



Analyst Group

FREETRAILER GROUP A/S

INNOVATIV SJÄLVBETJÄNINGSLÖSNING GER GOD
TILLVÄXTPOTENTIAL

2018-05-18

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
EMIL ERBING
KLAS DANIELSSON



Analyst Groups grundare arbetade från 2011 för en av de då främsta fondkommissionerna under sin studietid, där de bevakade svenska småbolag. De lärde känna varandra och kom till insikt att det då fanns undermålig information och analys rörande små- och medelstora bolag. Tillsammans grundade de därför Analyst Group tidigt 2014, med visionen att belysa och sprida korrekt information om intressanta små- och medelstora bolag.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm. Samtidigt bejakar vi våra rötter och har kontor kvar i Lund. Vidare samarbetar och håller vi regelbundna utbildningar inom värdering och aktieanalys vid Lunds Universitet.

Vår ambition är att skriva korrekta och objektiva analyser. Vi erbjuder därför två typer av analys. Dels erbjuder vi bolag som vi anser intressanta att på uppdrag utföra analyser mot ersättning. Merparten av våra analyser är dock helt oberoende på bolag som vi anser ha särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att skapa en digital plattform där vi presenterar information och investeringsidéer. Vi tillhandahåller grundliga aktieanalyser som konkretiserar och sammanfattar bolags potential. Vi skriver för att belysa möjligheter och risker för ökad förståelse av mindre bolag. Vårt mål är att skapa ett ökat intresse för det vi på Analyst Group brinner för, nämligen aktier.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Under 2017 har vi utarbetat en ny policy. Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Freetrailer Group A/S grundades 2004 och erbjuder unika lösningar för uthyrning av släpvagnar, och har idag 1 470 släpvagnar utdelat på 188 stationer. Bolaget återfinns i dagsläget i Danmark, Sverige och Norge, där vidare expansion i Finland, Tyskland och Benelux-länderna väntas. Släpvagnarna finns i regel i anslutning till samarbetspartners varuhus. Bolaget har idag samarbetspartners såsom IKEA, Sängjätten och Coop Forum där Freetrailer även erbjuder släpvagnar för att varumärkas med samarbetspartnerns respektive reklambudskap.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Finansiell prognos & värdering	7-9
Bull & Bear	10
Appendix	11
Disclaimer	12

FREETRAILER GROUP A/S (FREETR)

INNOVATIV SJÄLVBETJÄNINGSLÖSNING GER GOD TILLVÄXTPOTENTIAL



Freetrailer har sedan 2015, då Bolaget såg ett behov av självbetjäningsslösningar för uthyrning av släpvagnar prioriterat intern produktutveckling. Freetrailer har trots utveckling av produktutbudet, fortsatt växa under perioden, och är genom deras nyutvecklade teknik redo för att växla upp ytterligare. Bolaget antas genom deras teknik kunna anknäta allt fler partneravtal på redan existerande marknader, samtidigt som expansion till Tyskland, Finland och Benelux väntas inledas inom tre år. I ett Base scenario indikerar en DCF-modell en uppsida om 40,9 %, från introduktionskursen om 4,5 DKK.

Lansering av självbetjäningsslösningen FreeLock

Bolagets nyutvecklade lösning, *FreeLock*, gör att Bolagets släp kan låsas upp med hjälp av en Bluetooth-koppling till Freetrailers bokningsapp. Detta innebär att Freetrailer kan hyra ut släpvagnarna helt självbetjänat. I samband med introduktionen av FreeLock vid IKEAs varuhus i Gentofte, Danmark, såg Freetrailer en ökning om ca 50 % av antalet uthyrningar, vilket påvisar lösningens potential. FreeLock finns för tillfället endast på ett fåtal av Freetrailers stationer, men ska framgent installeras på samtliga vagnar. Detta estimeras leda till att antalet uthyrningar per vagn ökar, som i sin tur väntas öka Bolagets möjlighet till merförsäljning.

Expansion på existerande och nya marknader

Bolaget står i och med lanseringen av FreeLock redo för att expandera. Planen är att fram till räkenskapsåret 19-20 fokusera på tillväxt på existerande marknader, där Bolaget menar att en realistisk plan är att ha 5 000 vagnar i rotation 22-23, att jämföra med dagens siffra om 1 470 stycken. Därefter planeras expansion till nya geografiska marknader, först till Finland 19-20, följt av Tyskland och Benelux under 20-21.

Lågt personalbehov skapar skalbarhet

Bolagets uthyrning av släpvagnar sker på de platser FreeLock är introducerat helt betjäningssfritt, snarare än via stationslösningar, vilket innebär att Freetrailer inte har samma personalkrav som vid mer traditionell vagnuthyrning. Av Bolagets totala personalkostnader uppskattas endast 46 % komma från roller där Bolaget kommer behöva öka antalet anställda, detta för att betjäna Bolagets tillväxt de kommande åren. Vidare innebär det att Bolaget inte behöver skala upp kostnader i samma takt som omsättning ökar, vilket väntas medföra marginalexpansion.

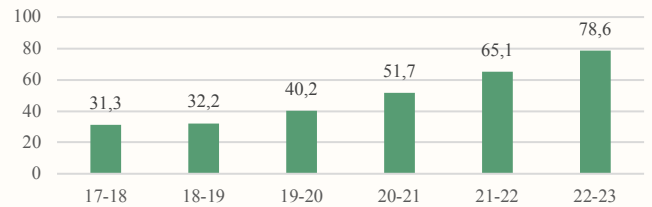
I Base scenario värderas Freetrailer till 6,34 DKK.

I ett Base Scenario estimeras Freetrailer omsättnings-tillväxt mellan 17-18 till 22-23 uppgå till 20,3 % (CAGR), samtidigt som EBITDA-marginalen estimeras till 16,3 %. I en diskonterad kassaflödesmodell där diskonterings-räntan estimeras till 12,7 %, indikeras ett implicit värde per aktie om 6,34 DKK, motsvarande en potentiell uppsida om 40,9 % från noteringskursen om 4,50 DKK.

INTRODUKTIONS-
KURS | 4,5 DKK

VÄRDERINGSINTERVALL		
BEAR 2,58 DKK	BASE 6,34 DKK	BULL 7,84 DKK

Bolagets omsättning mellan 17-18 och 22-23



Analyst Groups prognos

FREETRAILER GROUP A/S				
Introduktionskurs	4,5 DKK			
Antal Aktier (innan emission)	6 088 060			
Pre-money-värdering (MDKK)	27,4 MDKK			
Nettokassa(-)/skuld(+)	9 MDKK			
Enterprise Value (EV)	18,4			
HUVUDÄGARE				
ASD Invest APS	48,9 %			
Ambjørner Holding ApS	30,8 %			
Azure Overseas Limited	3,7 %			
Selskabet af 29. januar 2014 Holding	3,7 %			
Paginera Invest AB	2,3 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Allan Sønderkov Darré			
Styrelseordförande	Mikael Bartroff			
PROGNOS (BASE)				
	16-17	17-18	18-19	19-20
Omsättning	27,4	31,3	32,2	40,2
Kostnad sålda varor	7,0	8,1	8,9	10,8
Övriga externa omkostnader	8,6	8,2	9,0	11,3
Bruttoresultat	12,5	15,0	14,3	18,1
Bruttomarginal	44,4 %	48,1 %	44,3 %	45,1 %
Rörelsekostnader	11,4	14,8	13,4	14,9
EBITDA	1,0	0,3	0,8	3,2
EBITDA-marginal	0,7 %	0,9 %	2,6 %	8,0 %
Avskrivningar	2,2	2,2	2,1	2,7
EBIT	-1,9	-1,9	-1,4	2,7
EBIT-marginal	-6,4 %	-6,1 %	-4,2 %	1,2 %

INVESTERINGSIDÉ

Freetrailer har sedan 2015, då Bolaget såg ett behov av självbetjäningslösningar för uthyrning av släpvagnar prioriterat intern produktutveckling. Bolaget antas genom deras teknik kunna anknäta allt fler partneravtal på etablerade marknader, samtidigt som expansion till Tyskland, Finland och Benelux väntas inledas 19/20, vilket bidrar till ytterligare tillväxt. Genom expansionen estimeras omsättningen öka med en CAGR 20,3 % fram till 22-23. I ett Base scenario estimeras en potentiell uppsida om 40,9 %, från introduktionskursen om 4,5 DKK, motsvarande 1,9x P/S på 17-18 års estimat.

Lanseringen av Freelock förbättrar produkterbudandet och gör Bolaget välpositionerat inför en högre tillväxttakt framgent

Bolagets lösning, Freelock, är ett lås som kan låsas upp med hjälp av en Bluetooth-koppling till Freetrailers bokningsapp. Detta innebär att Freetrailers partners kan hyra ut sina släpvagnar helt självbetjänat, vilket ökar incitamenten för samarbetspartners att ingå avtal med Freetrailer, samtidigt som det blir en smidigare upplevelse för de kunder som hyr. I samband med introduktionen av Freelock vid IKEAs varuhus i Gentofte, Danmark, såg Freetrailer en ökning om ca 50 % av antalet uthyrningar, vilket tydligt påvisar värdet lösningen ger. Freelock finns idag enbart på utvalda platser i Danmark, men Bolaget siktar på att introducera Freelock på samtliga av Bolagets stationer, vilket väntas öka antalet uthyrningar per vagn, som i sin tur ökar Bolagets möjligheter till merförsäljning.

**FREELock
ÖKADE
UTHYR-
NINGAR
MED
50 %**

Expansion på befintliga marknader samt till Tyskland, Finland och Benelux väntas

Under 2015 fick Freetrailer idén att utveckla självbetjäningslösningar för att hyra ut sina släpvagnar, detta gjorde att Bolaget sköt upp sina planer om att expandera till fler länder. Nu när Freelock är färdigutvecklat står Bolaget redo att återigen ta upp sin internationella expansion. Planen är att fram till räkenskapsåret 19-20 fokusera på tillväxt på existerande marknader, där Bolaget menar att en realistisk plan är att ha 5 000 vagnar i rotation 22-23, att jämföra med dagens siffra om 1 490 stycken. Därefter planeras expansion till nya geografiska marknader, först till Finland 19-20, följt av Tyskland och Benelux under 20-21. Expansionsstrategin omfattar att först etablera sig på de nya marknaderna med hjälp av bland annat IKEA, varpå Bolaget sedan kan erhålla fler partneravtal. På de planerade expansionsmarknaderna finns cirka 67 IEKA-varuhus, vilket givet ett antaget genomsnitt om 15 släpvagnar per varuhus, ger cirka 1005 vagnar.¹

Lågt personalbehov i kombination med att släpvagnarna leasas skapar skalbarhet

Bolagets uthyrning av släpvagnar sker helt betjäningfritt, snarare än via stationslösningar, detta innebär att Freetrailer inte har samma personalkrav som vid mer traditionell vagnuthyrning. Av Bolagets totala personalkostnader uppskattas endast 46 % utgöras av roller där Bolaget kommer behöva öka antalet anställda, detta för att betjäna Bolagets tillväxt de kommande åren. I förlängning innebär detta att Bolaget inte behöver skala upp kostnader i samma takt som omsättning ökar, vilket väntas medföra marginalexpansion på EBITDA-nivå från 0,7 % 17-18 till 16,3 % 22-23. Vidare innebär Freetrailers strategi där Bolaget leasar vagnarna, att Freetrailer inte behöver göra stora investeringar för att växa.

Marginalexpansionen i kombination med en estimerad omsättningstillväxt om 20,1 % (CAGR) fram till 22-23, ger under motsvarande år en omsättning om 78,0 MDKK samt ett EBITDA om 12,7 MDKK. I en diskonterad kassaflödesmodell där diskonteringsräntan estimeras till 12,7 %, indikeras ett implicit värde per aktie om 6,13 DKK, motsvarande en potentiell uppsida om 36,2 %.

Erfaren ledning med starka band till nyckelpartner ger förtroende till expansionsstrategin

I Bolagets ledning återfinns bland andra VD Allan Sønderkov Darré som äger 48,9 % av utstående aktier (före utspädning i samband med emission). Allan har mångårig erfarenhet av bolagsutveckling, delvis som grundare av Desktop Gruppen och Grapenet men också genom flertalet styrelseposter. Vidare återfinns styrelseordförande samt ledamot Mikael Bartroff och Tomas Munksgaard, vilka båda har erfarenhet från högt uppsatta positioner inom IKEA. Freetrailers samarbete med IKEA sträcker sig tillbaka till 2004, då IKEA Danmark blev Freetrailers första kund. IKEA står nu för cirka 25 % av Bolagets verksamhet, där det nuvarande avtalet sträcker sig till 2021. Den långa kontraktstiden påvisar att en stor del av framtida omsättningen är säkrad. Vidare är Bolagets etableringsstrategi på nya marknader beroende av samarbetet med IKEA, detta i kombination med att avtalet med IKEA redan utgör en stor andel av omsättningen gör Freetrailer starkt beroende av samarbetet. På grund av företagets långa relation bedöms dock risken för ett uppsagt avtal som låg.

¹ IKEAs lokala hemsidor. Benelux omfattar Nederländerna, Belgien och Luxemburg.

BOLAGSBESKRIVNING

Freetrailer Group A/S erbjuder en innovativ lösning för uthyrning av släpvagnar. Bolaget grundades 2004 och hyrde under 2017 ut sina cirka 1 470 släpvagnar, ungefär 360 000 gånger. Freetrailer återfinns i dagsläget i Danmark, Sverige och Norge, där vidare expansion i andra länder i Europa väntas. Släpvagnarna finns i regel i anslutning till diverse samarbetspartners varuhus, exempelvis IKEA, Sängjätten och Coop Forum. Vidare varumärks släpvagnarna med samarbetspartners diverse reklambudskap.

Bolaget har självständigt utvecklat en digital plattform, genom vilken kunder på ett enkelt sätt kan reservera och hyra släpvagnarna. Den digitala plattformen är ackompanjerad av ett elektroniskt lås, kallat *Freelock*, vilken möjliggör för kunderna att på ett enkelt sätt, utan hjälp av personal, hämta, använda och återlämna släpvagnen. I dagsläget finns *Freelock* enbart på Freetrailers stationer i anslutning till IKEA i Danmark, men Bolaget siktar på att introducera lösningen på samtliga marknader, där introduktionen initieras under maj 2018 hos övriga samarbetspartners i Danmark samt IKEA Sverige. Vidare har Freetrailer en självbetjäningssystem som placeras i partners butiker.

Affärsmodell

Med hjälp av en kombination av teknologi, delningsekonomi och reklamfinansiering erbjuder Freetrailer en unik lösning av uthyrning av släpvagnar. Bolagets elektroniska lås med IoT-teknologi (Internet of Things) möjliggör för användare att boka en släpvagn online och att hämta samt lämna släpvagnen alla tider på dygnet, alla dagar på året. Freetrailers affärsidé innebär därav att det är möjligt för kunder att låna en släpvagn utan krav på motprestation mot en begränsad tid.

Intäktsmodell

Bolagets intäktsmodell består av två olika intäcksströmmar, dels av intäkter från samarbetspartners och dels av merförsäljning till konsument, där 32 % av omsättningen kommer från samarbetspartners och resterande kommer från merförsäljning till konsument. Samarbetspartners betalar en månatligen återkommande summa, samtidigt som erbjudande om merförsäljning delas upp följande:

- Förbokning online: 29 DKK
- Valfri försäkring: 49 DKK
- Förlängd hyrtid: 199 DKK per dag

Vidare får Bolaget intäkter vid diverse avgifter såsom vid sen återlämning eller ersättning för skador på vagnarna, dessa täcker emellertid enbart Bolagets självrisk och kan uppgå till 2500 DKK.

Kostnadsdrivare

Freetrailers kostnader består främst av leasingkostnader för släpvagnarna och personalkostnader hänförliga till forskning och utveckling samt kundservice. Givet Freetrailers expansionsplan där Bolaget ämnar att mångdubbla antalet vagnar i rotation samt antalet uthyrningar, kommer såväl leasingkostnaderna som kostnaderna för marknadsföring öka i liknande takt. Freetrailer behöver dock inte öka sina FoU-kostnader utan dessa väntas allt eftersom omsättningen växer utgöra en mindre andel av omsättningen.

Vidare kommer Bolaget i samband med börsnoteringen öka kostnader relaterade till marknadsföring för att kunna realisera sin tillväxtpotential, samtidigt ska *Freelock* introduceras på samtliga stationer vilket kommer kräva ökade investeringar.

Strategisk utsikt

Freetrailer har sedan 2015, då Bolaget identifierade behovet av självbetjäningssystem för uthyrning av släpvagnar, fokuserat på produktutveckling. Detta har lett till att Bolaget idag har konkurrenskraftiga lösningar inom området, vilket gör Freetrailer väl positionerat för nästa steg i verksamhetens utveckling, där Bolaget väntas växa i en snabb takt.

Bolagets strategi för tillväxt är dels att framgent öka antalet släpvagnar på befintliga marknader, dels genom nya partnerskap, men också genom expansion av redan existerande partnerskap. Vidare vill Freetrailer expandera till Tyskland, Finland och Benelux där Bolaget ser en stor potential. Bolagets strategi för att expandera till dessa länder är att först etablera sig via sitt samarbete med IKEA, varpå Bolaget sedan ingår fler partneravtal. Möjligheterna för ett utökat samarbete med IKEA ses som goda, speciellt med tanke på företagens långa samarbete.

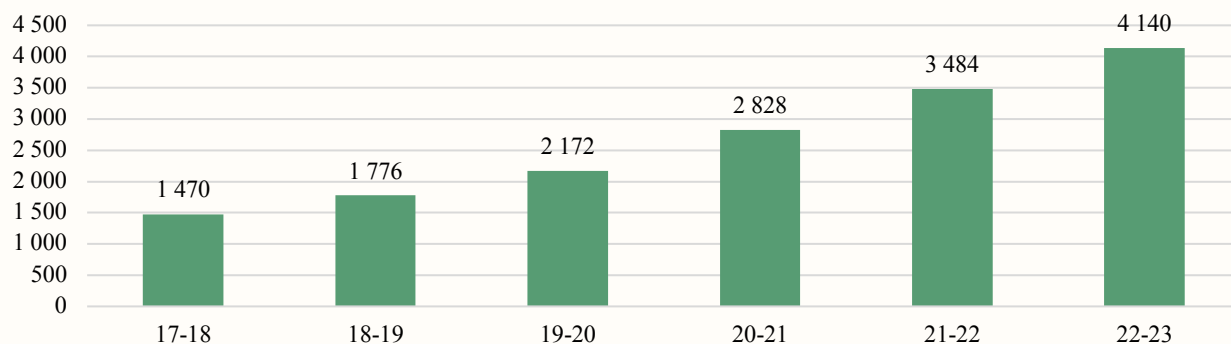
FINANSIELLA PROGNOSE

Antalet släpvagnar

Bolaget estimeras framgent öka antalet vagnar i en hög takt, drivet främst av expansion på existerande marknad men även via expansion till nya marknader. Bolaget antas i modellen uppnå 3 000 vagnar i rotation år 22-23 på existerande marknader. Vidare estimeras Bolaget, enligt planen, expandera till Finland 19-20 samt Tyskland och Benelux under 20-21. I och med expansionen estimeras Bolaget addera vagnar till samtliga IKEA-varuhus linjärt över tre år, vilket givet 15 vagnar per varuhus leder till 30 nya vagnar 19-20, 440 under 20-21, 440 under 21-22 och 350 under 22-23. Vidare estimeras dessa linjärt adderas per månad under perioden. Detta leder till en uppskattning om 4 140 släpvagnar i beståndet i slutet av räkenskapsåret 22-23. Tillväxten motsvarar en årlig och månatlig CAGR om 23,0 % respektive 1,6 % från början av 18-19. Detta kan jämföras med Bolagets vagnstillväxt om 25,7 % (CAGR) mellan 2007-2015. Dock innebär det en lägre årlig tillväxt än Bolaget själva menar är realistisk om 5000 vagnar enbart på Bolagets existerande marknad, motsvarande en CAGR 27,4 % mellan 17-18 och 22-23. Den lägre tillväxttakten relativt planen motiveras av att Bolaget mellan 2007-2015 i stort växte genom ramavtalen med IKEA och Silvan i Danmark. Då Bolaget idag täcker samtliga av dessa kedjors varuhus på existerande marknader, kommer Bolaget behöva ingå flertalet nya stora partneravtal för att växa, vilket utgör en osäkerhetsfaktor. Däremot innebär Freelock större incitament för samarbetspartners att välja Freetrailer, då de i en större mån slipper hantera uthyrningarna, genom att till exempel slippa ha uppsikt över nycklar eller registrera uthyrningarna.

Bolaget estimeras uppnå cirka 4 140 vagnar år 22-23

Estimerat antal vagnar mellan 17-18 och 22-23



Analyst Groups prognos

Nettoomsättning

Freetrailers omsättning har prognostiserats per segment, där en metod har använts vid estimering av Bolagets intäkter från samarbetspartners, och en något altererad metod använts vid estimat av Bolagets intäkter från merförsäljning till konsumenter. Omsättningen under 2017-2018 är emellertid baserad på Bolagets pro forma-siffror från juli till och med februari 2017-2018, samt ett oförändrat antal vagnar, snittpris och antal uthyrningar per månad.

Baserat på Freetrailers omsättning mellan jul-17 och feb-18 samt 30 000 uthyrningar per månad under perioden, estimeras Freetrailers genomsnittliga intäkter från merförsäljning till 53,8 DKK per uthyrning. Under 2017 hyrdes Freetrailers vagnar ut cirka 20,4 gånger per månad i snitt, eller cirka 245 gånger per år. I och med introduktionen av Freelock antas antalet uthyrningar, justerat för de vagnar där *Freelock* redan är introducerade, öka med 50 %. Det justerade antalet uthyrningar per vagn uppgår innan ökningen till cirka 15 per månad, och efter ökningen till 22 per månad. I modellen antas ökningen ske över 2 år från och med början av verksamhetsåret 18-19, där snitttillväxten per månad uppgår till 0,3 %. Givet den ovan presenterade utvecklingen av antalet vagnar i beståndet, ett fast snittpris om 53,8 DKK per uthyrning och den presenterade tillväxten i antalet uthyrningar per vagn, ges en omsättning från merförsäljning per år enligt tabellen nedan.

Räkenskapsår	Antal uthyrningar per månad (Snitt i tusental)	Intäkter från merförsäljning (MDKK)	Tillväxt
17/18	30,0	20,3	6,4 %
18/19	34,1	22,0	8,4 %
19/20	43,1	27,9	26,5 %
20/21	55,6	36,0	29,2 %
21/22	70,0	45,4	26,1 %
22/23	84,5	54,8	20,8 %

FINANSIELLA PROGNOSE

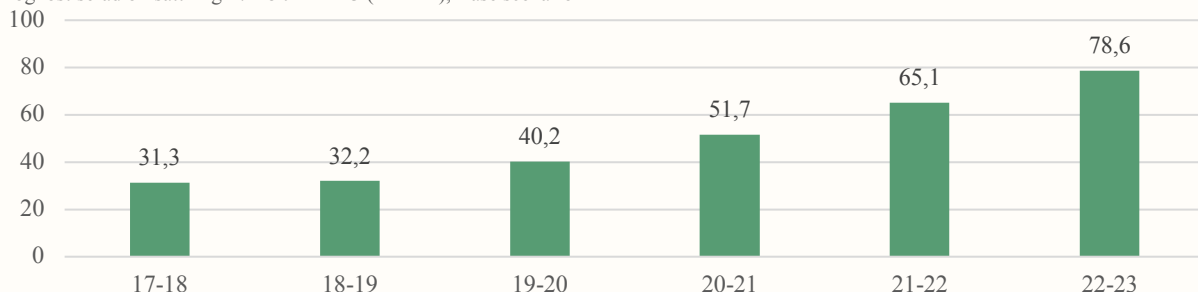
Bolagets månatliga snittintäkter från partneravtal uppgick enligt Bolagets pro forma-redovisning till 516,7 DKK, mellan juli-17 och februari-18, vilket motsvarar årliga snittintäkter om 6 192 per vagn. Detta ger, givet utvecklingen av antal vagnar, intäkter från samarbetsavtal enligt tabellen nedan.

Räkenskapsår	Antal vagnar (Snitt)	Intäkter från samarbetsavtal (MDKK)	Tillväxt
17/18	1 470,0	9,6	6,4 %
18/19	1 635,8	10,1	6,1 %
19/20	1 990,5	12,3	21,7 %
20/21	2 527,3	15,7	27,0 %
21/22	3 183,3	19,7	26,0 %
22/23	3 839,3	23,8	20,6 %

Givet omsättningen från de båda intäktsmodellerna samt övrig omsättning enligt Bolagets pro forma-siffror om 1,4 MDKK under 17-18, ges en årlig omsättningstillväxt om 20,4 % mellan 17-18 och 22-23, där intäkterna under sista året uppgår till 78,6 MDKK. Utvecklingen illustreras i grafen nedan.

Bolagets omsättning estimeras uppgå till 78,6 MDKK 22-23

Prognostiserad omsättning 17-18 till 22-23 (MDKK), Base scenario



Analyst Groups prognos

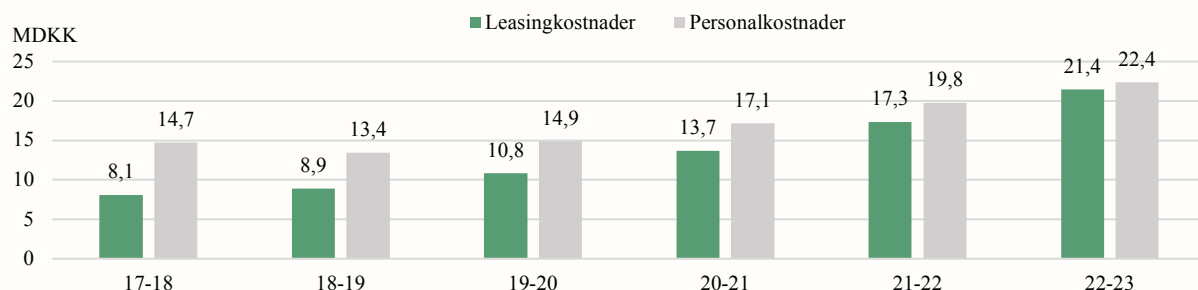
Kostnader

Bolagets kostnadsbas utgörs främst av två poster, leasingkostnaderna för vagnarna och personalkostnader. Leasingkostnaderna uppskattas till cirka 5 485,6 DKK per vagn, och antas i modellen följa utvecklingen vad gäller antalet vagnar i Freerailers bestånd. Detta omfattar att Bolagets leasingkostnader som helhet väntas växa om cirka 21,6 % årligen mellan 16-17 och 22-23. Vidare har Bolaget externa omkostnader om cirka 28 % av intäkterna, vilka antas följa omsättningen.

Freerailers personalstyrka utgörs i stort av personal vars arbetsuppgifter syftar till att betjäna Bolagets vagnar och uthyrningar, 16 av 35 anställda ingår idag i denna grupp som utgörs av personal för kundservice samt vagnsskötsel. Denna personalstyrka antas i stort behövas öka för att betjäna Bolagets tillväxt de kommande åren. Den månatliga snittkostnad per anställd beräknas under den gångna delen av 17-18 till cirka 31 064 DKK, eller en årlig snittkostnad per anställd om cirka 372 771 DKK per anställd, givet detta motsvarar den operativa personaler kostnader om cirka 19,1 % av omsättningen. Givet en fast andel av omsättningen om 19,1 %, samt snittlönen, har behovet av den operativa personalen beräknats varje år, och antas under 22-23 uppgå till cirka 41 anställda. Totalt antas en personalstyrka om 60 anställda 22-23, vilket ger sammanlagda personalkostnader om 22,4 MDKK. I personalkostnaderna för 17-18 ingår en engångspost för rekrytering av ny styrelse vilken bortfaller efter året.

Leasing- och personalkostnader antas öka till 21,4 MDKK respektive 22,4 MDKK under 22-23

Prognostiserade leasing- och personalkostnader 17-18 till 22-23



Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

FINANSIELLA PROGNOSE OCH VÄRDERING

EBITDA

Givet de tidigare antagandena som gjorts vad gällande Bolagets omsättning, estimeras ett EBITDA om 12,8 MDKK 22-23, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 16,3 %.

År	Intäkter (MDKK)	Kostnader (MDKK)	EBITDA (MDKK)	EBITDA-Marg.
17-18	31,3	31,0	0,3	0,7 %
18-19	32,2	31,3	0,8	1,9 %
19-20	40,2	37,0	3,2	7,7 %
20-21	51,7	45,3	6,3	12,1 %
21-22	65,1	55,3	9,8	14,7 %
22-23	78,6	65,8	12,8	16,3 %

Värdering genom diskonterad kassaflödesmodell indikerar en uppsida om 40,9 %

Freetrailer har värderats genom en diskonterad kassaflödesanalys, "DCF". Diskonteringsräntan utgörs av Bolagets antagna WACC om 12,7 %, baserad på en normaliserad cost of equity om 7,8 %, en cost of debt om 6,6 % samt en storlekspremie om 3,8 %.¹ I DCF-modellen används en evighetsmetod för att ta fram residualvärdet, där oändlighetstillväxten antas till 1 %. Vidare antas en långsiktig EBIT-marginal om 9,5 % samt en skattesats om 25 %.

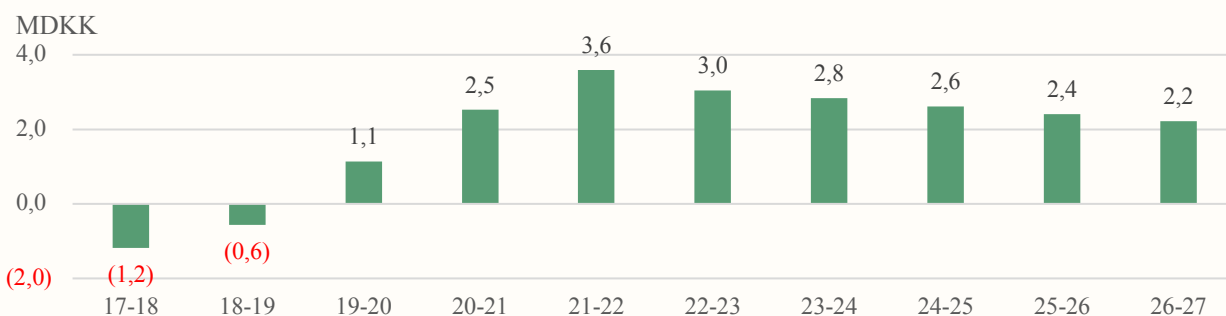
6,34 DKK
BASE
SCENARIO

Sammanlagt resulterar detta i ett EV om 67,3 MDKK, vilket justerat för Freetrailers nettoskuld om 9,0 MDKK samt antalet utomstående aktier i Bolaget givet fullteckning vid noteringen, resulterar detta i ett implicit värde per aktie om 6,34 DKK, vilket motsvarar en potentiell uppsida om 40,9 % relativt noteringskursen om 4,50 DKK. Värdet implicerar ett P/S-tal om 1,9x relativt 17-18 års omsättning, vilket givet Bolagets tillväxtpotentialer, både på omsättningsnivå samt lönsamhetsnivå, får anses vara försiktigt.

MDKK	17-18	18-19	19-20	20-21	21-22	22-23	23-24	24-25	25-26	26-27
Omsättning	31,3	32,2	40,2	51,7	65,1	78,6	82,6	86,7	91,0	95,6
EBIT	-1,9	-1,4	0,5	2,8	5,4	7,5	7,9	8,2	8,5	8,8
FCF-%	-3,9 %	-2,0 %	3,6 %	7,1 %	9,1 %	7,2 %	7,2 %	7,1 %	7,0 %	7,0 %

Bolagets diskonterade FCF estimeras uppgå till 2,2 MDKK under terminal year

Prognostiserat diskonterat kassaflöde, Base scenario



Analyst Groups prognos

		Oändlighetstillväxt				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	14,7%	5,01	5,18	5,36	5,55	5,76
	13,7%	5,42	5,61	5,82	6,04	6,28
	12,7%	5,88	6,10	6,34	6,60	6,89
	11,7%	6,41	6,67	6,95	7,27	7,61
	10,7%	7,02	7,33	7,67	8,05	8,48

1. Cost of equity utgörs av en normaliserad riskfri ränta om 2,9 %, en marknadsriskpremie om 6,1 % samt ett betavärde om 1,07. Dessa baserar sig på PWCs riskpremiestudie: <https://www.pwc.se/sv/pdf-reports/corporate-finance/riskpremiestudien-2017.pdf> respektive ett genomsnittligt beta-värde för europeiska bolag om 1,07 enligt Aswath Damodaran: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>.

BULL & BEAR

Bull Scenario

I ett Bull scenario antas Bolaget ingå fler partneravtal på existerande marknader, och växa Bolagets vagnbestånd om cirka 27,9 % (CAGR), i jämförelse med Base scenariot där tillväxten uppgick till 23,0 %. Detta väntas uppnås genom en något högre årlig tillväxt på Bolagets existerande marknader, om 21,5 %, jämförelsevis 15,3 % i Base. Vidare estimeras inga skillnader mot Base scenariot vad gäller expansionen till utländska marknader, då Bolagets möjlighet att ingå nya partneravtal fortsatt utgör en osäkerhetsfaktor. Sammanlagt ges ett totalt antal vagnar om 5 040 i ett Bull scenario.

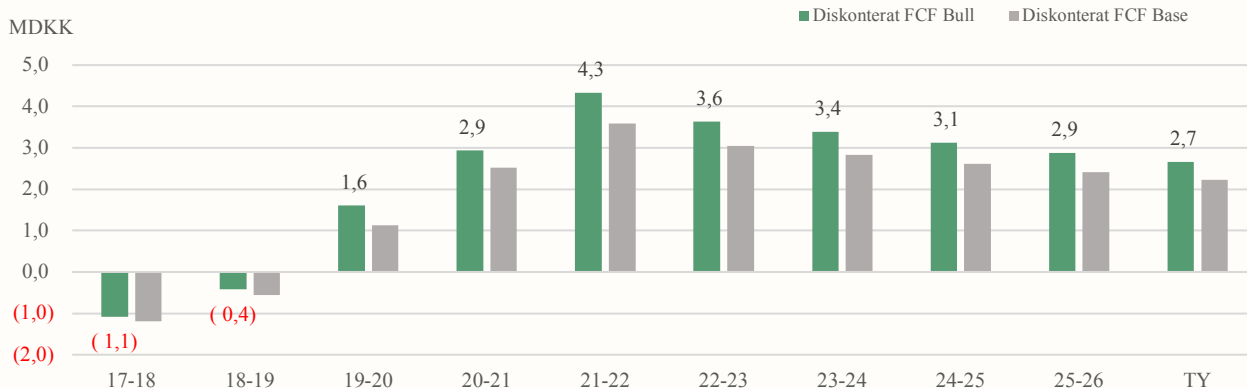
För att betjäna den starka tillväxten beräknas Bolaget dock behöva öka personalstyrkan, i en något snabbare takt än i Base scenariot. Utöver de anställningar som estimeras göras inom kundservice samt personal för att underhålla vagnarna, estimeras i scenariot att Bolaget kommer behöva utöka antalet administrativ personal med 4 anställda, varpå Bolagets totala personalstyrka estimeras uppgå till 72 under 22/23 (60 i Base scenariot). Bolagets leasingkostnader väntas emellertid fortsatt uppgå till 5 485,6 DKK per vagn, och följa utvecklingen av antalet vagnar. Sammanlagt ges en omsättning om 95,5 MDKK och en EBITDA-marginal om 16,1 % under 22-23.

7,84 DKK
BULL
SCENARIO

I en DCF-modell ger detta ett EV om 81,1 MDKK, vilket justerat för nettoskulden samt antalet aktier givet fullteckning av nyemissionen ger ett implicit värde per aktie om 7,84 DKK, vilket motsvarar en uppsida om 74,3 % relativt noteringskursen om 4,50 DKK.

I ett Bull scenario väntas Bolagets diskonterade FCF uppgå till 2,7 MDKK under terminal year

Diskonterat FCF mellan 17-18 och 26-27 Bull vs Base



Analyst Groups prognoser

Bear scenario

I ett Bear scenario väntas Freetrailer uppnå en lägre tillväxt i Bolagets vagnbestånd. På existerande marknader estimeras Bolaget uppnå 2 300 vagnar 22-23, motsvarande en CAGR om 9,4 %. Freetrailer antas dock fortfarande uppnå samma tillväxt internationellt, detta på grund av Bolagets långvariga relation med IKEA, stärkt av Bolagets ledning. Totalt estimeras en CAGR om 18,5 % i Bolagets sammanlagda bestånd, där antalet vagnar estimeras till 3 440 under 22-23.

Den totala mängden anställda väntas i Scenariot uppgå till 52 under 22-23, vilket resulterar i personalkostnader om 19,4 MDKK under året. Leasingkostnaderna förväntas, likt både Bull och Bear scenariona, följa Bolagets vagnbestånd. Sammanlagt estimeras Bolaget uppnå en omsättning om 63,0 MDKK, samt en EBITDA-marginal om 12,9 %. Den lägre EBITDA-marginalen i Scenariot uppkommer då Bolagets, relativt Base, låga omsättningstillväxt inte ger samma skalbarhet.

2,58 DKK
BEAR
SCENARIO

En DCF-värdering indikerar ett EV om 32,7 MDKK, vilket justerat för Bolagets nettoskuld samt antalet aktier givet fullteckning av emissionen, ger ett implicit värde per aktie om 2,58 DKK, motsvarande en nedsida om 42,6 % relativt noteringskursen 4,50 DKK.

APPENDIX I

MDKK	17-18	18-19	19-20	20-21	21-22	22-23
Nettoomsättning	29,9	32,2	40,2	51,7	65,1	78,6
Övr. driftsintäkter	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Omsättning	31,3	32,2	40,2	51,7	65,1	78,6
Leasingkostnader	8,1	8,9	10,8	13,7	17,3	21,4
Övr. ext. Omkostn.	8,2	9,0	11,3	14,5	18,2	22,0
Bruttovinst	15,0	14,3	18,1	23,5	29,6	35,2
<i>Bruttomarginal</i>	48%	44%	45%	46%	45%	45%
Personalkostnader	14,7	13,4	14,9	17,1	19,8	22,4
EBITDA	0,3	0,8	3,2	6,3	9,8	12,8
<i>EBITDA-marginal</i>	0,9%	2,6%	8,0%	12,3%	15,1%	16,3%
Avskrivningar	2,2	2,2	2,7	3,5	4,4	5,3
EBIT	-1,9	-1,4	0,5	2,8	5,4	7,5
<i>EBIT-marginal</i>	-6,1%	-4,2%	1,2%	5,5%	8,3%	9,5%

DISCLAIMER

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 AG:s oberoende har AG 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.*

AG tillämpar nämnda regler även i de fall Bolag inte är noterade på reglerade marknader eller motsvarade.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av AG:s 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 AG har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Freerailer Group AS** (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 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018
WWW.ANALYSTGROUP.SE