera.² Vi förväntar oss

² European Commission 2019. [https://transport.ec.europa.eu/transport-themes/clean-transport/clean-and-energy-efficient-vehicles/clean-vehicles-directive_enommission\(europa.eu\)](https://transport.ec.europa.eu/transport-themes/clean-transport/clean-and-energy-efficient-vehicles/clean-vehicles-directive_enommission(europa.eu))

därför att utryckningsfordon fortsatt kommer vara fossildrivna, vilket kan minska risken för produktionsomställningar för bolaget.

Låg likviditet i aktien

Handeln i Nilsson-aktien är tunn, vilket kan innebära en ineffektiv marknadsprissättning av bolaget. De begränsade handelsvolymerna kan förhindra att köp- och säljintressen kan matcha varandra. Genomsnittsvolymen för aktien per dag var 4 000 aktier under de senaste tolv månaderna. Givet en aktiekurs om 6,18 SEK per aktie ger det en daglig omsättning om 24 310 SEK. Under 2019 ingick bolaget ett avtal om likviditetsgaranti med **Pareto Securites** avseende handeln i aktien.

Bolagets rykte vittnar för att bibehålla kunder

Ryktesrisker

Säkerheten i bolagets bilar är av yttersta vikt, kanske speciellt gällande ambulansfordonen då de ofta används i riskfyllda situationer. Bolagets rykte att kunna erbjuda fordon med hög säkerhet är av yttersta vikt. Säkerhetsfel i bolagets bilar skulle kunna leda till både personskador och ryktesskada. En viktig del av bolagets marknadsföringsarbete utgörs av just PR, där varumärket spelar en vital roll.

Viktiga händelser framöver

Potentiella triggers

- Försäljning på nya marknader
- Vunna/ förlängda ambulansupphandlingar
- Nya samarbeten för ökad marknadsexponering
- Produktutveckling – nya fordonstyper

Finansiell kalender

3 maj 2024 – Q1 rapport

28 augusti 2024 – Q2 rapport

15 november 2024 – Q3 rapport

26 februari 2025 – Q4 rapport

Appendix: Värderingsmetod

För att uppskatta det motiverade värdet på bolaget, använder vi en väl etablerad modell för att nuvärdesberäkna framtida kassaflöden. I denna modell finns ett antal antaganden och parametrar som vi här diskuterar.

En viktig faktor är diskonteringsräntan för de kommande kassaflödena. Vi använder bolagets vägda genomsnittliga kapitalkostnad (WACC) inklusive vedertagna riskpremier.

Bolagets WACC är framräknad genom de viktade kostnaderna för eget kapital och skuld. För att räkna fram kostnaden för det egna kapitalet utgår vi från *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), med en adderad småbolagspremie:

$$R_e = R_f + R_p + \beta(R_m - R_f).$$

Den riskfria räntan (R_f), marknadspremien ($R_m - R_f$) samt småbolagspremien (R_p) är samtliga hämtade från PWCs riskpremiestudie 2023. För att räkna fram det historiska betavärdet för Nilssons aktie har vi enligt **Koller et.al**, (2020) använt

oss av månadsavkastning över fem år. Till marknadsindex har vi valt det breda svenska aktieindexet *OMXSPI*.

Vi har även justerat vårt framräknade betavärde enligt den s.k. *Blume*-metoden. Metoden grundar sig i det faktum att betavärden över tid tenderar att röra sig mot 1. För att prognosticera det framtida beta-värdet viktar man därför det historiska värdet mot 1 enligt nedan:

$$\beta_{Blume} = \frac{2}{3} * \beta + \frac{1}{3}$$

Då bolaget inte har några utomstående obligationer använder vi bolagets ränta, r , på lånen som skuldkostnad, R_d . I WACC-beräkningen använder vi oss av skuldkostnaden efter skatt: $R_d = r * (1 - t)$

Som vikter i WACC beräkningen använde vi marknadsvärdet av det egna kapitalet, börsvärdet, och som skuld räknar vi med bolagets långfristiga lån samt checkräkningskrediten. Slutligen resulterade detta i en WACC för bolaget om 14 procent

.

Resultaträkning - Årlig data

TSEK	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Nettoomsättning	174 184	185 672	216 771	264 632	287 565	308 573	330 770	352 263
Övriga rörelseintäkter	3 806	2 426	1 280	1 361	0	0	0	0
Summa intäkter	177 990	188 098	218 051	265 993	287 565	308 573	330 770	352 263
Råvaror och förnödenheter	-129 220	-139 026	-165 120	-203 253	-218 549	-234 516	-252 538	-268 248
Personalkostnader	-34 340	-32 571	-32 495	-34 771	-36 381	-37 576	-38 333	-39 596
Övriga externa kostnader	-15 930	-16 573	-19 029	-20 905	-24 457	-27 772	-29 769	-31 704
Övriga rörelsekostnader	-1 195	-130	-902	-472	-1 223	-1 389	-1 191	-1 268
EBITDA	-2 695	-202	505	6 592	6 955	7 322	8 939	11 447
Av-/nedskrivningar	-11 076	-3 867	-2 534	-2 782	-3 074	-2 673	-3 077	-4 831
EBIT	-13 771	-4 069	-2 029	3 810	3 881	4 648	5 862	6 616
Finansiellt, netto	-1 065	-1 192	-1 467	-1 893	-1 564	-1 444	-1 324	-1 204
EBT	-14 836	-5 261	-3 496	1 917	2 317	3 204	4 539	5 412
Skatt	0	-4 993	0	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-14 836	-10 254	-3 496	1 917	2 317	3 204	4 539	5 412
Vinst per aktie (SEK)	-3,16	-2,18	-0,74	0,41	0,49	0,68	0,97	1,15
Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	na	5,7%	15,9%	22,0%	8,1%	7,3%	7,2%	6,5%
EBITDA	na	na	na	1205,3%	5,5%	5,3%	22,1%	28,1%
EBIT	na	na	na	na	1,9%	19,8%	26,1%	12,9%
Resultat	na	na	na	na	21,0%	38,3%	41,6%	19,2%
% av nettoomsättning (%)								
EBITDA-marginal	neg	neg	0,2%	2,5%	2,4%	2,4%	2,7%	3,2%
EBIT-marginal	neg	neg	neg	1,4%	1,3%	1,5%	1,8%	1,9%
EBT-marginal	neg	neg	neg	0,7%	0,8%	1,0%	1,4%	1,5%
Vinstmarginal	neg	neg	neg	0,7%	0,8%	1,0%	1,4%	1,5%
Personalkostnader	19,7%	17,5%	15,0%	13,1%	12,7%	12,2%	11,6%	11,2%
Totala rörelsekostnader	29,5%	26,5%	24,2%	21,2%	21,6%	21,6%	20,9%	20,6%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	25,4%	23,5%	24,5%	25,8%	23,5%
ROIC	neg	neg	neg	15,3%	21,9%	18,3%	18,1%	17,8%

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning - Årlig data

TSEK	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Varulager	20 869	22 271	28 543	32 620	39 331	42 477	45 322	47 790
Kundfordringar	9 147	21 509	28 077	24 059	28 228	30 486	32 315	34 254
Övriga kortfristiga fordringar	1 021	272	206	73	1 288	1 391	1 474	1 563
Förutbetalda kostnader och upplupna intä	1 601	2 435	2 094	2 067	1 958	2 114	2 256	2 379
Kassa och bank	3 464	667	1 617	6 853	13 614	9 552	7 324	7 762
Summa omsättningstillgångar	36 102	47 154	60 537	65 672	84 418	86 021	88 692	93 748
Materiella anläggningstillgångar	3 415	2 681	2 292	2 223	2 014	1 881	2 758	3 272
Immateriella anläggningstillgångar	13 155	10 501	9 009	6 983	4 930	3 235	7 281	9 936
Finansiella anläggningstillgångar	10 091	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993
Summa anläggningstillgångar	26 661	18 175	16 294	14 199	11 937	10 109	15 032	18 200
Summa tillgångar	62 763	65 329	76 831	79 871	96 355	96 130	103 724	111 949
Avsättningar	3 713	3 066	2 242	2 945	2 945	2 945	2 945	2 945
Skulder till kreditinstitut	1 500	875	0	0	0	0	0	0
Checkräkningskredit	197	3 899	5 413	0	0	0	0	0
Förskott från kunder	2 850	2 035	1 242	9 670	4 293	4 636	4 915	5 210
Leverantörsskulder	10 126	14 577	23 204	29 223	42 906	38 616	41 202	43 446
Övriga kortfristiga skulder	7 316	11 428	16 429	6 570	12 879	13 909	14 744	15 629
Upplupna kostnader och förutbetalda intä	5 772	9 330	12 304	7 834	8 586	9 273	9 829	10 419
Summa kortfristiga skulder	27 761	42 144	58 592	53 297	68 664	66 434	70 690	74 703
Skulder till kreditinstitut	12 081	11 206	10 581	16 089	14 889	13 689	12 489	11 289
Summa långfristiga skulder	12 081	11 206	10 581	16 089	14 889	13 689	12 489	11 289
Summa eget kapital	19 208	8 913	5 416	7 540	9 857	13 061	17 600	23 012
Summa skulder + EK	62 763	65 329	76 831	79 871	96 355	96 130	103 724	111 949

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - årliga data

TSEK	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Löpande verksamheten	-3 894	-6 806	-956	5 882	5 391	5 878	7 616	10 243
Förändring i rörelsekapital	7 867	-2 543	3 376	16	3 382	-7 894	-644	-605
Investeringsverksamheten	-150	-373	-743	-531	-812	-845	-8 000	-8 000
Finansieringsverksamheten	-1 522	2 827	889	470	-1 200	-1 200	-1 200	-1 200
Periodens kassaflöde	1 882	-7 987	1 691	5 777	6 761	-4 062	-2 228	438
Ingående balans	2 982	4 864	667	1 617	6 853	13 614	9 552	7 324
Utgående balans	4 864	667	1 617	6 853	13 614	9 552	7 324	7 762

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Resultaträkning - Kvartalvis data

TSEK	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024e	Q2 2024e
Nettoomsättning	35 465	76 625	62 827	69 629	55 983	76 193	72 225	70 200
Övriga rörelseintäkter	170	738	167	507	215	472	0	0
Summa intäkter	35 635	77 363	62 994	70 136	56 198	76 665	72 225	70 200
Råvaror och förnödenheter	-26 466	-60 665	-48 853	-51 499	-43 717	-59 184	-54 891	-53 352
Personalkostnader	-6 073	-9 114	-8 194	-9 675	-7 543	-9 359	-8 960	-9 050
Övriga externa kostnader	-4 387	-5 598	-5 082	-5 321	-4 134	-6 368	-5 778	-5 616
Övriga rörelsekostnader	-406	-329	0	0	-124	-348	-289	-281
EBITDA	-1 697	1 657	865	3 641	680	1 406	2 307	1 902
Av-/nedskrivningar	-627	-658	-670	-707	-702	-703	-804	-809
EBIT	-2 324	999	195	2 934	-22	703	1 503	1 093
Finansiellt, netto	-360	-432	-436	-461	-543	-455	-402	-395
EBT	-2 684	567	-241	2 473	-565	248	1 101	698
Skatt	0	0	0	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-2 684	567	-241	2 473	-565	248	1 101	698
Vinst per aktie (SEK)	-0,57	0,12	-0,05	0,53	-0,12	0,05	0,23	0,15
Y-o-Y tillväxt (%)								
Nettoomsättning	-11,2%	48,8%	38,6%	17,3%	57,9%	-0,6%	15,0%	0,8%
EBITDA	na	60,6%	17200,0%	574,3%	na	-15,1%	166,7%	-47,8%
EBIT	na	150,4%	na	na	na	-29,6%	670,7%	-62,7%
Restultat	na	na	na	na	na	-56,3%	na	-71,8%
% av nettoomsättning (%)								
EBITDA-marginal	neg	2,1%	1,4%	5,2%	1,2%	1,8%	3,2%	2,7%
EBIT-marginal	neg	1,3%	0,3%	4,2%	neg	0,9%	2,1%	1,6%
EBT-marginal	neg	0,7%	neg	3,5%	neg	0,3%	1,5%	1,0%
Vinstmarginal	neg	0,7%	neg	3,5%	neg	0,3%	1,5%	1,0%
Personalkostnader	17,0%	11,8%	13,0%	13,8%	13,4%	12,2%	12,4%	12,9%
Totala rörelsekostnader	30,5%	19,4%	21,1%	21,4%	21,0%	21,0%	20,8%	21,3%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	10,5%	neg	31,7%	neg	3,3%	12,7%	7,5%
ROIC	neg	4,8%	1,2%	11,9%	neg	2,8%	5,3%	4,7%

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning- Kvartalsvis data

TSEK	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024e	Q2 2024e
Varulager	37 427	28 543	36 259	37 925	37 634	32 620	33 085	32 157
Kundfordringar	28 330	28 077	29 208	21 967	29 385	24 059	27 703	26 926
Övriga kortfristiga fordringar	86	206	794	459	373	73	1 083	1 053
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1 462	2 094	2 398	7 706	2 133	2 067	1 647	1 601
Kassa och bank	723	1 617	4 436	245	209	6 853	5 015	9 189
Summa omsättningstillgångar	68 028	60 537	73 095	68 302	69 734	65 672	68 532	70 926
Materiella anläggningstillgångar	2 538	2 292	2 664	2 488	2 292	2 223	2 201	2 128
Immateriella anläggningstillgångar	9 516	9 009	8 503	7 996	7 489	6 983	6 401	5 868
Finansiella anläggningstillgångar	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993	4 993
Summa anläggningstillgångar	17 047	16 294	16 160	15 477	14 774	14 199	13 595	12 988
Summa tillgångar	85 075	76 831	89 255	83 779	84 510	79 871	82 127	83 914
Avsättningar	2 373	2 242	2 143	2 246	2 015	2 945	2 945	2 945
Skulder till kreditinstitut	0	0	0	0	0	0	0	0
Checkräkningskredit	9 330	5 413	4 707	4 734	6 572	0	0	0
Förskott från kunder	3 476	1 242	3 602	699	3 503	9 670	3 611	3 510
Leverantörsskulder	27 383	23 204	34 688	33 297	34 611	29 223	33 085	35 081
Övriga kortfristiga skulder	14 901	16 429	13 957	13 400	13 105	6 570	10 834	10 530
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	11 805	12 304	14 785	11 768	7 582	7 834	7 223	7 020
Summa kortfristiga skulder	66 895	58 592	71 739	63 898	65 373	53 297	54 752	56 141
Skulder till kreditinstitut	10 956	10 581	10 206	10 206	9 831	16 089	15 789	15 489
Summa långfristiga skulder	10 956	10 581	10 206	10 206	9 831	16 089	15 789	15 489
Summa eget kapital	4 851	5 416	5 167	7 804	7 291	7 540	8 641	9 339
Summa skulder + EK	85 075	76 831	89 255	83 779	84 510	79 871	82 127	83 914

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - kvartalsvis data

TSEK	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024e	Q2 2024e
Löpande verksamheten	-2 051	1 225	429	3 180	317	1 896	1 905	1 507
Förändring i rörelsekapital	2 375	3 999	4 114	-7 266	-2 034	5 202	-3 243	3 169
Investeringsverksamheten	-659	6	-499	-24	119	-127	-200	-202
Finansieringsverksamheten	720	-4 292	-1 081	27	1 838	-314	-300	-300
Periodens kassaflöde	385	938	2 963	-4 083	240	6 657	-1 838	4 174
Ingående balans	363	723	1 617	4 436	245	209	6 853	5 015
Utgående balans	723	1 617	4 436	245	209	6 853	5 015	9 189

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Ansvarsbegränsning

Detta marknadsföringsmaterial har upprättats av Västra Hamnen Corporate Finance AB ("Västra Hamnen").

Materialet har inte utformats enligt kraven i de lagar och författningar som fastställts med avseende på investeringsanalysers oberoende, och omfattas inte av några förbud mot handel före spridningen av investeringsanalyserna.

Materialet har sammanställts utifrån offentligt tillgängligt material som bedöms som tillförlitligt. Det kan dock inte garanteras att informationen är korrekt. Informationen publiceras i marknadsföringssyfte och gör inte anspråk på att utgöra ett fullständigt underlag för finansiella beslut. Materialet utgör inte investeringsrådgivning och informationen tar inte hänsyn till de individuella behov, mål och förutsättningar som gäller för någon enskild mottagare. Läsaren uppmanas att inhämta egna kompletterande uppgifter och konsultera en kvalificerad finansiell rådgivare inför finansiella beslut.

Alla synpunkter, bedömningar och slutsatser som kommuniceras i materialet ska anses aktuella vid den tidpunkt då materialet publicerats men kan komma att ändras när som helst utan förutgående varsel. Ingenting som skrivs i materialet ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i ett finansiellt instrument.

Västra Hamnen kan inte hållas ansvariga för direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i detta material. Finansiella investeringar kan både öka och minska i värde. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Materialet riktar sig inte till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av materialet till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Västra Hamnen.

Intressekonflikter

Läsare av detta material görs uppmärksam på att Västra Hamnen har tagit fram materialet på uppdrag av och erhållit ersättning från det bolag som huvudsakligen nämns häri. Ersättningen är fast och överenskommen på förhand och är på inget sätt kopplat till innehållet i materialet och de synpunkter som framförs.

Vissa uppgifter som återges i materialet är inhämtade genom kontakt med det bolag som huvudsakligen nämns häri. Antaganden, slutsatser och scenarion är dock ett resultat av Västra Hamnens egen analys av tillgängliga fakta.

Västra Hamnen har interna regler som förbjuder samtliga anställda att handla med aktier i bolag med vilka Västra Hamnen har avtal om att producera marknadsföringsmaterial som det föreliggande.

Västra Hamnen Corporate Finance AB

Stortorget 13 A
211 22 Malmö
Telefon: +46 40 200 250
E-post: info@vhcorp.se
www.vhcorp.se