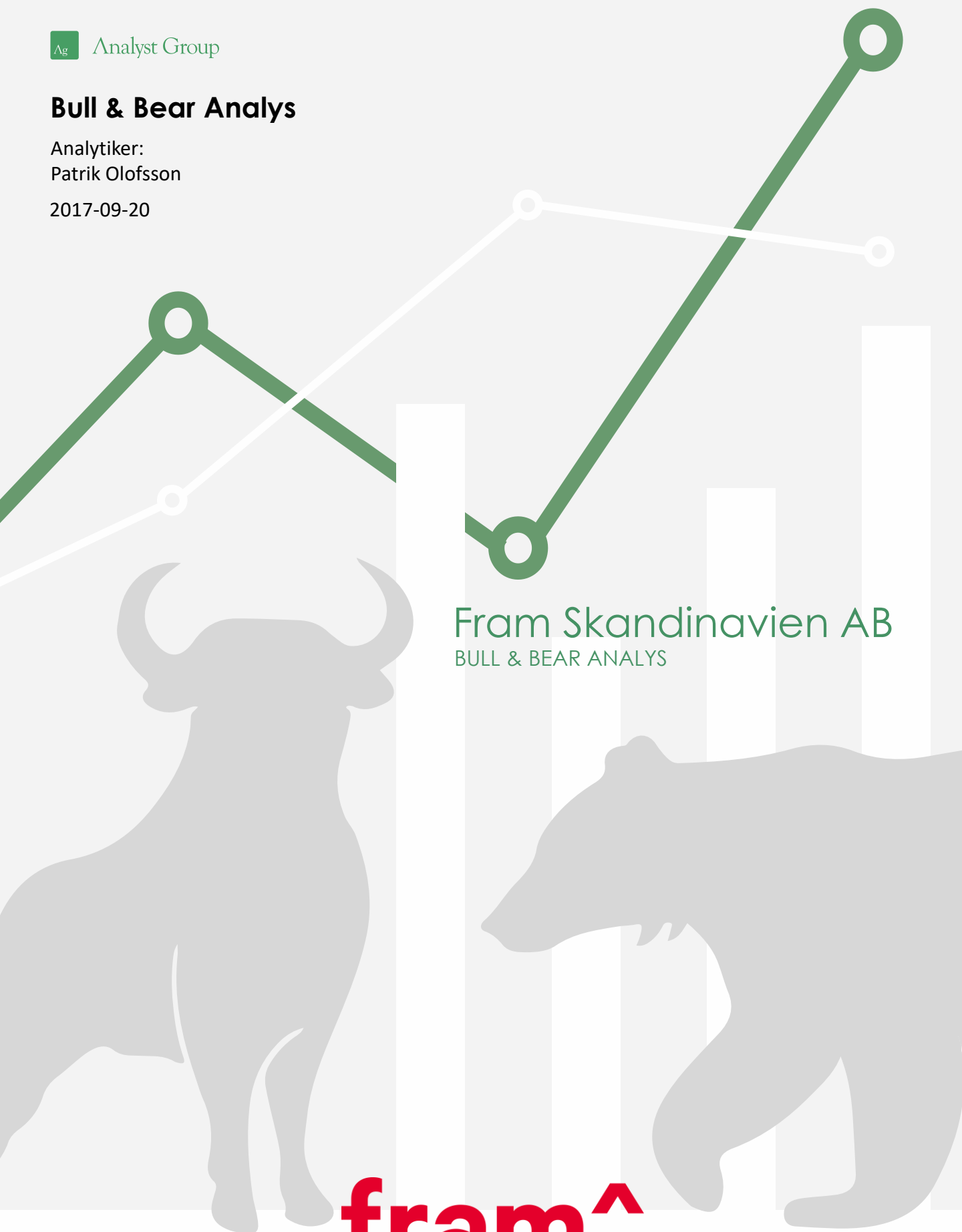


Bull & Bear Analys

Analytiker:
Patrik Olofsson

2017-09-20



Fram Skandinavien AB
BULL & BEAR ANALYS

fram^

Introduktion



3



Värde drivare

2



Historisk Lönsamhet

3



Risk

4



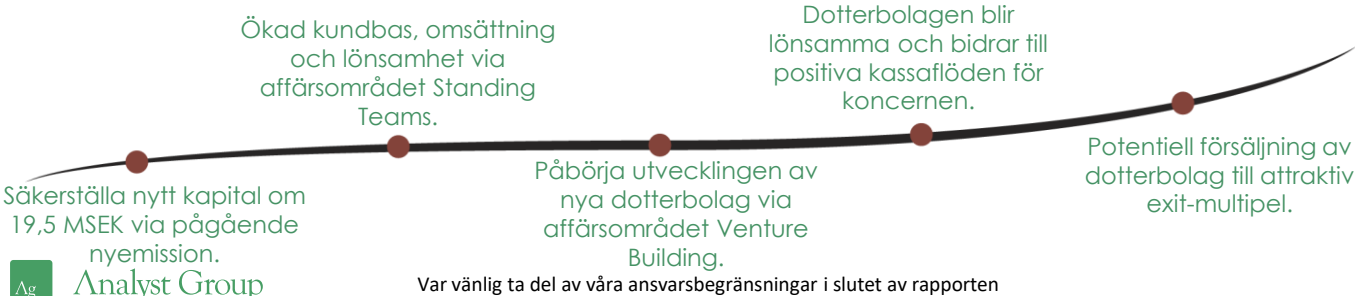
Ledning & Styrelse

- » **Över 60 års gemensam erfarenhet i ledningsgruppen.** Nyckelpersonerna bakom Fram[^] har lång erfarenhet av bolagsbyggande och investeringsprocesser, framförallt i tillväxtmarknader. Bl.a. grundade Christopher Brinkeborn Beselin det Kinnevikägda bolaget Lazada.vn. Lazada Group S.A., vilket inkluderar Lazada.vn, såldes till Alibaba Group Holding Ltd. för 3,2 mdUSD fyra år efter start.
- » **Avser starta 6-10 nya dotterbolag för 19,5 MSEK.** Med emissionslikvid om 19,5 MSEK avser Fram[^] starta 6-10 nya dotterbolag inom affärsområdet Venture Building, verksamma i t.ex. konsument-, FinTech- och försäkringsmarknader. Målsättningen är att bolagen ska nå lönsamhet 18-24 månader efter start. Fram[^] kan behålla bolagen och dra fördel av positiva kassaflöden eller göra en "exit".
- » **Standing Teams har en fördelaktig intäkts- och kostnadsmodell.** Via Fram[^]s andra affärsområde, Standing Teams, säkerställer Bolaget hög belägningsgrad och långsiktiga samarbeten med företagskunder. Det bidrar till förutsägbara och mindre volatila kassaflöden för koncernen. Då Fram[^]s dotterbolag ska startas från grunden och ha en digital bas, säkerställer Standing Teams rätt IT-kompetens för dessa.
- » **P/E 2,2 på 2020 års prognos.** Givet målmultipeln P/E 16,8 år 2020, härledd från en relativvärdering, och en diskonteringsränta om 20 % kan koncernen potentiellt värderas upp till ca 250 MSEK.
- » **Stor utmaning att starta flera nya dotterbolag.** Kapitalbehovet per nytt dotterbolag bedöms kunna uppgå till ca 2 MSEK tills lönsamhet nås. Att starta 6-10 nya bolag är utmanande och investeringsrisken för aktieägare ligger i att Fram[^]s bolag inte utvecklas i önskad takt.

ANALYTIKER					
Patrik Olofsson		patrik.olofsson@analystgroup.se			
Adress		AG Equity Research AB Riddargatan 35 114 57 Stockholm			
Hemsida		www.analystgroup.se			
FRAM^					
Teckningskurs (SEK)		20,00			
v. 52 högsta / lägsta		n.a.			
Antal aktier ¹		2 500 000			
Börsvärde (MSEK) ¹		50			
Nettokassa (MSEK) ¹		19,5			
EV (MSEK)		30,5			
Sektor		IT-konsult & Venture Building			
Lista / kortnamn		Nasdaq First North/FRAM			
Kvartalsrapport 3 2017		2017-10-26			
UTVECKLING					
1 månad		n.a.			
3 månader		n.a.			
1 år		n.a.			
YTD		n.a.			
HUVUDÄGARE ¹					
Norsel Industries BV ²		41,15 %			
Vu Duy Anh		4,98 %			
Max Bergman		5,28 %			
Hans Tiedemann		3,20 %			
Lars-Henrik Friis Molin		2,00 %			
LEDNING					
Verkställande Direktör		Max Bergman			
Styrelseordförande		Christopher Brinkeborn Beselin			
PROGNOS		2016	2017E	2018E	2019E 2020E
Omsättning (tSEK)		8 182	12 006	16 447	53 610 143 162
Bruttoresultat (tSEK)		2 815	4 802	6 650	23 949 64 829
EBIT (tSEK)		1 014	1 201	1 617	7 769 24 060
Nettoresultat (tSEK)		999	1 153	1 458	7 385 23 073
P/S		6,1	4,2	3,0	0,9 0,3
EV/S		3,7	2,5	1,9	0,6 0,2
EV/EBIT		30,1	25,4	18,9	3,9 1,3
P/E		50,1	43,4	34,3	6,8 2,2

¹Givet full teckning av pågående nyemission.
²Holdingbolag som ägs av Christopher Brinkeborn Beselin.

Värde drivare



Innehåll

Analytiker Patrik Olofsson äger ej aktier i Fram^

Investeringsidé	4
Bolagsbeskrivning	5
Marknad	6
Finansiell prognos	7-8
Värdering	9-10
Bull & Bear	11
VD-intervju, Max Bergman	12
Ledning och styrelse	13
Appendix	14-15
Disclaimer	16

Förtydligande av rating

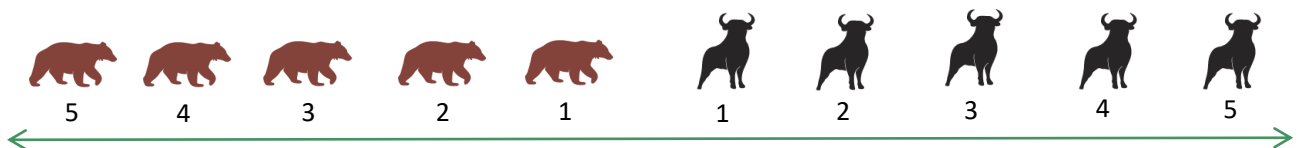
Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ analys och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar positivt för bolaget. Beroende på kategori kan betyget vara framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar negativt för bolaget. Beroende på kategori kan betyget vara framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination.

Lägsta betyg

Högsta betyg



Bolagsbeskrivning

Fram Skandinavien AB ("Fram^" eller "Bolaget") är idag aktiva inom två affärsområden: *Standing Teams*, som erbjuder IT-utveckling för företagskunder, och *Venture Building*. Ledningspersonerna i Fram^ har över 60 års gemensam erfarenhet av bolagsbyggande och investeringar. Via affärsområdet *Standing Teams* får Bolaget god tillgång till digital expertis, vilket i kombination med erfarenheterna av bolagsbyggande kan resultera i ett antal starka synergieffekter för Fram^.

fram^

Investeringsidé

I förhållande till traditionella konsultbolag, kan Fram[^]s värdering om 50 MSEK (post-money) mot befintlig försäljning framstå som hög. Konsultdelen värderas dock bara till 30,5 MSEK (pre-money) och de 19,5 MSEK Fram[^] tar in via nyemission ska användas för att starta 6-10 dotterbolag. Tidigare, med 2 MSEK i totala investeringar, byggde Fram[^] ett bolag som 18 månader efter start värderades till ca 50 MSEK i en investeringsrunda. Transaktionen gav en avkastning om x10 på Fram[^]s aktieägares andel. Med det i åtanke finns utrymme för uppvärdering av Fram[^].

Lazada Group S.A. såldes för 3,2 mdUSD till Alibaba Group Holding Ltd. ("Alibaba")

Innan Fram[^] var Christopher Brinkeborn Beselin medgrundare och VD för det Kinnevikägda bolaget Lazada Vietnam. Efter några års verksamhet blev det tydligt att de vietnamesiska IT-ingenjörerna var minst lika kvalificerade som de europeiska, för en femtedel av kostnaden. Med denna insikt byggde Lazada.vn upp ett utvecklingscenter från grunden i Vietnam. Juni 2017, fyra år efter start, såldes Lazada Group S.A. för 3,2 mdUSD till Alibaba. Med värdefulla erfarenheter gick Christopher vidare från Lazada.vn och grundade Fram[^] som idag består av affärsområdena *Standing Teams* och *Venture Building*.

Affärsområdet *Standing Teams* har en tydlig intäkts- och kostnadsfördel

Inom affärsområdet *Standing Teams* har Fram[^] normalt kundavtal som löper över tolv månader. Därefter förnyas oftast avtalen automatiskt med ytterligare tolv månader. För varje ny kund anställer Fram[^] vanligtvis ny personal och kunden får då ett eget team av IT-ingenjörer som möjliggör för ett nära och långsiktigt samarbete. Samtidigt säkerställer Fram[^] full beläggning, vilket sänker den operativa risken. Dessutom, om ett avtal med kund skulle avslutas efter tolv månader kan Fram[^], till följd av vietnamesisk lagstiftning, relativt enkelt avsluta berörd personals anställning. Även om detta inte är något Fram[^] eftersträvar, bidrar det till minskad operativ risk och mer säkra kassaflöden.

Ska starta 6-10 nya dotterbolag för 19,5 MSEK

Inom affärsområdet *Venture Building*, vilket har likheter med Rocket Internets³ affärsmodell, avser Fram[^] starta 6-10 nya dotterbolag där målsättningen är att bolagen ska nå lönsamhet inom 18-24 månader. För att detta ska möjliggöras räknar Fram[^] med att varje dotterbolag kommer kräva investeringar mellan 1,5-2,0 MSEK. Fördelen med att grunda bolagen internt, jämfört med t.ex. traditionell

Venture Capital-verksamhet, är att Fram[^] kan välja att behålla dotterbolagen och dra nytta av positiva kassaflöden, ta in ytterligare kapital på dotterbolagsnivå till en högre värdering eller dela ut bolagen till aktieägarna. Ett tidigare exempel på bolag som delats ut är Pangara, vilket skapades av Fram[^]. 18 månader efter start var Pangara värderat till över 50 MSEK och värdet på Fram[^]s aktieägares andel hade i och med detta ökat med x10.

Över 60 års gemensam erfarenhet i ledningsgruppen

Fram[^]s ledningsgrupp har lång erfarenhet av bolagsbyggande och investeringsprocesser, framförallt i tillväxtmarknader. Utöver erfarenheter från Lazada.vn har Christopher Brinkeborn Beselin tidigare arbetat på Cevian Capital, en av Europas största hedgefonder som förvaltar över 13 mdEUR. Max Bergman, nuvarande VD på Fram[^], kommer närmast från Kinneviks portföljbolag Bima i Sri Lanka vilket han var grundare och VD för. Bima Sri Lanka har sedan 2013 sålt över 3 miljoner försäkringsabonnemang, vuxit till 300 anställda och nådde lönsamhet 2015. Ledningspersonerna har erfarenheter som lämpar sig väl för att Fram[^] ska fortsätta växa.

Potentiell uppvärdering till ca 250 MSEK på 2020 års prognos

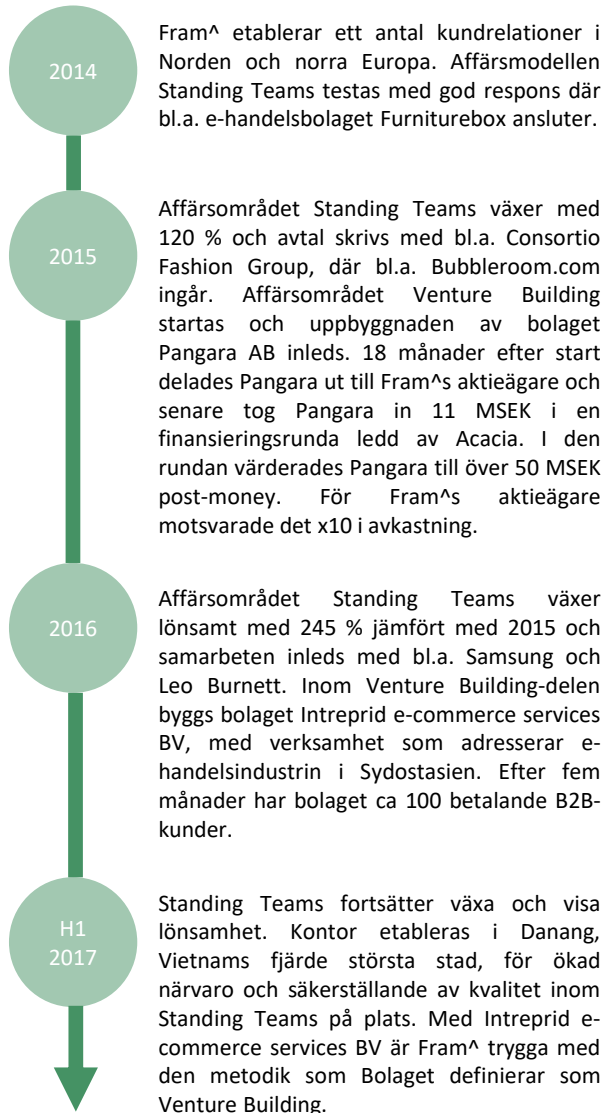
Fram[^] prognostiseras omsätta 143,2 MSEK 2020 med en nettomarginal på 16 %. På en värdering om 50 MSEK (post-money) handlas Fram[^] till ett *forward*-P/E om 2,2. Precio Fishbone, eWork och Tieto är aktörer som kan argumenteras för att ha vissa likheter med Fram[^]s affärsområde *Standing Teams*. Fram[^] har dock fördelar som nämnda aktörer saknar, dels genom sin intäkts- och kostnadsmodell, dels genom affärsområdet *Venture Building*. Dessa faktorer motiverar att Fram[^] ska handlas till en premie. Givet en diskonteringsränta om 20 % och en målmultipel om P/E 16,8 på 2020 års vinst, ger det ett nuvärde på ca 250 MSEK. Det kan jämföras med värderingen 50 MSEK idag (givet fulltecknad emission).

Stora utmaningar med att starta nya dotterbolag

Den operativa risken i affärsområdet *Standing Teams* bedöms lägre relativt *Venture Building*. Intäktsmodellen för *Standing Teams* säkerställer hög belägningsgrad och fördelaktiga anställningslagar i Vietnam minskar personalrisken. Att starta 6-10 nya bolag är utmanande och bedöms kräva ca 19,5 MSEK i investeringar för att lönsamhet ska nås. Större delen av investeringsrisken ligger i att affärsområdet *Venture Building* inte utvecklas enligt plan. En risk finns att färre bolag än tänkt startas, eller att bolagen inte når en tillfredsställande försäljningsnivå och lönsamhet.

Bolagsbeskrivning

Fram[^], grundat av bl.a. nuvarande styrelseordförande Christopher Brinkeborn Beselin, är idag verksam inom företagsbyggande och IT-utveckling. Ledningsgruppens erfarenhet av bolagsbyggande, tillsammans med god tillgång till digital expertis, kan resultera i positiva synergi-effekter och fortsatt tillväxt för koncernen.



Nyemission om 19,5 MSEK i samband med notering

I samband med noteringen på Nasdaq First North genomför Fram[^] en nyemission om 19,5 MSEK. Syftet är att accelerera affärsområdet Venture Building och etablera 6-10 nya dotterbolag, vilket förväntas kräva investeringar om 1,5-2,0 MSEK per bolag. Utöver att bidra till koncernens totala kassaflöde ser Fram[^] möjligheter för dotterbolagen att utvecklas vidare som separata noterade bolag.

Affärsmodell

Fram[^] avser starta lönsamma bolag från grunden i Sydostasien och Europa, något som går under affärsområdet Venture Building.

Venture Building

Investeringsprocessen inleds med en systematisk genomgång och sammanställning av redan bevisade affärsmodeller som varit framgångsrika i andra geografiska regioner. Beslut fattas sedan om att investera i en viss typ av affärsmodell, varpå ett nytt dotterbolag startas. Dotterbolagen har huvudsakligen ett digitalt fokus inom konsument-, försäkrings- och finansbranschen, där marknader i Sydostasien och norra Europa ska adresseras. Till dotterbolagen rekryteras en eller flera grundare som formar en ledningsgrupp, vilka erhåller ett mindre ägande i det dotterbolaget.

Standing Teams

Då Fram[^]s dotterbolag ska startas från grunden behöver Bolaget säkerställa kompetens för IT-utveckling, vilket görs via affärsområdet Standing Teams. Utöver att förse Venture Building-delen med kompetent personal kan Fram[^] även erbjuda externa kunder IT-ingenjörer, vilket genererar återkommande kassaflöden.

Intäktsmodell

Målsättningen är att Fram[^]s nystartade dotterbolag ska generera de första intäkterna sex månader efter start och visa lönsamhet inom 18-24 månader. Fram[^] har möjligheten att behålla dotterbolagen inom koncernen, eller vid uppnådd lönsamhet sälja hela eller delar av innehavet.

Vidare erhåller Fram[^] via affärsområdet Standing Teams löpande intäkter från långsiktiga kundsamarbeten. Fram[^] tillsätter personal efter kundens specifika behov, normalt med rullande tolv månaders avtalstid med automatisk förnyelse därefter. Fram[^] säkerställer därmed full beläggning och förutsägbara kassaflöden. Kunden betalar ett fast månadspris som i genomsnitt motsvarar ett timpris om 200 SEK.

Investeringsbehov och kostnadsdrivare

Till dess att de nystartade dotterbolagen beräknas bli lönsamma räknar Fram[^] med ett investeringsbehov om 1,5-2,0 MSEK per nystartat dotterbolag. Givet ca 2 MSEK i snitt per bolag innebär det ett totalt investeringsbehov om ca 12 och 20 MSEK.

För affärsområdet Standing Teams är det främst personalen som utgör kostnadsmassan.

Marknad

Växande ekonomi i Sydostasien

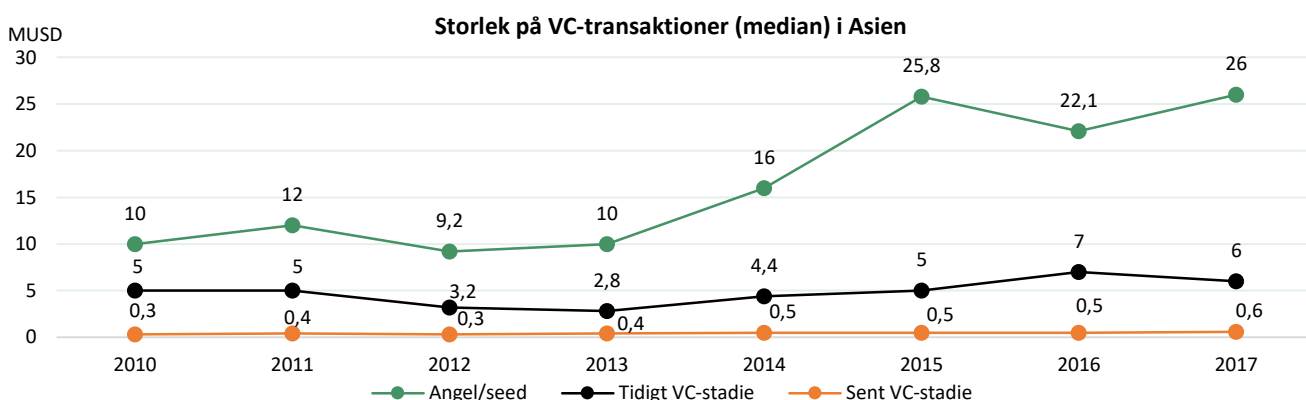
Enligt World Data Bank (2017) förväntas den sydostasiatiska ekonomin växa med 6,2 % 2017 och 6,1 % 2018. Det kan jämföras med Europeiska Kommissionens (2017) prognos om 1,7 % BNP-tillväxt 2017 för EU. I en rapport av KPMG (2017) förväntas den vietnamesiska ekonomin fortsätta växa snabbt och World Data Bank (2017) prognostiserar att ekonomin ska växa med 6,3 % 2017. För åren 2018-2019 förväntas tillväxten stabiliseras omkring 6,4 %.

Venture Capital visar intresse för start-ups i Asien

I en rapport av KPMG (2017) framgår att investeringar gjorda av Venture Capital-bolag i Asien ökade från 5,4 mdUSD Q1-17 till 12,4 mdUSD Q2-17. Det motsvarar en ökning med 130 % mellan två →

kvartal. Samma rapport visade att på årsbasis minskade VC-investeringarna med 33,7 %. Det som bidragit till den höga tillväxten mellan Q1-17 och Q2-17 härrör främst från enskilda större transaktioner.

Över tid visar dock utvecklingen att investerare fortfarande har hög betalningsvilja och värdet på transaktioner i Asien har gått upp perioden 2010-2017. KPMG (2017) rapporterar att det har varit ett växande intresse för start-ups under 2017, där bl.a. företag riktade mot konsument- och tjänstemarknaden rört sig upp i värdekedjan. Transaktionsstorleken (median) för ett bolag i tidigt stadie, vilket kan tänkas vara när bolaget i fråga existerat i 1-2 år, uppgick till 26 MUSD 2017. Det kan jämföras med 10 MUSD 2010 och motsvarar 14,6 % i genomsnittlig årlig tillväxt i transaktionsstorlek.



Hög betalningsvilja för IT- och mjukvaruutvecklare

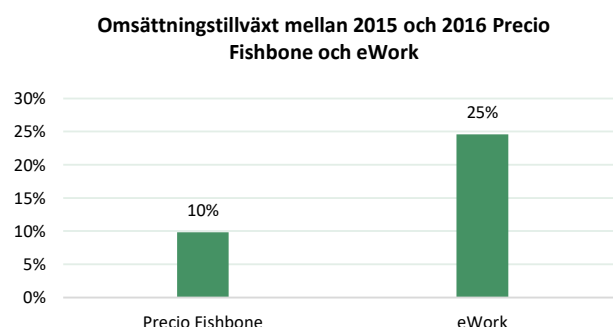
I Forbes (2017) publicerades en artikel med titeln "Will the demand for [software] developers continue to increase?", där U.S Bureau of Labor Statistics nämner att arbetsmarknaden för mjukvaruutvecklare kommer växa med 14 % från 2014 till 2024. Det framkommer även att det inte bara är stora aktörer som Facebook, Google och Uber som behöver IT-utvecklare, utan i stort varje industri är i behov. Företag som t.ex. Mailchimp, 37 Signals och Salesforce nämns ha god betalningsvilja för att få hjälp med IT-utveckling av sin kärnverksamhet.

Brist på IT-ingenjörer

Sektorn för ICT (*Internet and Communication Technologies*) skapar ca 120 000 nya jobb årligen i Europa, vilket inkluderar bl.a. IT-ingenjörer (Europeiska Kommissionen, 2015). Trots detta spås det finnas ett underskott på 900 000 IT-ingenjörer inom Europa till 2020.

Rapporten från Europeiska Kommissionen larmar för att andelen kvalificerad arbetskraft är bristande, där det anges att 40 % av den generella arbetskraften i EU har icke-tillfredsställande digitala kunskaper när sådana krävs.

Den rådande bristen av kompetenta IT-ingenjörer har visat sig i försäljningssiffrorna för framstående aktörer som t.ex. Precio Fishbone och eWork Group. Båda företagen erbjuder IT-tjänster för olika typer av kunder och har aktiviteter på flera olika marknader. Företagen har visat följande mellan 2015 och 2016:

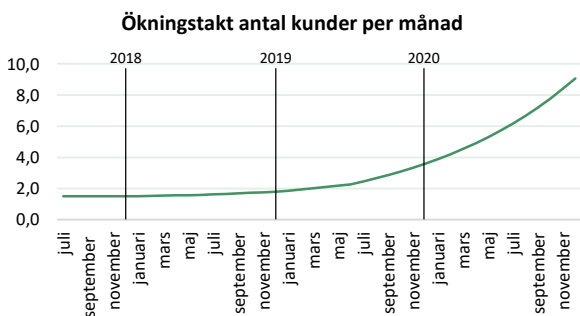


Finansiell prognos

De finansiella prognoserna utgår ifrån Fram[^]s två affärsområden Standing Teams och Venture Building. Standing Teams förväntas stå för majoriteten av omsättningen 2017-2020, samtidigt som affärsområdet Venture Building med tiden förväntas få en relativt högre intäktsandel som växer med åren. År 2020 används som benchmark för värdering med motiveringen att tills dess förväntas samtliga av Fram[^]s nystartade dotterbolag ha blivit lönsamma. Ur ett värderingsperspektiv blir detta därmed mer rättvisande än att utgå från tidigare år och därmed kortare tidshorisont.

Standing Teams

Vid årsskiftet 16/17 hade Fram[^] 15 aktiva kunder och vid början av september 2017 hade antalet växt till 25, motsvarande en nettoökning om 1,3 kunder per månad. Under H1-17 har Fram[^] skalat upp organisationen genom att investera i nya lokaler, försäljningssystem, rekrytering och andra centrala funktioner för att möjliggöra fortsatt snabb tillväxt. Under resterande del av 2017 prognostiseras Fram[^] i genomsnitt öka antalet kunder (netto) med 1,5 per månad. Därefter förväntas antalet aktiva kunder öka i en exponentiell takt, allt eftersom Fram[^] får en större närvaro på marknaden. Antalet tillkommande kunder på en månadsbasis illustreras av följande graf:



En kundbas om 25 idag har då ökat till ca 125 mot slutet av 2020, en ökning med 400 %.

Kundavtal löper normalt över tolv månaders kontrakt, med automatisk förnyelse om inget annat avtalas. Alla kunder förväntas inte fortsätta och för 2017-2020 antas Fram[^] ha en behållningsgrad mellan 80 och 90 %, dvs. den andel som fortsätter vara kunder efter initiala tolv månader.

Fram[^] erbjuder IT-utveckling till ett fast genomsnittligt pris om 200 SEK/timme per IT-ingenjör. Det antas inkludera kostnad för IT-ingenjör, kringtjänster, administration m.m. Priset ses således som "all inclusive". Följande inputs antas gälla för en genomsnittlig IT-ingenjör:

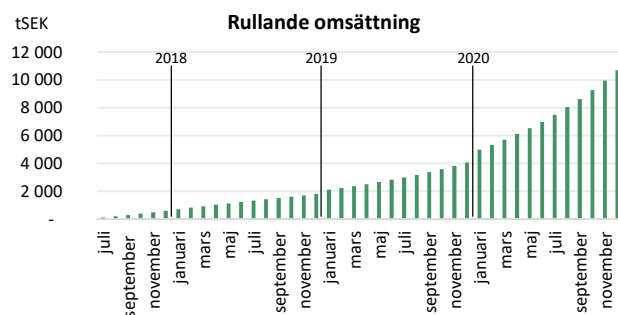
Intäkt per IT-ingenjör/timme (SEK)	200
Antal arbetstimmar/dag	8
Antal arbetstimmar/vecka	40
Antal arbetstimmar/månad	160
Intäkt per IT-ingenjör/månad (SEK)	32 000

Idag riktar sig Fram[^] mot mindre företagskunder, varför antalet IT-ingenjören anpassas därefter. Framöver förväntas Fram[^] kunna nå ut till större

kunder, något som resulterar i att antalet IT-ingenjör per kund ökar. Följande genomsnittsnivå, efter att tagit hänsyn till både mindre och större kunder, antas gälla 2017-2020:

IT-ingenjörer per kund 2017:	2,00	Förändring:
IT-ingenjörer per kund 2018:	2,10	+5%
IT-ingenjörer per kund 2019:	2,30	+10 %
IT-ingenjörer per kund 2020:	2,65	+15 %

Förutsatt prognostiserad kundtillväxt och beräknad intäkt per kund, förväntas affärsområdet Standing Teams prestera följande rullande omsättning på månadsbasis åren 2017-2020:



När totala personalkostnader för helåret 2016 och H1-17 tas i beaktande framstår det som att bruttomarginalen uppgick till 34,4 % respektive 25,5 %. I dessa personalkostnader ingår dock mer än s.k. direkta personalkostnader. Den faktiska bruttomarginalen är således högre, varför i prognoserna Fram[^] förväntas kunna prestera en bruttomarginal över 40 %. Dessutom förväntas Fram[^], likt vissa andra konsultbolag, ha en intäktsmodell som innebär att när kunden efterfrågar något som går utanför ramverket för befintligt avtal fakturerar Fram[^] extratimmar. Då det går utanför ursprungligt avtal antas Fram[^] kunna debitera ett högre pris, något som får en positiv effekt på bruttomarginalen.

Det som blir kvar efter direkta personalkostnader som lön, sociala avgifter m.m. ska täcka rörelseverksamheten och relaterade kostnader (OPEX). Under 2016 och H1-17 uppgick dessa kostnader till 22,4 % respektive 22,5 % av omsättningen. Även om Fram[^] tagit en del nya OPEX-relaterade kostnader under H1-17 kan det antas att OPEX stiger något framgent, varför i genomsnitt 27 % av omsättningen antas utgöras av OPEX 2017-2020.

Till följd av Vietnamesisk skattelag avseende IT-tjänster, vilket tillåter skattelättnader för IT-utvecklingsbolag under sina 15 första år, antas Fram[^] betala ingen eller låg skatt åren 2017-2020 för affärsområdet Standing Teams.

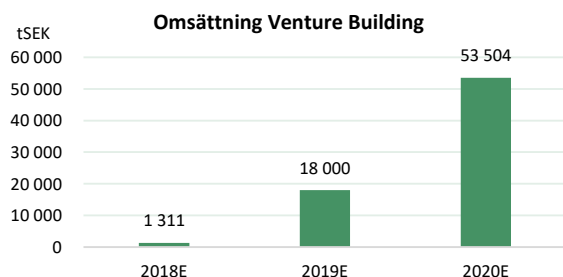
Finansiell prognos

Venture Building

Fram[^] har uttalat målsättning att starta 6-10 nya dotterbolag, där de första intäkterna ska genereras efter sex månader och lönsamhet nås efter 18-24 månader. Tidigare exempel på bolag som byggts upp från grunden av Fram[^] är Pangara. Pangara är en marknadsplats för frilansande IT-utvecklare och bolagsbygget påbörjades 2015. Pangara tog nyligen in ca 11 MSEK i en finansieringsrunda ledd av svenska investeraren Acasia på en värdering omkring 50 MSEK. Detta skedde 18 månader efter starten och värdet på Fram[^]s aktieägars andel hade i och med detta ökat med x10. Perioden 2015-12-18 till 2016-12-31 hade Pangara intäkter om 0,8 MSEK och gjorde en förlust på -1,6 MSEK. Företaget hade visserligen låga intäkter för det helåret, men visade kraftig tillväxt på månadsbasis därefter, varför en värdering omkring 50 MSEK kunde motiveras.

2017 och 2018 förväntas Venture Building-delen genomgå en uppbyggnadsfas där olika affärsmodeller och investeringar utvärderas. Fram[^] bedöms ha möjligheten att starta ett nytt dotterbolag i slutet av 2017, för att därefter etablera två nya dotterbolag per kvartal. För Fram[^]s potentiella dotterbolag antas i genomsnitt de första intäkterna erhållas den sjätte månaden och därefter växa exponentiellt. Det som driver tillväxten är dels skalbarheten som Fram[^] eftersträvar i sina affärsmodeller, dels en större närvaro på marknaden. I genomsnitt antas ett nystartat dotterbolag omsätta ca 0,5 MSEK/månad den 24:e månaden, vilket antas vara en förutsättning för att nå *break even*.

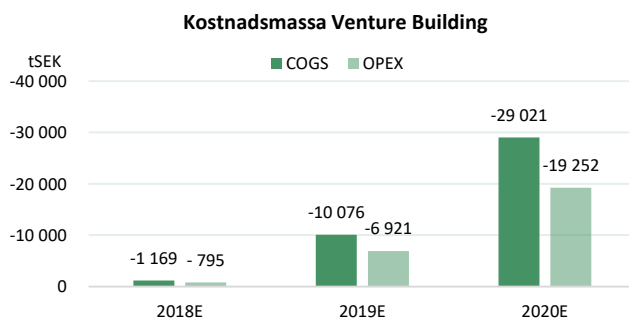
Givet att Fram[^] startar två dotterbolag per kvartal med start 2018 och gjorda antaganden, prognostiseras följande helårsomsättning från affärsområdet Venture Building:



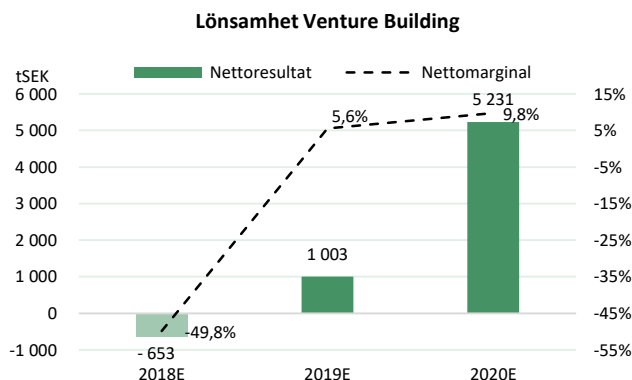
Notera att detta baseras på att Fram[^] behåller fullt ägandeskap även för de lönsamma dotterbolagen, och således inte gör en "exit". Omsättningen är för samtliga dotterbolag och 2020 uppgår försäljningen från affärsområdet Venture Building till ca 37 % av koncernens totala intäkter. Under 2020 förväntas

samtliga nystartade dotterbolag nått lönsamhet. Fram[^] har kommunicerat att dotterbolagens huvudsakliga verksamhet kommer rikta sig mot konsument-, försäkring- och finansbranschen. Exakt vad dotterbolagen kommer erbjuda återstår att se, men gemensamt är att de kommer ha en digital bas. Grunden i affärsmodellen är att den redan ska vara beprövad och framgångsrik på annan geografisk marknad. Fram[^] kan då tillämpa den affärsmodellen och anpassa den för en lokal marknad i Asien. Ett exempel skulle kunna tänkas vara en Klarna-lik modell för konsumentkrediter som implementeras av ett dotterbolag till Fram[^]. Klarna värderas till ca 19 mdSEK (Di, 2015). Ett annat exempel hade kunnat vara försäkringsförmedling online, t.ex. likt First North-listade Insplanet som värderas till ca 180 MSEK.

Givet att dotterbolagen ska ha en digital grund förväntas kostnadsmassan, både COGS (kostnad för sålda varor) och OPEX (rörelsekostnader), minska över tid där en genomsnittlig bruttomarginal om 50 % över tid antas för dotterbolagen. OPEX förväntas över tid uppgå till 25 % av omsättningen.



Under perioden 2018-2020 antas ett finansnetto om noll och ingen skatt för de nystartade dotterbolagen.



Gjorda prognoser utgår från att Fram[^] i genomsnitt etablerar två nya dotterbolag perioden Q4-17 till Q1-19. Då Bolaget inte antas göra en exit, eller åtminstone behålla en ägarandel över 50 % till 2020, konsolideras dotterbolagen i koncernräkenskaper.

Värdering

Kons. Resultaträkning (tSEK) – Base scenario	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning	8 182	12 006	16 447	53 610	143 162
COGS	-5 367	-7 204	-9 797	-29 661	-78 333
Bruttoresultat	2 815	4 802	6 650	23 949	64 829
Bruttomarginal	34%	40%	40%	45%	45%
Rörelsekostnader	-1 801	-3 602	-5 033	-16 179	-40 770
EBIT	1 014	1 201	1 617	7 769	24 060
EBIT-marginal	12%	10%	10%	14%	17%
Finansnetto	0	-48	-48	-48	-48
EBT	1 014	1 153	1 569	7 721	24 012
EBT-marginal	12%	10%	10%	14%	17%
Nettoresultat	999	1 153	1 458	7 385	23 073
Nettomarginal	12%	10%	9%	14%	16%

Givet de finansiella prognoser som presenterats på sida 7-8 erhålls ovan konsoliderade resultaträkning för Fram^ perioden 2017-2020. Givet fulltecknad nyemission värderas Fram^ till följande multiplar:

Värderingsmultipler – Base Scenario	2017E	2018E	2019E	2020E
P/S	4,2	3,0	0,9	0,3
EV/S	2,5	1,9	0,6	0,2
EV/EBIT	25,4	18,9	3,9	1,3
P/E	43,4	34,3	6,8	2,2

För att ge värderingen perspektiv presenteras nedan tre olika alternativinvesteringar: Precio Fishbone, eWork och Tieto. I ordningsföljden är Precio det mindre bolaget och Tieto är störst.



Bildades 2001 och har idag 200 anställda med kontor i Sverige, London och Vietnam. Precio Fishbone erbjuder skräddarsydda IT-lösningar och arbetar till stor del med Microsoft SharePoint som bas. Företaget värderas till ca 160 MSEK och omsätter ca 190 MSEK (12 månader rullande).



Bildades 2000 och har idag 7 000 konsulter. Till över 160 kunder erbjuder eWork IT-, telekom- och affärsutvecklingslösningar. eWork värderas till ca 1,7 mdSEK och omsätter ca 8,7 mdMSEK (12 månader rullande).



Ursprung från 1968 och har idag ca 14 000 anställda och kontor i ca 20 länder. Tieto erbjuder ett brett utbud av IT-tjänster och jämfört med Precio Fishbone och eWork får Tieto anses som den största aktören. Tieto värderas till ca 18,5 mdMSEK och omsätter ca 14,7 mdMSEK (12 månader rullande).

12 månader rullande	Precio Fishbone	eWork	Tieto
Omsättning (tSEK)	194 804	8 752 885	14 655 877
EBIT (tSEK)	16 663	100 810	1 237 628
Nettoresultat (tSEK)	10 699	78 251	932 733
P/S	0,8	0,2	1,3
EV/S	0,8	0,2	1,3
EV/EBIT	9,4	17,1	15,4
P/E	15,3	21,5	19,8



Fram^ förväntas ha en intäkts- och kostnadsmodell som möjliggör högre marginaler jämfört med nämnda aktörer. Då Fram^ har sin verksamhet i Vietnam möjliggörs också skattelättnader och kostnaden för vietnamesiska IT-ingenjörer är lägre än europeiska. Traditionella konsultbolag lider även av problematiken att en stor andel fastanställd personal kräver konstant hög belägningsgrad. Om belägningsgraden faller får det negativa konsekvenser för lönsamheten. Fram^ undviker detta genom att endast anställa personal i samband med befintlig efterfrågan. Avtalen med kund löper normalt på 12 månader och vid avslutat samarbete kan Fram^ välja att behålla personalen, eller tack vare vietnamesiskt lagverk avsluta anställningen. Dessa förutsättningar sänker den operativa risken avsevärt för Fram^. Till följd av dessa förutsättningar borde Fram^ värderas utifrån en multipel som tar hänsyn inte bara till försäljningen, utan även kostnadsstrukturen.

Utan värderingspremie finns potential för uppvärdering till 220 MSEK på 2020 års prognos

I genomsnitt värderas valda alternativinvesteringar till rullande P/E 18,9, där dock Tieto och eWork drar upp genomsnittet. Skulle Fram^ på 2020 års prognos handlas i linje med Precio Fishbone (P/E 15,3) indikerar det, givet en diskonteringsränta om 20 %, potentiell uppvärdering till ca 220 MSEK (Market Cap). Det kan jämföras med aktuellt marknadsvärde om 50 MSEK (givet fulltecknad emission). Scenariot förutsätter att Fram^ handlas utan en värderingspremie mot nämnda aktörer.

Värdering

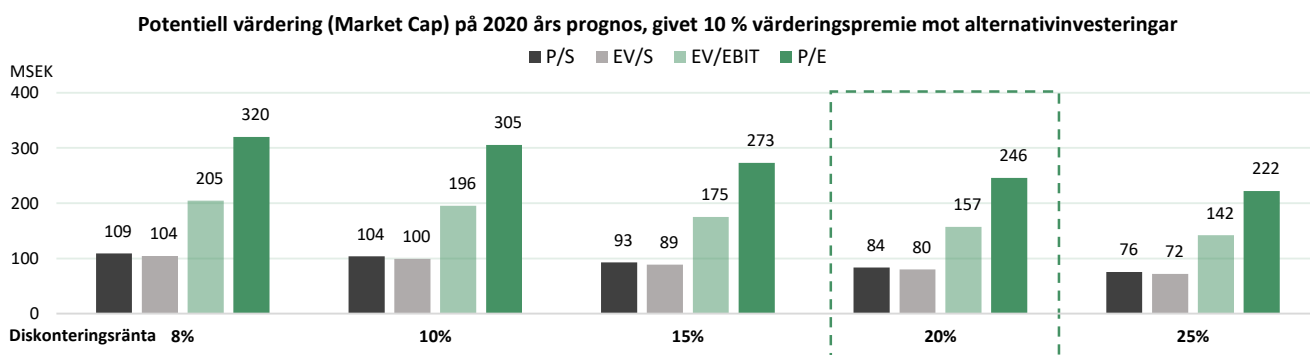
Då Fram[^] har en mer effektiv intäkts- och kostnadsmodell, samt bättre kassaflödesdynamik, bör Bolaget värderas till en premie mot nämnda alternativinvesteringar.

Fram[^] bedriver dessutom inte bara IT-konsulting utan har även affärsområdet Venture Building. Fram[^] kan därigenom bredda sin verksamhet och nå ut till andra marknader med dotterbolagen som ska ha en digital kärna. Fram[^] kan välja att ha ett långsiktigt ägande i dotterbolagen, eller när lönsamhet uppnås dela ut bolagen till aktieägarna. Även denna del i Bolagets affärsmodell motiverar en värderingspremie. Givet en värderingspremie om 10 % mot ➔

Precio Fishbone erhålls följande målmultiplar:

	Precio Fishbone	Premie	Målmultipl Fram [^] 2020
P/S	0,84	10%	0,92
EV/S	0,80	10%	0,88
EV/EBIT	9,38	10%	10,32
P/E	15,3	10%	16,79

Givet olika val av diskonteringsräntor, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger två år bort, kan följande värderingsnivåer (Market Cap) illustreras:



Den grönstreckade markeringen i grafen ovan markerar vad som anses vara den mest rättvisande diskonteringsräntan idag, givet dels bolagsspecifika förutsättningar, dels marknadsmässiga förhållanden som t.ex. rådande riskpremier. Notera att med tiden, när koncernen och dotterbolagen växer, kommer den småbolagspremie som ingår i nuvarande kalkylränta att minska. Givet liknande ränteläge och riskpremie i marknaden närmsta åren innebär det att Fram[^]s kapitalkostnad, och således diskonteringsränta, kommer minska. Det ger upphov till en högre värdering. Vid en värdering på 2020 års prognos tillämpas P/E-multipln då den fångar intäkts-, kostnads- och skattestruktur. Med diskonteringsräntan 20 % erhålls ett nuvärde på koncernen om ca 250 MSEK, att jämföra med värderingen 50 MSEK (post-money) vid fulltecknad nyemission.

Exit från dotterbolag kan ge extra värde

Fram[^] avser starta upp 6-10 nya dotterbolag och dessa kan komma att ingå i koncernen under en längre tid, t.ex. för kassaflödesbidrag, men kan också ge Fram[^] möjligheten att göra en exit och dela ut bolagen till aktieägarna. Ett tidigare exempel är Pangara som byggdes från insidan av Fram[^] och 18 månader från start värderades till ca 50 MSEK i en

investeringsrunda. På helårsbasis 2015-12-18 till 2016-12-31 var omsättningen 0,8 MSEK, vad som motiverade värderingen var den höga tillväxten på månadsbasis därefter. I ett Base-scenario förväntas Fram[^]s dotterbolag i genomsnitt, där hänsyn tas till "vinnare" och "förlorare", kunna visa månadstillväxter uppåt 70 %. Det motiveras av den digitala basen och skalbarheten i affärsmodellerna.

I en tidig investeringsrunda är värderingen relativt enkel. Antingen finns inga utsikter för bolaget och värderingen är noll, eller så är affärsmodellen, produkten och attraktionsgraden av kunder övertygande. I det senare fallet, och om Venture Buildern dessutom består av erfarna entreprenörer med bra meriter, kan ofta värderingen uppgå till mellan 20 MSEK och 40 MSEK i en tidig investeringsrunda (Öresund Startups, 2015). Skulle även Fram[^] i något scenario kunna bilda partnerskap med t.ex. industriella aktörer är det ytterligare argument till en hög värderingsnivå för aktuellt dotterbolag.

Givet att Fram[^] lyckas återskapa t.ex. två bolag med resor likt Pangaras, vilket kan vara ett bra scenario för benchmark, kan dessa två dotterbolag värderas mellan 40 MSEK och 80 MSEK. Givet totala investeringar om ca 2 MSEK per bolag och en ägandel om 70 % vid exit hade det motsvarat mellan x7 och x14 i avkastning.

Bull & Bear

Bull-scenario

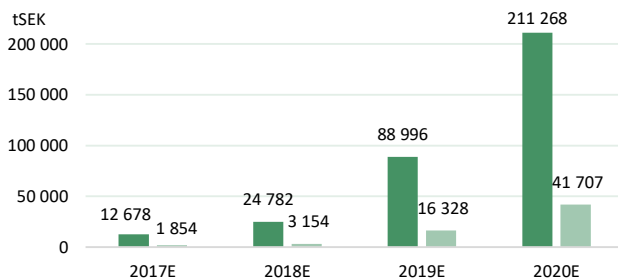
Fram[^] prognostiseras kunna addera nya kunder i en högre takt, där en nettoökning om 2 kunder per månad antas för resterande del av 2017. Därefter växer antalet nya kunder i en exponentiell takt. Fram[^] antas adressera större företagskunder, något som kan resultera i mer långvariga samarbeten och således en högre behållningsgrad. En behållningsgrad mellan 85% och 95 % 2017-2020 bedöms som möjlig. Då kundbasen förväntas bestå av större organisationer kan Fram[^] i genomsnitt tillsätta fler IT-ingenjör per kund.

Samtidigt som Fram[^] kan skala upp försäljningen mer relativt angivet Base-scenario, är det möjligt att marginalerna samtidigt kan förbättras. Då Fram[^]s nuvarande prissättning mot kund innebär en kostnadsbesparing om 80-85 % för kunden kan, beroende på priselasticiteten i marknaden, ett högre påläggspris möjligtvis tas. Det ökar då bruttomarginalen och OPEX, som andel av omsättningen, blir lägre.

Skattenivån antas vara i fortsatt i linje med Base-scenario.

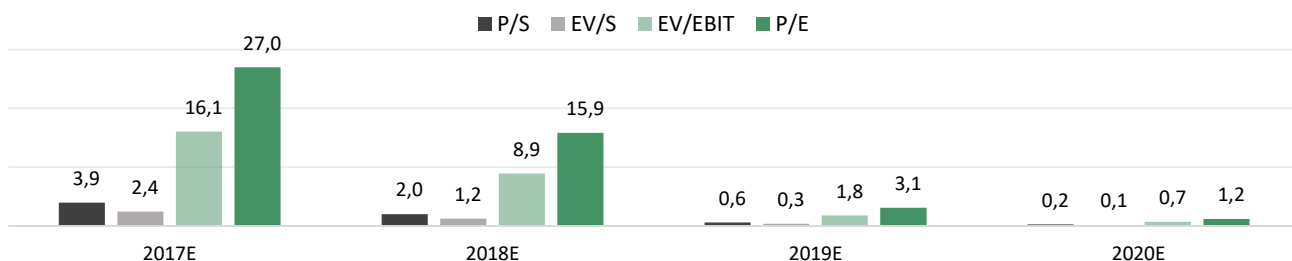
I ett Bull-scenario antas Fram[^] starta ett nytt dotterbolag i Q4-17 och sedan tre per kvartal perioden Q1-18 till Q3-18. Samtliga når lönsamhet efter 24 månader och 2020 står Venture Building-delen för ca 42 % av koncernens totala intäkter.

Omsättning och resultat (Bull-scenario)



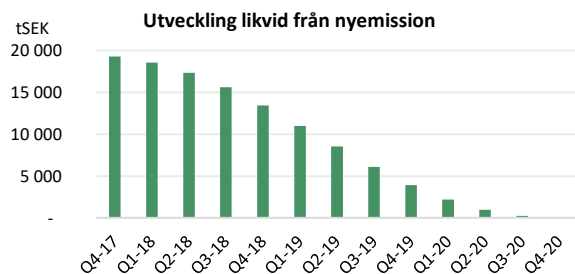
Givet fulltecknad nyemission och till teckningskursen 20 kr per aktie, värderas Fram[^] till följande multiplar i ett Bull-scenario:

Prognostiserad multipelutveckling (Bull-scenario)



Bear-scenario

Fram[^] avser starta 6-10 nya dotterbolag, vilket kommer kräva investeringar om 1,5-2,0 MSEK per bolag tills de blir lönsamma. Fram[^] tillför inte allt kapital omedelbart utan kapitaltillskott sker när dotterbolagen ansöker om det, t.ex. på månads- eller kvartalsbasis. Investeringstakten förväntas således vara jämn och i snitt antas en burn rate om ca 80 tSEK/månad och dotterbolag. Skulle Fram[^] starta i genomsnitt två nya dotterbolag per kvartal perioden Q4-17 till Q1-19, och den genomsnittliga burn raten är ca 80 tSEK/månad och bolag, utvecklas emissionslikviden enligt nedan graf.



I ett Bear-scenario blir Venture Building-delen inte lika lyckad vilket kan utkristallisera sig i dels färre startade dotterbolag än planerat, dels att bolagen inte utvecklas i en önskad takt. Risk finns då att Fram[^]s konsultdel inte kan försvara tidigare värdering, vilket är något en investerare bör vara medveten om.

Ytterligare kapitaltillskott, t.ex. via nyemission, på dotterbolagsnivå kan ses från olika perspektiv. Om inte bolagen utvecklas enligt plan och tillväxt och lönsamhet inte är tillfredsställande, kan nytt kapital från externa parter bli svårt att attrahera och omstrukturering eller i värsta fall avveckling kan krävas.

Kapitaltillskott skulle kunna ske även i ett scenario där dotterbolagen står inför potentiella expansionsmöjligheter och för att tillvarata dessa möjligheter kan nytt kapital krävas. I en sådan situation kan det tänkas att Fram[^] lyckas ta in nytt kapital på dotterbolagsnivå till en högre värdering, vilket således tillåter en uppvärdering. Möjligheten att ett eller flera av de 6-10 dotterbolagen som ska startas lyckas med detta dämpar nedsidan.

VD-intervju, Max Bergman

Den 5 september 2017

Vilka synergieffekter skulle kunna tänkas uppstå mellan de olika affärsområdena?

Även om de två affärsområdena fungerar mycket annorlunda så finns det ett antal starka synergieffekter som uppstår. Det går såklart utmärkt att driva IT-utveckling utan Venture Building och vice versa men när man kombinerar dem så ger man:

Aktieägare en trygghet och förutsägbarhet i en lönsam och snabbt växande IT-utvecklingsdel som finns där oavsett utvecklingen av Venture Buildern. När ett eller flera av dotterbolagen börjar accelerera på egen hand ger det en mycket stark drivkraft för Fram[^]s konsoliderade resultat.

Att ha de absolut bästa och topprankade utvecklarna i samma "rum" som Venture Buildern är en otrolig styrka när 6-10 bolag ska konceptualiseras och byggas med konkurrenskraftigt digitalt DNA.

Vad gör ert erbjudande mer attraktivt för kunderna jämfört med andra IT-konsulter, t.ex. europeiska IT-konsulter?

Fram[^] bygger utvecklingsteam av väl testade toptalanger inom IT-utveckling och för kunder som är intresserade av att jobba långsiktigt. Vårt fokus på långa kontrakt (vilket skiljer sig markant från det traditionella fokuset på projekt) gör att vi får bättre utnyttjandegrad och effektivitet.

Vidare har Fram[^] mycket konkurrenskraftig prissättning med ca 80-85% lägre pris än Skandinaviska konkurrenter. Då våra utvecklare är håller internationell toppklass erbjuder vi mycket kvalitet till ett mycket konkurrenskraftigt pris.

Vilka marknader ser ni som intressanta att expandera till?

Just nu befinner vi oss endast i Vietnam och vi ser självklart Vietnam som en mycket viktig marknad framöver. Vårt geografiska fokus kommer att vara hela Sydostasien inklusive Sri Lanka. Vår kundbas för Standing Teams är idag framförallt i Norra Europa. Det finns mycket stor ytterligare efterfrågan att utforska i denna region många år framöver. Dessutom finns det länder kring Vietnam med stor potential – t.ex. Singapore, Hong Kong, Korea, Taiwan och Australien.

Vilka är de största utmaningarna ni dels möter idag, dels kan komma att möta framgent, för att nå dit ni vill?

Att starta ett bolag från grunden är svårt, att starta 6-10 skulle kanske till och med anses vara mycket svårt. Samtidigt vet vi att den beprövade metodik för bolagsbyggande vi har arbetat fram, samt vår gemensamma långa erfarenhet av den här typen av verksamhet ger oss goda förutsättningar att lyckas med våra framtida dotterbolag. Vi såg under finanskrisen för 10 år sedan hur integrerade och korrelerade både geografier och industrier var - så är även fallet idag. När väl världsekonomin möter nästa lågkonjunktur medför det alltid utmaningar, särskilt i tillväxtländer. Samtidigt är det ofta i sådana perioder man gör sina allra bästa långsiktiga investeringar.

Tre anledningar till varför Fram[^] är en bra investering idag?

1. Fram[^] har redan en lönsam och mycket snabbt växande IT-utvecklingsdel.
2. En redan beprövad Venture Builder som nu har förstärkts ytterligare med mycket erfarna och kompetenta nyckelpersoner inför kapitalanskaffningen.
3. Ledningen har mycket lång erfarenhet, samt *track record*, av just den här typen av bolagsbyggande och i exakt de geografier som Fram[^] kommer att vara verksam i.

Betyg

 3	Värdedrivare	Standing Teams-delen är redan lönsam och omsättningen förväntas öka framgent till följd av växande kundbas och större kunder, vilket kan innebära större efterfrågan av fler IT-ingenjörer, längre samarbeten och ökad behållningsgrad. Fram [^] ska starta 6-10 nya dotterbolag med målsättning att nå lönsamhet 18-24 månader efter start. Fram [^] kan välja att behålla dotterbolagen inom koncernen, eller göra en exit. Givet att Fram [^] kan starta bolag vars utveckling kan nå värderingsnivåer likt exempelvis Pangara, finns utrymme för uppvärdering och god avkastning till aktieägarna i Fram [^] .
 2	Historisk Lönsamhet	Affärsområdet Standing Teams är lönsamt och Fram [^] har visat ett positivt nettoresultat sedan 2015 vilket stärker betyget. Samtidigt har omsättningen ökat, där omsättningen 2016 ökade med ca 260 % från 2015, och för H1-17 ökade omsättningen med ca 23 % mot H1-16. Vad som sänker betyget är att Fram [^] har en kort finansiell historik.
 3	Risk	Fram [^] är fortfarande ett ungt bolag och trots nyckelpersoners tidigare erfarenheter ska organisationen byggas upp. Delen Standing Teams erbjuder IT-konsulttjänster, något som i sig inte har en naturlig "moat" som skyddar mot konkurrens. Via affärsområdet Venture Building ska Fram [^] starta 6-10 nya dotterbolag, vilket i sig medför utmaningar. Då emissionen om 19,5 MSEK ska finansiera Venture Building-delen, och affärsområdet Standing Teams redan är lönsamt, minskar den finansiella risken.
 4	Ledning & Styrelse	Fram [^] s ledning och styrelse har tidigare erfarenhet av bolagsbyggande och investeringar, framförallt i tillväxtområden. Det är en viktig förutsättning för att koncernen ska utvecklas i rätt riktning. Max Bergman (VD) har tidigare erfarenhet av att leda en stor organisationen (Bima Sri Lanka) och Christopher Brinkeborn Beselin (styrelseordförande) har en historik av framgångsrikt entreprenörskap, t.ex. via Lazada.vn. Lazada Group S.A., vilket inkluderar Lazada.vn, såldes till Alibaba Group Holding Ltd. för 3,2 mUSD. Att Christopher har en ägarandel om 41,15 % av Fram [^] ingjuter förtroende. ⁴
Sammanfattning		Fram [^] har en affärsmodell där positiva synergieffekter kan uppstå mellan affärsområdena Standing Teams och Venture Building. Via Standing Teams kan Fram [^] möjliggöra full beläggning och långvariga samarbeten med kund, samt bistå Venture Building-delen med digital expertis. De tänkta nya dotterbolagen kan bredda verksamheten och få koncernen att växa. Fram [^] har även möjlighet att göra en exit från dessa bolag, något som kan bidra till ökat värde för aktieägarna.

⁴Givet full teckning av pågående nyemission.

Ledning och styrelse



Max Bergman
VD och medgrundare
VD sedan 2017
Ägarandel: 5,28 %

Max kommer närmast från Kinneviks portföljbolag Bima i Sri Lanka där han var VD och grundare. Sedan 2013 har Bima Sri Lanka sålt över 3 miljoner försäkringsabonnemang, vuxit till omkring 300 anställda och 2015 nådde bolaget lönsamhet. Max har även tidigare erfarenhet från att arbeta som Client Relationship Manager på SEB, inom Brunswick Group och på StockWell Group i London. Max har en masterexamen i Nationalekonomi från Handelshögskolan i Stockholm.



Stefan Di Rolfo
CFO
Sedan 2017
Ägarandel: 0,00 %

Stefan har 15 års erfarenhet inom ekonomi och redovisning och har tidigare varit CFO för Liwa Färg AB samt CFO och vice VD för Tedkompil AB. Via det egna bolaget Kapa Förvaltning driver Stefan egen konsultverksamhet inom ekonomi och redovisning. Han har en kandidatexamen i finansiell ekonomi från Lunds Universitet.



Vu Duy Anh
COO & Medgrundare
Sedan 2016
Ägarandel: 4,98 %

Duy har god erfarenhet inom IT-utveckling och har tidigare erfarenhet från ledade roller i bolag som HPT, VON och YouNet. Han har stor programmeringskunskap inom XML, C, VO, Acess, SQL, MySql, Java Script, PHP, ASP m.m. Duy är en av medgrundarna till Fram^ och han har varit verksam i Bolaget sedan starten i Vietnam. Duy har en Bachelorexamen inom IT från HCM City University samt en MBA från Maastricht School of Management.



Christopher Brinkeborn Beselin
Styrelseordförande och medgrundare
Sedan 2014
Ägarandel: 41,15 %

Christopher var medgrundare och tidigare VD för det Kinnevikägda bolaget Lazada.vn. Lazada Group S.A., vilket inkluderar Lazada.vn, såldes senare till Alibaba Group Holding Ltd. för 3,2 mdUSD. Han har även erfarenhet från att arbeta på Cevian Capital, en av Europas största hedgefonder. Christopher har också grundat Endurance Capital Advisors Ltd., vilket är en aktivistfond med fokus på vietnamesiska Mid-Cap-bolag. Han har en masterexamen i finansiell ekonomi från Handelshögskolan i Stockholm.



Stina Andersson
Styrelseledamot
Sedan 2017
Ägarandel: 1,60 %

Stina har tidigare arbetat som managementkonsult på McKinsey och varit verksam inom investment banking på Credit Suisse. Hon har erfarenhet av positioner som Investment Manager på Kinnevik, Kinneviks Head of Strategy och närmast Investment Director på Kinnevik. Stina är även del av Tele2s ledningsgrupp med ansvar för strategi och affärsutveckling. Hon har en masterexamen i Finansiell ekonomi från Handelshögskolan i Stockholm.



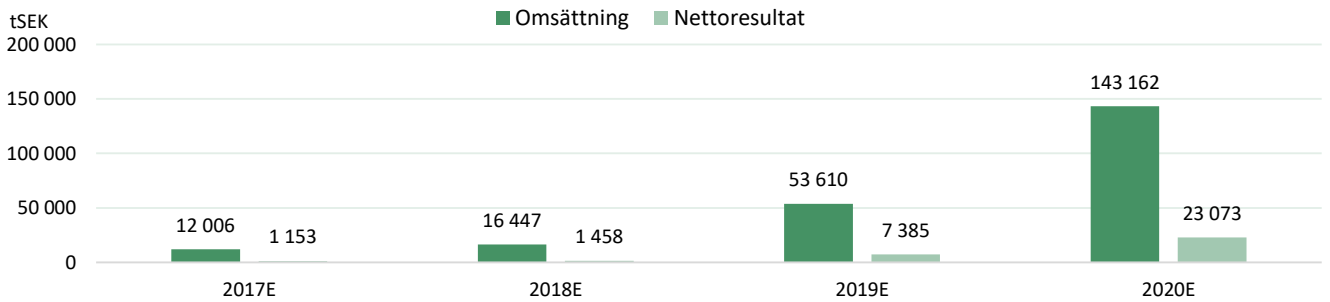
Mikael Steinbach
Styrelseledamot
Sedan 2017
Ägarandel: 2,00 %

Mikael har under de senaste 20 åren varit verksam inom Ericsson AB och haft roller som vice president inom olika befattningar på Ericsson i Brasilien, Panama, Indien, Sverige och Ryssland. Idag har han positionen Head of Operations för Ericsson i Vietnam, Kambodja, Myanmar och Laos. Mikael har internutbildningar inom Ericsson Management Institute.

Appendix

Resultaträkning (tSEK): Base-scenario	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning	12 006	16 447	53 610	143 162
COGS	-7 204	-9 797	-29 661	-78 333
Bruttoresultat	4 802	6 650	23 949	64 829
Bruttomarginal	40%	40%	45%	45%
Rörelsekostnader	-3 602	-5 033	-16 179	-40 770
EBIT	1 201	1 617	7 769	24 060
EBIT-marginal	10%	10%	14%	17%
Finansnetto	-48	-48	-48	-48
EBT	1 153	1 569	7 721	24 012
EBT-marginal	10%	10%	14%	17%
Nettoresultat	1 153	1 458	7 385	23 073
Nettomarginal	10%	9%	14%	16%

Omsättning och resultat (Base-scenario)



Resultaträkning (tSEK): Bull-scenario	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning	12 678	24 782	88 996	211 268
COGS	-7 607	-14 483	-46 299	-109 252
Bruttoresultat	5 071	10 299	42 697	102 016
Bruttomarginal	40%	42%	48%	48%
Rörelsekostnader	-3 170	-6 866	-25 582	-58 550
EBIT	1 902	3 433	17 115	43 466
EBIT-marginal	15%	14%	19%	21%
Finansnetto	-48	-48	-48	-47
EBT	1 854	3 385	17 067	43 419
EBT-marginal	15%	14%	19%	21%
Nettoresultat	1 854	3 154	16 328	41 707
Nettomarginal	15%	13%	18%	20%

Resultaträkning (tSEK): Bear-scenario	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning	9 749	10 889	31 695	75 576
COGS	-6 045	-7 027	-18 799	-43 960
Bruttoresultat	3 705	3 861	12 897	31 616
Bruttomarginal	38%	35%	41%	42%
Rörelsekostnader	-3 022	-3 498	-9 577	-21 871
EBIT	682	363	3 319	9 745
EBIT-marginal	7%	3%	10%	13%
Finansnetto	-48	-48	-48	-47
EBT	634	315	3 271	9 698
EBT-marginal	7%	3%	10%	13%
Nettoresultat	634	268	3 172	9 480
Nettomarginal	7%	2%	10%	13%

Appendix

RESULTATRÄKNING (tSEK)	2015	2016	H1-16	H1-17
Nettoomsättning	2207	7968	4048	4995
Övriga rörelseintäkter	81	214	0	0
Totala intäkter	2288	8182	4048	4995
Personalkostnader	-242	-5367	-2796	-3721
Övriga externa kostnader	-1961	-1785	-762	-1124
EBITDA	85	1030	490	150
Av- och nedskrivningar	-2	-16	0	-14
EBIT	83	1014	490	136
Finansnetto	17	0	-26	-24
EBT	100	1014	464	112
Skatt	-31	-15	0	0
Nettoresultat	69	999	464	112

Disclaimer

Analytiker Patrik Olofsson äger ej aktier i Fram^

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivaren **Fram Skandinavien AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2016). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.