



Analyst Group

# JOSAB WATER SOLUTIONS

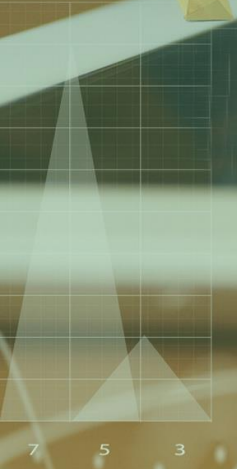
POTENTIELLT LICENSAVTAL I KINA UNDER H1-19 KAN  
FÅ AKTIEN ATT LYFTA

2019-03-22

**BULL & BEAR-ANALYS**



Sept. Oct. July June Aug. May



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

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.

Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

Josab Water Solutions AB (publ) ("Josab" eller "Bolaget") är ett svenskt företag verksamma inom vattenrening. Bolaget säljer dels större vattenreningsenheter till större operatörer, dels mindre vattenreningsenheter verksamma i driften. Vattenreningen sker genom Josabs egenutvecklade material Aqualite™, som baseras på mineralen Zeolit. Processen inleds med att vatten trycksätts genom en bädd av Aqualite och förs igenom ett UV-filtrer. Zeoliten utvinns ur Bolagets gruva i Ungern där produktionen av vattenreningsenheter även sker. Bolaget är idag primärt verksamma på den indiska marknaden där antalet installerade vattenkiosker under Q4-18 uppgick till närmare 190 stycken. Vidare arbetar Josab för att få klart ett licensavtal på den kinesiska marknaden. Bolaget arbetar också mot den Östeuropeiska marknaden.

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q4-18	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-13
Värdering	14
Bull & Bear	15-16
Ledning & Styrelse	17
Appendix	18-19
Disclaimer	20



### Värde drivare

Josab verkar på en global marknad där 748 miljoner människor står utan vatten. I Indien, en av Josabs huvudmarknader, saknar 53 % av befolkning vattenledningar in i sina hem. Samtidigt väntas BNP per capita växa med 9 % årligen. Josabs affärsmodell är skalbar då vattnet tillhandahålls gratis och de fasta kostnaderna per vattenkiosk är låga. Ett potentiellt licensavtal i Kina under H1-19 anses utgöra en stark värde drivare.



### Historisk Lönsamhet

Josab har under de senaste åren inte uppvisat någon signifikant försäljning. Samtidigt har Bolaget uppvisat rörelseförluster på över 15 MSEK de senaste tre åren. Detta gör att den historiska lönsamheten anses som svag.



### Riskprofil

Josab ska etablera sig på bl.a. den indiska och kinesiska marknaden. Såväl lokala myndigheter som befolkningens inställning till ny teknik kan försena processen. Om den initiala etableringsfasen inte är framgångsrik eller drar ut på tiden, kan det hämma utvecklingen inom andra städer i Indien. Bolaget uppvisade under Q4-18 ett rörelseresultat om -5,9 MSEK samtidigt som kassan, på koncernnivå, uppgår till 11,2 MSEK.



### Ledning & Styrelse

Josabs ledningen besitter kompetens från flertalet relevanta områden. Bl.a. har VD Johan Gillgren tidigare arbetat som konsult vid företagsförvärv i Sydostasien. Bolaget har sedan befintlig ledning tillträtt inlett etablering på den indiska marknaden, vilket är att anse som ett gott betyg. Insynsägandet uppgår till 14 %.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5

Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget.

# JOSAB WATER SOLUTIONS AB (PUBL)

POTENTIELLT LICENSAVTAL I KINA UNDER H1-19 KAN FÅ AKTIEN ATT LYFTA



Josab adresserar ett av världens största hälsoproblem, bristen på rent vatten. Bolaget är idag primärt verksamma i Indien där 53 % av befolkningen inte har vattenledningar in i sina hem. Samtidigt bearbetas den kinesiska marknaden, där målsättningen är att ingå ett licensavtal för att etablera Josabs teknik i Kina. Värde drivarna bedöms idag vara en fortsatt expansion i Indien tillsammans med ett avtal i Kina, vilket skulle kunna vara möjligt under H1-19. I ett Base scenario förväntas Josab år 2022 nå en omsättning om ca 60 MSEK. Med en målmultiplikation om EV/Sales 7,5x och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls ett nuvärde om 4 kr per aktie i ett Base scenario.

## Möjligheter på den kinesiska marknaden

Under januari 2019 kommunicerade Josab att teknikttesterna i Kina erhållit ett officiellt godkännande, och fick i samband med detta en formell förfrågan att påbörja förhandlingar kring ett exklusivt licensavtal, gällande Aqualite™ teknologin för den kinesiska marknaden. Målsättningen nu är att komma fram till ett licensieringsavtal innebärande att partnern marknadsför, tillverkar och säljer Josabs produkter på den kinesiska marknaden. En eventuell etablering i Kina skulle innebära ett signifikant värde för Josab. Det ligger därför till grund för att en högre multiplikation.

## Miljontals människor brukar vatten från osäkra källor

År 2012 var 748 miljoner människor beroende av vatten från osäkra källor samtidigt som den globala efterfrågan på vatten väntas öka med 50 % till 2050. Josab är primärt verksamma på den indiska marknaden där 53 % av invånarna inte har vattenledningar indragna till sina hem. Då vatten är en absolut nödvändighet väntas den ekonomiska tillväxten leda till en ökad efterfrågan på rent och hälsosamt vatten.

## Låga investeringskostnader och återkommande intäkter ger en skalbar affärsmodell

Josabs kostnader för varje enskild vattenkiosk estimeras uppgå till cirka 15 tSEK per år, motsvarande en försäljning om ca 650 liter per dag. Utifrån tidigare rapporter kan uppskattningar göras som visar en försäljningen om ca 1 000 liter per kiosk och dygn, samtidigt som den maximala kapaciteten är 20 000 liter per dygn. Det innebär att enskilda kiosker snabbt kan täcka sina kostnader samtidigt som kapaciteten skapar en skalbarhet i affärsmodellen. Genomsnittlig försäljning per kiosk estimeras uppgå till över 2 000 liter per dygn 2022.

## Politiska risker och trögörliga strukturer

Med tanke på de marknader Josab verkar på, finns strukturella utmaningar i form av politiska system och trögörliga myndigheter, något som kan göra att processer drar ut på tiden. Med tanke på att Josab idag inte är ett lönsamt företag utgör detta en tydlig risk.

**AKTIEKURS** 3,36 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2022 ÅRS PROGNOIS

**BEAR**  
1,45 kr

**BASE**  
4,00 kr

**BULL**  
6,00 kr

Värderingen är härledd utifrån en nuvärdesberäkning av ett potentiellt bolagsvärde år 2022.

JOSAB WATER SOLUTIONS AB (PUBL)				
Stängningskurs (2019-03-21)	3,36			
Antal Aktier	67 179 777			
Market Cap (MSEK)	225,7			
Nettokassa(-)/skuld(+)	15,0			
Enterprise Value (EV)	240,7			
V.52 prisintervall (SEK)	1,72 – 4,98			
UTVECKLING				
1 månad	-30,3 %			
3 månader	+44,2 %			
1 år	+5,0 %			
YTD	+60,0 %			
HUVUDÄGARE (2018-12-31), KÄLLA HOLDINGS				
Avanza Pension	12,2 %			
PW Hong Kong AB	10,3 %			
Vimab Holding AB	10,3 %			
Interchina Water Treatment Hong Kong Company Ltd	9,6 %			
Nordnet Pensionsförsäkring	5,4 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Johan Gillgren			
Styrelseordförande	Zhu Yongjun			
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport Q1 2019	2019-05-24			
Finansiell prognos (Base), MSEK				
	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	1,3	4,0	10,6	23,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>1,3</b>	<b>4,5</b>	<b>10,6</b>	<b>23,5</b>
Omsättningstillväxt	-12%	305%	136%	121%
Rörelsekostnader, inkl. avskrivningar	-17,0	-21,1	-16,4	-22,8
<b>EBIT</b>	<b>-15,7</b>	<b>-16,6</b>	<b>-5,8</b>	<b>0,7</b>
EBIT-marginal	neg.	-367%	-54%	3%
EV/Sales	186,5	53,3	22,6	10,3
EV/EBIT	-15,3	-14,5	-41,6	357,4

# KOMMENTAR Q4-18

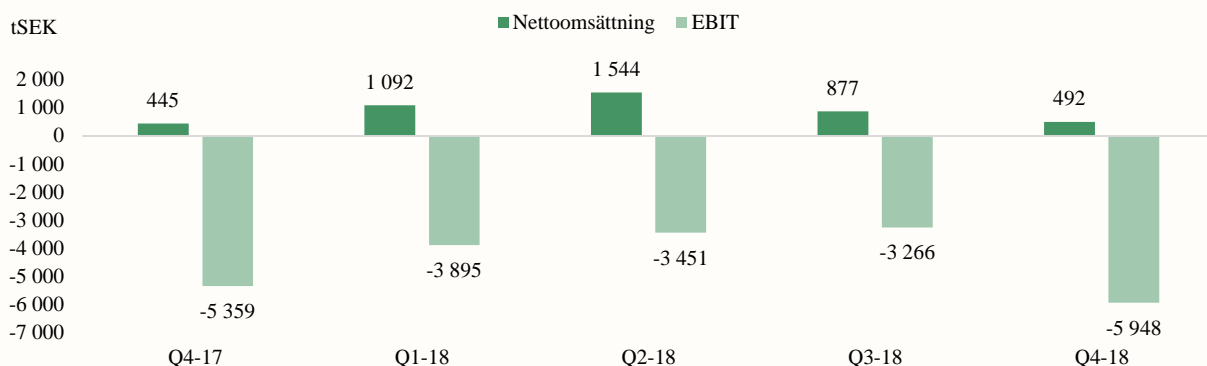
## Omsättning och rörelseresultat

Under Q4-18 uppgick omsättningen till 792 tSEK, vilket innebär en ökning om 11 % mot jämförbar period 2017. Omsättning för helåret 2018 uppgår till 4 MSEK, där intäkterna främst är hänförliga till vattenprojektet i Indien och materialförsäljning i Ungern.

Josabs rörelsekostnader uppgick under Q4-18 till 6,6 MSEK, vilket kan jämföras med 5,9 MSEK under jämförbar period 2017 och 4,2 MSEK under föregående kvartal 2018. Jämfört med föregående kvartal ökar således Bolagets kostnader, det kan dock vara en säsongseffekt och relativt jämförbar period förra året är kostnadsnivån liknande. Vid utgången av december uppgick Josabs kassa (koncernen) till ca 11,2 MSEK, samtidigt som moderbolagets utgående kassa uppgick till 1 MSEK. Under våren kommer det bli viktigt att bevaka hur Josabs finansiella situation utvecklas.

**Josabs omsättning är idag låg, men Bolaget har under 2018 hållit en relativt god kostnadskontroll vilket således genererat ett bättre rörelse-resultat (om än fortfarande negativt). Under Q4-18 steg dock kostnadsvolymen.**

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsbasis (tSEK)



Källa: Josab

## Avtal i Kina kan bli en stark trigger under H1-19

Josabs samarbete med Global Green Development Capital China försätter enligt plan, testerna är klara och en licensieringspartner för den kinesiska marknaden är presenterad. Målet är att få till ett licensavtal som kortfattat innebär att partnern får lov att tillverka, marknadsföra och sälja Josabs produkter i Kina. Om ett avtal kommer på plats kommer det få en stor effekt på Josabs värdering. Något exakt värde är svårt att härleda, men Analyst Groups åsikt är att uppsidan i aktien är minst sagt stor om denna värde drivare slår igenom.

## Prognos och värdering

I samband med tidigare presenterad Q4-rapport 2018 har mindre justeringar gjorts i prognoserna, där en mindre nedjustering har gjorts till följd av ett något lägre antal vattenkiosker som prognostiserades vara installerade i Indien vid utgången av 2018. Detta har i sin tur resulterat i en något lägre prognos för efterföljande år, vilket också påverkat vårt värderingsintervall. Dock verkar det som att Josab kommer allt närmare ett avtal i Kina, något som troligen skulle få en stor påverkan på värderingen. Ett licensavtal, eller åtminstone besked om utfall, borde kunna komma under H1-19. Med tanke på potentialen väljer vi att justera upp vår målmultipel och således värderingsintervall. Följande är vårt nuvarande värderingsintervall för Josab i våra tre scenarion Base, Bull och Bear.

Scenario – potentiellt värde per aktie	Före Q4-18	Efter Q4-18
Base, nuvärde på 2022 års prognos	3,70	4,00
Bull, nuvärde på 2022 års prognos	5,50	6,00
Bear, nuvärde på 2022 års prognos	1,10	1,45

MINDRE  
JUSTERINGAR  
AV GJORDA  
PROGNOSE



# INVESTERINGSIDÉ

Vatten är ett av de mest grundläggande behoven för mänsklig överlevnad. Samtidigt existerar vatten i begränsat utbud på många platser i världen. I Indien saknar t.ex. 53 % befolkningen vattenledningar in i sina hem. I takt med att den ekonomiska utvecklingen fortlöper väntas utvecklingsländer spendera mer resurser för att tillgodose dessa behov. Josab innehar en teknik som på ett effektivt sätt kan framställa rent vatten och via s.k. vattenkiosker kan det erbjudas direkt mot konsumenterna. Samtidigt bearbetas den kinesiska marknaden, där målsättningen är att ingå ett licensavtal för att etablera Josabs teknik i Kina. Värde drivarna bedöms idag vara en fortsatt expansion i Indien tillsammans med ett avtal i Kina, vilket skulle kunna vara möjligt under H1-19. I ett Base scenario förväntas Josab år 2022 nå en omsättning om ca 60 MSEK. Med en målmultipel om EV/Sales 7,5x och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls ett nuvärde om 4 kr per aktie i ett Base scenario.

## Miljontals människor brukar vatten från osäkra källor

År 2012 var 748 miljoner människor beroende av vatten från osäkra källor. Vidare väntas den globala efterfrågan på vatten öka med 50 % till 2050. Josab är idag primärt verksam på den indiska marknaden, ett land med en befolkning på över 1,3 miljarder invånare. 53 % av dessa har inte vattenledningar indragna till sina hem. Den indiska ekonomin väntas växa kraftigt med en BNP per capita-tillväxt om 9 % årligen fram 2023. Då vatten är en absolut nödvändighet väntas den ekonomiska tillväxten leda till en ökad efterfrågan på rent och hälsosamt vatten.

## Låga fasta kostnader gör Bolagets affärsmodell skalbar

Vid installation av vattenkiosker i Indien ingår Josab ett samarbetsavtal med ett lokalt företag samtidigt som Bolaget bibehåller äganderätten av vattenkioskerna. Då vattnet tillhandahålls kostnadsfritt av myndigheterna är de rörliga kostnaderna låga, samtidigt som kioskerna har hög kapacitet. Driftkostnaden per vattenkiosk uppgår till cirka 15 tSEK/år, för att täcka denna kostnad beräknas varje kiosk behöva sälja ca 650 liter vatten per dygn. Under Q1-18 uppskattas försäljningen per kiosk ha uppgått till knappt 1 000 liter per kiosk per dygn. Maximal kapacitet är 20 000 liter per dygn. Det innebär att de enskilda kioskerna snabbt kan täcka sina kostnader samtidigt som kapaciteten ger utrymme för skalbarhet. Ju längre varje enskild kiosk är i bruk väntas även försäljning per kiosk öka. Försäljningen per kiosk estimeras stiga och i genomsnitt uppgå till över 2 000 liter/dygn år 2022.

## Möjligheter på den kinesiska marknaden

Under januari 2019 kommunicerade Josab att tekniktesterna i Kina erhållit ett officiellt godkännande, och fick i samband med detta en formell förfrågan att påbörja förhandlingar kring ett exklusivt licensavtal, gällande Aqualite™ teknologin för den kinesiska marknaden. Målsättningen nu är att komma fram till ett licensieringsavtal innebärande att partnern marknadsför, tillverkar och säljer Josabs produkter på den kinesiska marknaden. En eventuell etablering i Kina skulle innebära ett signifikant värde för Josab. Det ligger därför till grund för att en högre värderingsmultipel.

## Diskonterat värde per aktie uppgår i Base scenario till 4 kr

År 2022 prognostiseras ca 1 400 vattenkiosker vara i drift. Med en försäljning om ca 2 100 liter per kiosk per dag väntas Josab kunna omsätta ca 60 MSEK. Rörelseresultatet, inklusive kostnader för verksamheten i Sverige och Ungern, estimeras 2022 uppgå till ca 22 MSEK, motsvarande en rörelsemarginal nära 40 %. Applicerad målmultipel är EV/Sales 7,5x, vilken härleds från en Peer-grupp av etablerade företag inom vattenrening. Multipeln innebär en premie till peers vilket motiveras av att de finansiella prognoserna inte tar hänsyn till den potentiella etableringen i Kina, där ett licensavtal ännu ska komma på plats, samt att Josab estimeras växa i hög takt. En ytterligare faktor är att marken och brytningsrätten till Ratkagruvan anses begränsa Bolagets minimivärde och således sänka riskprofilen. 2022 härleds ett bolagsvärde om ca 420 MSEK, med en diskonteringsränta om 12 % och justering för kapitalbehov motsvarar det ett värde per aktie om 4,0 kr.

## Framgång i Indien och Kina är viktiga faktorer för fortsatt expansion

Etablering på den indiska marknaden bedöms som utmanande då processer med lokala myndigheter kan vara utdragna, och de indiska konsumenterna bedöms som konservativa. För att kunna sluta fler avtal gällande vattenkiosker är det därför viktigt att Bolaget når *Proof of Concept* i Hyderabad och Nagpur. Om projekten skulle misslyckas försämrars chanserna för att Bolaget ska kunna etablera sig på andra platser i Indien. Arbetet i Kina fortlöper än så länge enligt plan, ett licensavtal under H1-19 skulle kunna vara möjligt. Samtidigt är det inte ovanligt att förhandlingar drar ut på tiden och en eventuell överenskommelse kan dra ut på tiden.

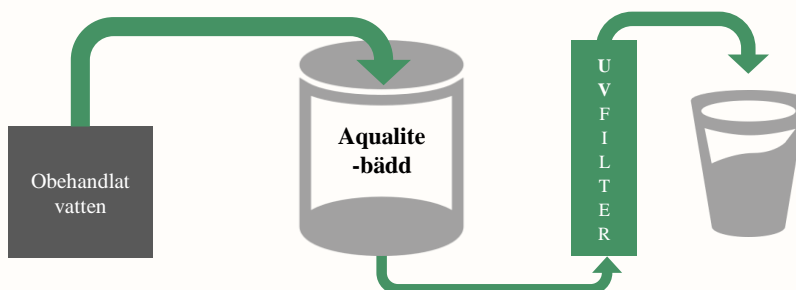
GOD  
SKALBARHET I  
AFFÄRS-  
MODELLEN

~60 MSEK  
OMSÄTTNING  
ÅR 2022,  
PROGNOS  
FÖR BASE  
SCENARIO

# BOLAGSBESKRIVNING

Josab Water Solutions är ett svenskt företag verksamma inom ekologisk vattenrening. Bolaget säljer dels större vattenreningsenheter till större operatörer men är även vid mindre vattenreningsenheter verksamma i driften. Vattenreningen sker genom Josabs egenutvecklade material Aqualite, som baseras på mineralen Zeolit. Zeoliten utvinns ur Bolagets gruva i Ungern där produktionen av vattenreningsenheterna även sker. Josabs fokusmarknader utgörs av Indien, Kina och Östeuropa.

Tekniken som Josab använder för vattenrening liknar traditionell vattenrening med sand men använder istället mineralen zeolit som filter. Vattenreningsprocessen inleds med att vattnet trycksätts och förs genom en bädd av Aqualite. Vattnet förs sedan genom ett UV-filter vilket tar bort majoriteten av de resterande partiklar och bakterierna som Aqualiten inte filtrerar. Med Aqualite kan partiklar ned till 1 mikrons storlek elimineras, vilket gör att vattnet blir cirka 98 % renat. Majoriteten av kvarvarande föroreningar tas sedan bort med UV-filtret.



Bolaget erbjuder både mindre vattenkiosker och större vattenreningsenheter i containrarna, med ett spann på reningskapacitet från 5 000 liter per dygn upp till 3 000 000 liter per dygn.

## Intäktmodell

Josab har historiskt sett genererat intäkter från tre olika produktgrupper:

- **Vattenkiosker** – Vid försäljning av vattenkiosker är Josab verksamma i driften. I Indien säljs vatten till slutkonsumenter för 1 indisk rupee (INR) per liter. Intäkten delas sedan med Bolagets partner och har vid tidigare kommunicerade ordar uppgått till 35 % över hela avtalsperioden.
- **Större vattenreningsenheter** – För denna produktgrupp erhåller Josab en engångsintäkt. Intäkten varierar beroende på storlek men uppskattas utifrån tidigare orders uppgå till 140 – 700 tSEK.
- **Aqualite** – Bolaget har tidigare sålt endast Aqualite, då har priset uppgått till 20 tSEK per ton.

## Kostnadsdrivare

Vid driften av vattenkiosker utgörs kostnaderna primärt av avskrivningar av den initiala investeringen. Kostnader för driften står den lokala partnern för. Josab ansvarar dock för kostnader relaterade till service och el. Vidare krävs även lokal personal i Indien för att överse verksamheten och för fortsatt säljarbete. Bolaget har även kostnader för gruvverksamheten och produktionen som sker i Ungern, samt kostnader för koncernledningen som är stationerad i Sverige och säljbearbetningen av ytterligare marknader såsom Kina.

## Strategisk utsikt

Josab arbetar idag för att etablera sig i den indiska staden Hyderabad, där ca 190 vattenkiosker har installerats. Vidare pågår ett projekt i Nagpur, där de första vattenkioskerna installerades under Q1-18. Bolagets fokus är framgent att fortsätta installera vattenkiosker på dessa marknader, där bl.a. Hyderabad har indikerat intresse för ytterligare vattenkiosker. Projekten kan sedan verka som referensuppdrag för ytterligare bearbetning av den indiska marknaden. Att kunna etablera ett s.k. *Proof of Concept* utgör en nyckelfaktor för Bolaget då såväl myndigheter som konsumenter bedöms vara konservativa.

Bolaget har inlett ett testprojekt i Kina under september 2018. Testet genomförs tillsammans med Bolagets samarbetspartner Global Green Development Capital (GGDC) och lokala vattenmyndigheter. Under januari 2019 meddelade Josab att tekniktестerna godkänts och målsättningen är nu att ingå ett licensavtal. Givet den kinesiska marknadens storlek så är marknadspotentialen i paritet med Indien. Således är det intressant att följa utvecklingen framgent.

VIKTIGT ATT NÅ  
ETT *PROOF OF*  
CONCEPT FÖR  
FORTSATT  
TILLVÄXT

# MARKNADSANALYS

## Marknaden för vattenrening

Vatten är en absolut nödvändighet för människan men samtidigt något som är en bristvara för många. Trots att cirka 2,3 miljarder fler människor har fått tillgång till säkra vattenkällor sedan 1990 var det år 2012 748 miljoner människor som förlitade sig på osäkra källor, utav dessa fick 173 miljoner sitt vatten direkt från floder, bäckar och dammar. Den global efterfrågan på vatten uppskattas av OECD öka med 50 % till och med 2050. Vidare väntas uttagen ur färskvattenreserver i utvecklingsländer öka med 50 % mellan 2015 och 2021, motsvarande en årlig ökning om 7 %.<sup>1</sup>

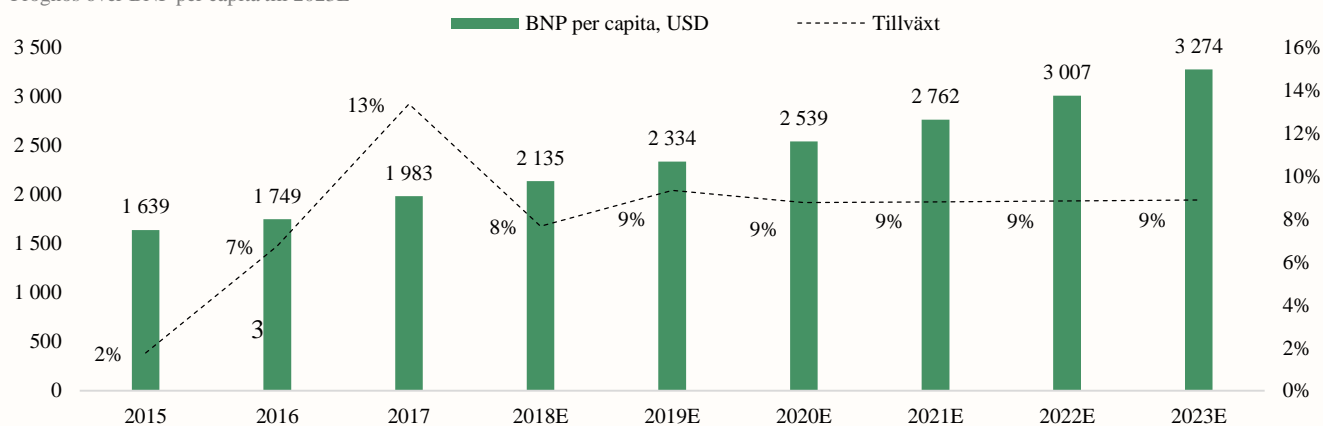
## Ekonomiska tillväxt väntas öka efterfrågan på rent vatten i Indien

Med en befolkning på drygt 1,3 miljarder utgör Indien världens näst största land sett till befolkning. Landet får betraktas som en utvecklingsekonomi med en BNP per capita om 1 983 USD 2017.<sup>2</sup> Samtidigt väntas den ekonomiska tillväxten vara stor de närmaste åren, med en genomsnittlig tillväxttakt i BNP per capita om 9 % till 2023. Utifrån en analys av vattenkonsumtion går det att utläsa att det existerar tydliga korrelationer mellan länders BNP per capita och utgifter för vattenrening.<sup>3</sup> Det kan förmodligen härledas till att vatten är centralt för människans hälsa och att ökad konsumtion av vatten, både i termer av kvalitet och kvantitet, kan ha stor påverkan på hälsan. Således väntas den ekonomiska tillväxten i Indien på sikt leda till att efterfrågan på hälsosamt vatten ökar.

EFTERFRÅGAN  
PÅ RENT VATTEN  
FÖRVÄNTAS ÖKA

### BNP per capita förväntas växa i hög takt till 2023E.

Prognos över BNP per capita till 2023E



Källa: International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, April 2018. [länk](#)

Cirka 53 % av den indiska befolkningen är utan vattenledningar in till sina hem och är således beroende av att tillgodose sig med vatten från externa källor.<sup>4</sup> Denna andel är de som totalt sett kan betraktas som den målgrupp Bolaget skulle kunna tillgodose i Indien.

- **Hyderabad** – Bolaget har idag inlett verksamhet i Hyderabad, vilket med sina 8,7 miljoner invånare (2014) är Indiens fjärde största stad. Staden utgör dels Indiens nya teknikcentra där företag som Apple, Google och Facebook har kontor. Samtidigt är staden också i vissa delar mycket fattig och cirka 23 % lever i fattigdom. Detta gör att antalet människor som skulle gynnas av det vatten Bolaget erbjuder är miljontals.
- **Nagpur och Maharashtra** – Bolagets andra kommunicerade order är staden Nagpur som tillhör Indiens näst största region Maharashtra med en befolkning om drygt 112 miljoner invånare. Vidare finns i regionen 48 städer med över 100 000 invånare vilket gör att den potentiella marknaden är mycket omfattande.

1. Research and Markets, *Global Water Treatment Chemicals Market*, 2018. [länk](#)

2. Världsbanken, *Population Total*, 2016. [länk](#)

3. RobelcoSam, *Water: The Market of the Future*, 2015. [länk](#)

4. Washdata, *Population with piped and non-piped drinking water*, 2018. [länk](#)



# MARKNADSANALYS

## Konsumtionsbeteende

Av de som tillgodoser sina vattenbehov från externa vattenkällor gör det ofta i närområdet. Detta gör att en enskild vattenkiosk endast väntas kunna adressera behovet för de som bor i det absoluta närområdet. Vidare innehåller vattnet från andra källor ofta tillsatser i form av kemikalier, för att motverka smaken adderas även i vissa fall smaksättare såsom socker. Detta gör att vattnets smak skiljer jämfört med det vattnet som renats med Josabs reningsteknik. Då konsumtion och inhämtning av vatten utgör ett vanebeteende kan barriärer att börja konsumera vatten från kiosker uppstå, trots att det kan anses som bättre.

## Konkurrerande tekniker

Bolaget konkurrerar primärt med två olika typer utav vattenreningstekniker.

- **Sandfilter** – filtrering med sand liknar den filtrering som sker med Josabs teknik. Denna bygger på att vattnet antingen rinner eller pressas genom en sandbädd som eliminerar partiklar ned till 25 mikroner. De partiklar och bakterier som kvarstår är inte alltid tillräckligt små för att behandla med UV-ljus vilket gör att det ofta krävs tillsatser såsom klor. Aqualite kan filtrera ned till 1 mikron vilket gör att denna problematik inte uppstår.
- **Omvänd osmos** – denna teknik innebär att vattnet trycksätts genom ett membran. Membranet är delvis genomträngligt vilket innebär att vattenmolekylerna kan tränga igenom.<sup>5</sup> Det innebär dock också att hälsosamma mineraler försvinner i processen.

## Rent vatten på flaska kostar över 10 gånger mer än Josabs vatten

Priset på vatten i Indien varierar beroende på region och kvalitet. Priset för vatten på flaska antas kosta från 10 INR per liter och uppåt.<sup>6</sup> Vattnet från Bolagets kiosker kostar för slutkonsumenten 1 INR per liter.

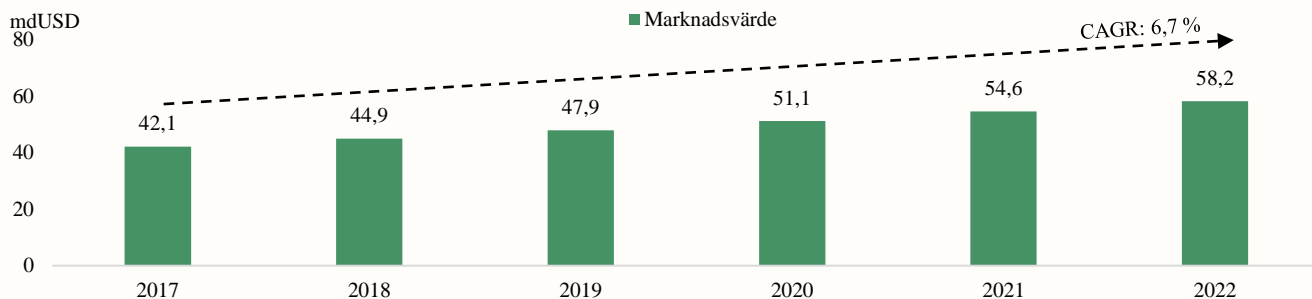
## Kinesiska marknaden för vattenrening

Utöver Indien arbetar Josab även mot den kinesiska marknaden där Bolaget på sikt har för avsikt att sälja sina större vattenreningssystem. Kina är idag världens största stat med en befolkning på knappt 1,4 miljarder invånare. Landet utgör ca 19,5 % av världens befolkning men innehar samtidigt endast 7 % av världens färskvattenreserver. Vidare uppskattas två tredjedelar av Kinas 660 städer lida av vattenbrist. Marknaden för vattenrening i Kina är mycket stor och väntas växa med en CAGR om 6,7 % till 2022.

**1 INR/LITER**  
ÄR PRISET MOT  
KONSUMENT FÖR  
JOSABS RENADE  
VATTEN

Marknaden förväntas växa med CAGR 6,7 % till 2022.

Marknaden för vattenrening i Kina 2017-2022



Källa: BCC Research, *Chinese Market for Wastewater Treatment on Upswing*, 2018. [länk](#)

Även om den kinesiska marknaden är omfattande och behovet av vattenrening stort, bedöms den kinesiska marknaden vara svåretablerad. Detta då den kinesiska staten har stort inflytande i hur investeringar allokeras, vilket blir extra påtagligt då vatten är en särskild angelägenhet för staten. För att en extern aktör ska kunna etablera sig finns det strategiska fördelar med att verka via partnerskap med lokala organisationer i Kina. För Josabs del är det således fördelaktigt att samarbetet och etableringsfasen sker tillsammans med en lokal partner.

5. Puretec Industrial Water, *What is Reverse Osmosis?* [länk](#)

6. Times of India, *A litre of bottled water to cost Rs 12 per litre from April 2*, 2018. [länk](#)

# FINANSIELLA PROGNOSE

Josab har historiskt inte visat någon omfattande försäljning och Bolaget har endast erhållit orders sporadiskt. Under Q4-17 inleddes leveransen av den första ordern av vattenkiosker i den indiska staden Hyderabad. I dagsläget utgörs Josabs försäljning primärt av försäljning av vatten i vattenkiosker på den indiska marknaden. Vidare har Bolaget även sporadiskt sålt större vattenreningsenheter på andra geografiska marknader. De finansiella prognoserna utgår från fortsatt försäljning av vattenkiosker på den indiska marknaden, och ökad försäljningsvolym för respektive kiosk. Eventuella försäljningsvärden från t.ex. den kinesiska marknaden inkluderas inte explicit idag, till följd av att Josab befinner sig i ett tidigt skede. Det potentiella värdet inkluderas dock i värderingen av Bolaget.

## Försäljning av vattenkiosker

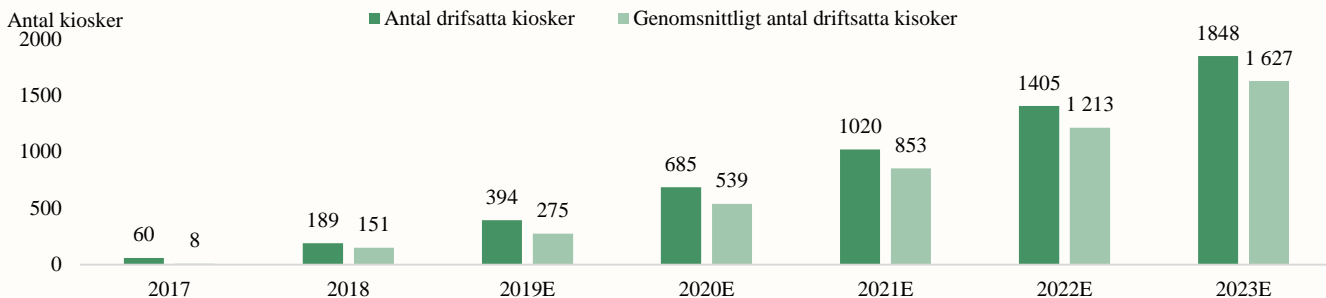
Vid utgång av Q4-18 hade Josab 189 installerade kiosker i drift. Utöver ovanstående har Bolaget erhållit orders om installation av ytterligare 160 kiosker. Bolaget har även kommunicerat att det från Hyderabad och Nagpur finns intresse för upp till 300 respektive 150 ytterligare kiosker. Framöver väntas Bolaget kunna utöka försäljningen i Hyderabad och Nagpur samt även knyta till sig andra städer och regioner. Att Hyderabad aviserat intresse om att utöka samarbete med upp till 300 ytterligare kiosker några månader efter att de första kioskerna driftsatts är att anse som ett gott betyg. När Bolaget når *Proof of Concept* kan etablering i nya städer gå snabbare.

Vid en antagen förbrukning om 20 liter vatten per dag per person motsvarar försäljningen för Q2-18 drygt 8 000 personer som förses med vatten. Detta utgör endast 0,07 % av befolkningen i Hyderabad och Nagpur som uppgår till drygt 12 miljoner. Samtidigt ska det poängteras att inte hela befolkningen bedöms efterfråga vatten från vattenkiosker. Detta då vattenkioskerna primärt skapar nytta för de som bor i fattigare områdena och har begränsad tillgång till vatten.

Josab antas under prognosperioden kunna leverera de 800 kiosker som det indikerats intresse för i Hyderabad och Nagpur. Utöver dessa väntas Bolaget kunna knyta till sig flertalet liknande städer på den indiska marknaden efter att Bolaget visar bra referensprojekt.

**Antalet installerade kiosker estimeras uppgå till ca 1 400 st. vid utgången av 2022E.**

Prognostiserad antal installerade kiosker 2019-2023E



Källa: Josab, Analyst Group prognos

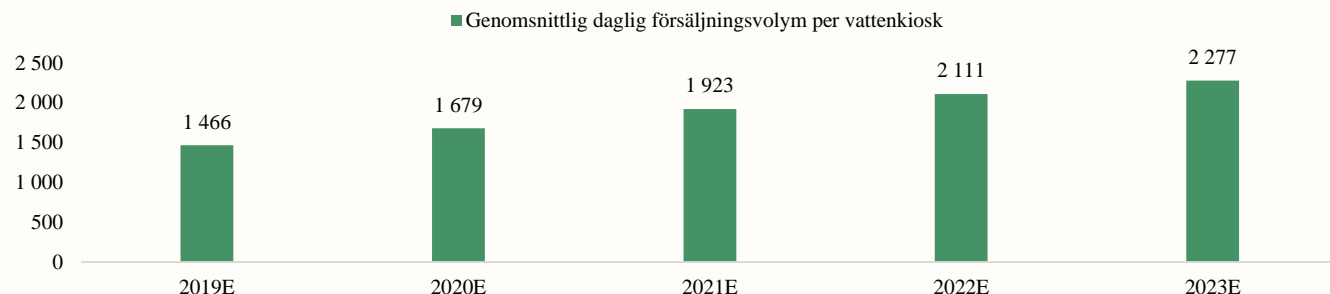
## Försäljning per vattenkiosk

Josab säljer vattnet i sina kiosker i Indien för 1 INR per liter. Vid ett antagande om att cirka 1,3 MSEK av intäkterna under Q2-18 (används som mätperiod) härrörs från vattenkiosker motsvarar det en vattenförsäljningen om ca 15 miljoner liter och ca 1 200 liter per vattenkiosk och dygn. Den genomsnittliga vattenförsäljningen per kiosk förväntas kunna öka över tiden från den dagen den driftsatts allt eftersom konsumentbeteende förändras och fler konsumenter kan vinnas över. Då vattnet som erbjuds i kioskerna är hälsosamt och billigt väntas konsumenter inte i någon betydande utsträckning sluta använda kioskerna. Den genomsnittliga försäljningen per kiosk väntas stiga till drygt 2 000 liter 2022, vilket kan jämföras med en försäljning om 4 000 liter per kiosk som kommunicerades vid ordern i Hyderabad. Diskrepansen kan förklaras av att försäljning väntas tillta konstant över tiden från det att en kiosk driftsatts. 2 000 liter avser den genomsnittliga försäljningen vilket innebär att de kiosker som varit i drift en längre period har en betydligt högre försäljningsvolym. Snittet för de ca 190 kioskerna som idag är installerade väntas således vara högre än 2 000 liter år 2022.

# FINANSIELLA PROGNOSE

Vattenförsäljningen per kiosk förväntas i genomsnitt uppgå till något över 2 000 liter 2022. Notera att det är ett genomsnitt, och enskilda kiosker kommer att ha högre försäljning.

Prognostiserad vattenförsäljning per kiosk 2019-2023E



Analyst Group prognos

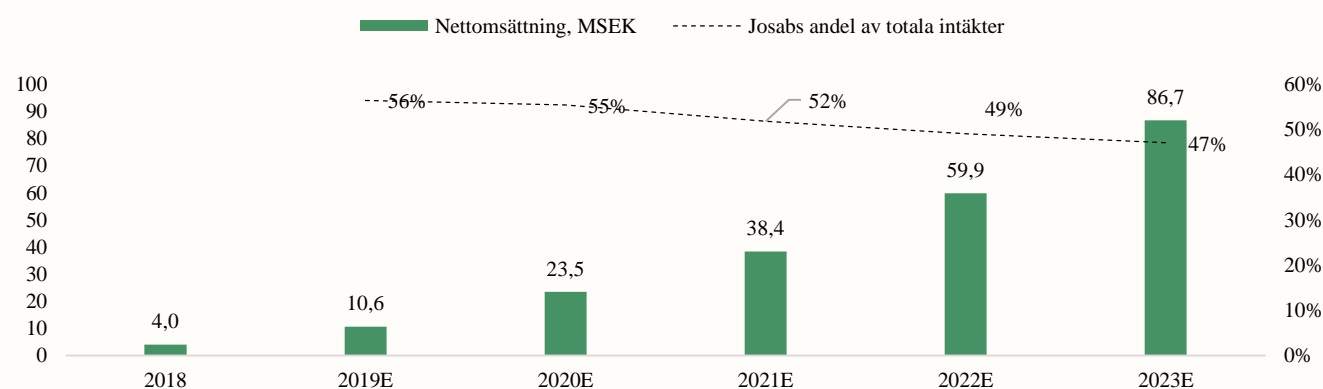
Då kioskerna har kapacitet att rena cirka 20 000 liter per dygn innebär det att möjligheten för enskilda kiosker att pumpa mer finns. Den implicita utnyttjandegraden estimeras 2022 i genomsnitt uppgå till 10 %. Detta gör att Bolaget inte drabbas av kapacitetsbegränsningar i det fall den långsiktiga efterfrågan skulle vara större än vad som förväntas, något som på förhand anses kunna vara svårt att bedöma. Den låga utnyttjandegraden bedöms också delvis kunna bero på att varje enskild kiosk antas täcka sina kostnader vid en försäljning om 650 liter per dygn (motsvarande drygt 3 % utnyttjande). Detta gör att vattenkioskerna kan placeras närmare varandra, så att de täcker kostnaderna initialt, men samtidigt kan adressera ett maximalt antal personer vartefter fler individer väljer att köpa Josabs vatten.

## Intäkter

Vid installation av kioskerna ingår Bolaget ett samarbetsavtal med en lokal partner för driften av kioskerna. Dessa erhåller sedan en andel av intäkterna per kiosk under kioskens livstid. Utifrån tidigare kommunicerade ordar uppskattas denna ligga på cirka 35 % över perioden men betydligt högre inledningsvis för att täcka Bolagets investeringskostnader.

Nettoomsättningen förväntas öka kraftigt trots att Bolagets intäktandel minskar.

Prognostiserad intäktandel och nettoomsättning 2019-2023E



Analyst Group prognos

## Efter avtalsperioden

Trots att kommunicerade orders har en löptid på 7 år respektive 5 år väntas Josab kunna fortsätta erhålla intäkter efter avtalsperioden. Detta då kioskerna efter att de kommit upp i större volymer utgör en viktig del i lokalsamhällets infrastruktur och således skulle det vara problematiskt att ta bort dessa utan att ersätta med något annat. Det går inte att med säkerhet veta hur intäkterna efter avtalsperioden ser ut, men i prognoserna antas att de kan omförhandlas och sedan fortlöper som vid slutet av avtalen.

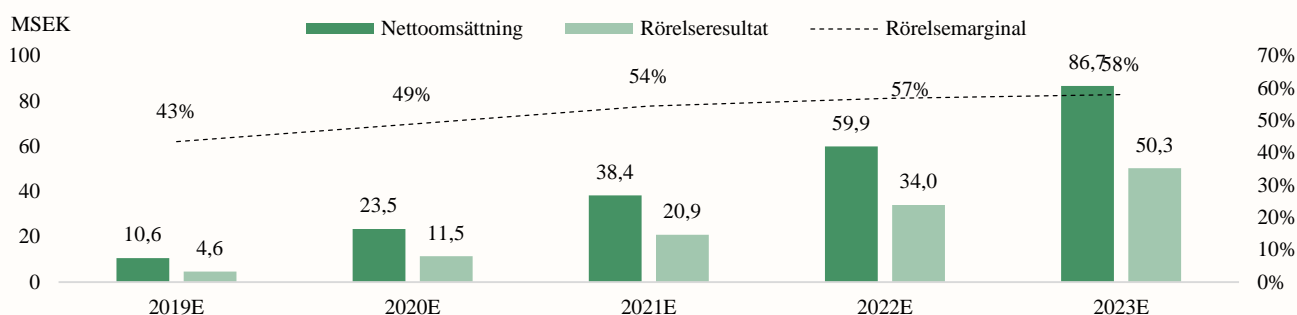
# FINANSIELLA PROGNOSE

## Kostnader hänförlig till verksamheten i Indien

Den dagliga driften av kioskerna sköts av Josabs samarbetspartners i Indien och vattnet erhålls kostnadsfritt av de lokala myndigheterna. Josab står för den initiala investeringen, vilken sedan skrivs av över en femårsperiod. Utöver detta har Bolaget även kostnader för el och service för kioskerna. Investeringsbeloppet antas uppgå till 50 tSEK och de resterande löpande kostnaderna till cirka 5 tSEK per år. Det innebär en årlig kostnad om 15 tSEK per år under tiden då vattenkioskerna skrivs av, med antagen avskrivningstakt om 5 år. Antalet anställda utanför dotterbolaget uppgick under 2017 till 20 och utav dessa antas 6 stycken vara anställda i Indien. Framgent väntas behovet av personal öka något i takt med att Bolaget erhåller fler installerade maskiner och vill utöka säljarbetet. Samtidigt krävs ingen direkt personal knuten till vattenkioskerna då detta sköts av Bolagets partners.

### Verksamheten i Indien väntas göra break-even 2018E.

Prognostiserad nettoomsättning och rörelseresultat i Indien 2019-2023E.



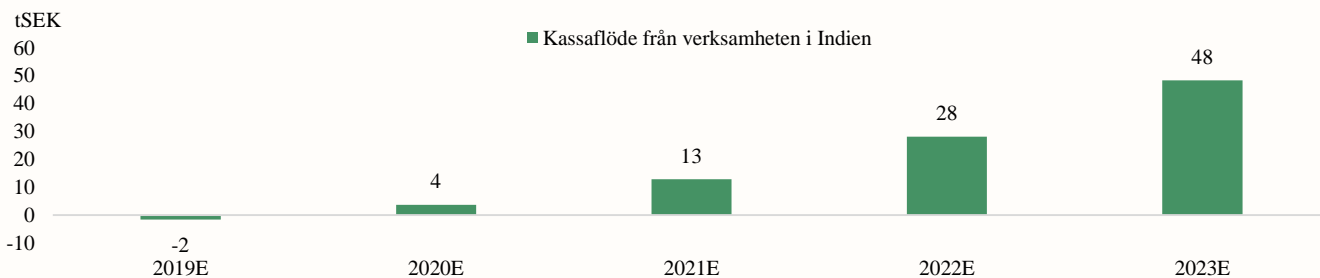
Analyst Group prognos

## Kassaflöde i Indien

Vid större orders eller tidpunkter där installationsakten är högre kan det uppstå flaskhalsar till följd av de relativt sett höga initiala investeringarna. Detta då en enskild vattenkiosk bedöms innebära en investering om ca 50 tSEK. Vid hög initial volym kan Bolaget komma att behöva extern finansiering för att snabbt kunna möta en högre efterfrågan. Då Bolagets kunder betalar direkt i kioskerna med mynt, kort eller mobil medför det att Bolaget inte utsätts för någon omfattande rörelsekapitalbindning när väl vattenkioskerna är installerade.

**Installeringen av kiosker medför initiala investeringar som antas uppgå till ca 50 tSEK. Vid hög beställningsgrad kan eventuellt externt kapital vara nödvändigt för att snabbt kunna möta den höga efterfrågan.**

Prognostiserat kassaflöde från Indien 2019-2023E



Analyst Group prognos

## Övriga kostnader

Bolaget har utöver ovanstående även kostnader för verksamheten i Sverige och Ungern. I Ungern sker primärt utvinningen av zeolit och produktion av vattenreningsenheter. Dotterbolaget i Ungern uppvisade 2017 en förlust om knappt 4 MSEK. Då dotterbolaget antas ha redovisat en omsättning om cirka 0,5 MSEK uppgår kostnadsmassan till cirka -4,5 MSEK. Vad gäller Bolagets verksamhet i Sverige utgörs den primärt av koncernledning och kontor. Kostnaderna för dessa estimeras uppgå till -5,5 MSEK, vilket gör att kostnader utanför Indien totalt sett uppskattas uppgå till ca -10 MSEK årligen. Vartefter verksamheten utvidgas väntas personalbehovet öka något, men i betydligt lägre takt än omsättningstillväxten.

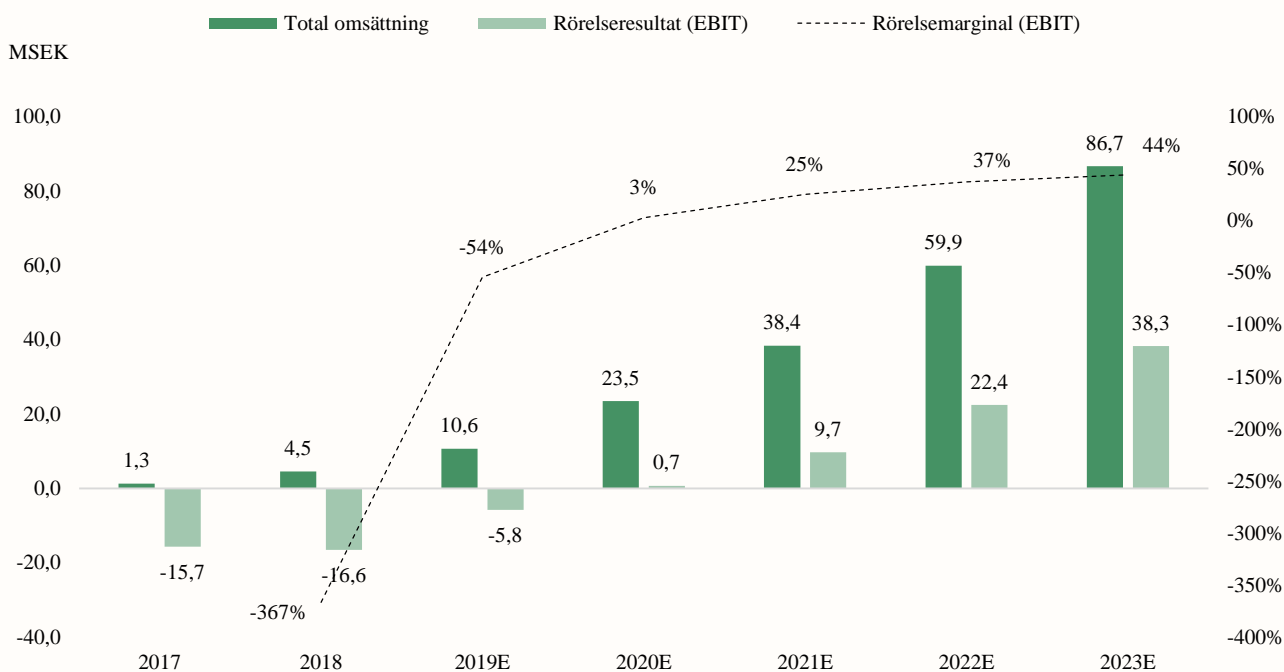
# FINANSIELLA PROGNOSE

Finansiell prognos, tSEK	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Indien – Vattenkiosker*	0,0	4,0	10,6	23,5	38,4	59,9	86,7
Övrig nettoomsättning*	0,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total omsättning</b>	<b>1,3</b>	<b>4,5</b>	<b>10,6</b>	<b>23,5</b>	<b>38,4</b>	<b>59,9</b>	<b>86,7</b>
<i>Tillväxt</i>	<i>-12%</i>	<i>250%</i>	<i>136%</i>	<i>121%</i>	<i>63%</i>	<i>56%</i>	<i>45%</i>
Rörelsekostnader (inkl. bruttokostnader)	-17,0	-21,1	-16,4	-22,8	-28,7	-37,5	-48,4
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>-15,7</b>	<b>-16,6</b>	<b>-5,8</b>	<b>0,7</b>	<b>9,7</b>	<b>22,4</b>	<b>38,3</b>
<i>Rörelsemarginal (EBIT)</i>		<i>-367%</i>	<i>-54%</i>	<i>3%</i>	<i>25%</i>	<i>37%</i>	<i>44%</i>

\*Analyst Groups antagna fördelning

## Josab väntas uppvisa positivt rörelseresultat 2020E

Prognostiserad omsättning och rörelseresultat för koncernen 2019-2023E



Källa: Josab, Analyst Group prognos



# VÄRDERING

Josab verkar inom ett nischat område och har inga direkt jämförbara peers på den svenska börsen. För att få en uppfattning om värderingen har en Peer-grupp av internationella bolag utformats, verksamma inom vattenrening. Bolagen handlas till en genomsnittlig EV/EBIT (R12) om 15,9x.<sup>7</sup>

Peers, R12 <sup>7</sup>	EV, MSEK	EV/Sales	EV/EBIT	P/E
<b>Medel</b>	<b>95 693</b>	<b>2,8</b>	<b>15,9</b>	<b>20,6</b>
<b>Median</b>	<b>89 818</b>	<b>2,6</b>	<b>17,0</b>	<b>22,8</b>

Samtidigt anses Josab, utifrån följande faktorer, vara motiverade att handlas till en värdering i linje med Peer-gruppen:

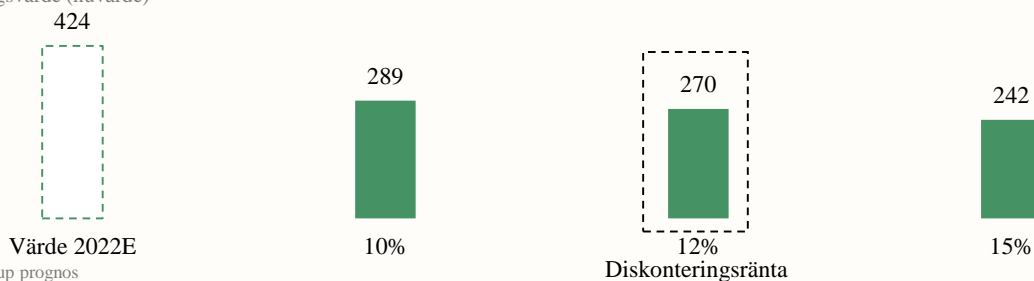
- **Möjligheter på den kinesiska marknaden** – De finansiella prognoserna tar endast hänsyn till Bolagets förväntade utveckling på den indiska marknaden. Under januari 2019 kommunicerade Josab att tekniktesterna i Kina erhållit ett officiellt godkännande, och fick i samband med detta en formell förfrågan att påbörja förhandlingar kring ett exklusivt licensavtal, gällande Aqualite™ teknologin för den kinesiska marknaden. Målsättningen nu är att komma fram till ett licensieringsavtal innebärande att partnern marknadsför, tillverkar och säljer Josabs produkter på den kinesiska marknaden. En eventuell etablering i Kina skulle innebära ett signifikant värde för Josab. Det ligger därför till grund för att en högre multipel.
- **Gruvtillgång** – Josab äger marken och bryträtten till gruvan där Bolagets zeolit utvinns. Fyndigheterna uppgår till cirka 5,7 miljoner ton och Bolaget innehar exklusiv bryträtt i 10 år med en maximal produktion om 500 ton per dag. Tidigare har Bolaget sålt Aqualite för ett pris om cirka 20 tSEK per ton, vilket kan ses som en stor indikation på fyndigheternas värde. Möjligheterna att sälja gruvan kan betraktas som en begränsning av nedsidan i det fall där den övriga verksamheten inte skulle utvecklas i en positiv riktning. Detta anses sänka risken, vilket motiverar en högre multipel.
- **Framtida tillväxtförväntningar** – vid tidpunkten för värderingen väntas Bolaget inte ännu vara i ett moget stadie. Givet att etablering på den indiska marknaden fortlöper väntas Bolaget kunna fortsatt växa i hög takt många år framöver, vilket således motiverar en högre multipel.

Josab verkar primärt på den indiska marknaden, vilket generellt betraktas som en riskfylld marknad. Det illustrerats bl.a. av Indiens markandsriskpremie som uppgår till 7,3 %, vilket kan jämföras med Sverige som uppgår till 5,0 %.<sup>8</sup> Även om detta talar för en värderingsrabatt, anses ovan nämnda faktorer motivera en värderingspremie för Josab avseende tillämpad målmultipel.

Utifrån ovanstående antas EV/EBIT 18,5x på 2022 års rörelseresultat vara motiverad. Då Josab idag inte är lönsamma och Bolaget är i en tillväxtfas anses dock EV/Sales som en bättre multipel för att härleda en värdering. Då företagen i Peer-gruppen är betydligt större och skiljer sig i affärsmodell är lönsamheten lägre och EV/Sales därför inte direkt jämförbart. Utifrån EV/EBIT 18,5x och Josabs estimerade rörelsemarginal om ca 40 % 2022, motiveras en målmultipel om EV/Sales 7,5x.

## Diskonterat bolagsvärde uppgår till 270 MSEK.

Diskonterat bolagsvärde (nuvärde)



Källa: Analyst Group prognos

**4,0 KR**  
PER AKTIE  
PÅ GJORD  
PROGNOS  
(BASE)

Justerat för Bolagets nettoskuld och framtida kapitalbehov motsvarar 270 MSEK ett värde per aktie om 4 kr i ett Base scenario.

7. Se appendix på sida 17.

8. Damodaran Aswath, *Country Default Spreads and Risk Premiums*, 2018 [länk](#)

# BULL & BEAR

## Bull Scenario

I ett Bull scenario väntas Josab visa en högre installationsakt av vattenkiosker i Indien, vilket skulle innebära att fler människors vattenbehov adresseras. I scenariot väntas den inledande framgången i Hyderabad fortsätta vilket väntas resultera i ytterligare orders från såväl Hyderabad som Maharashtra. Ett *Proof of Concept* underlättar för ytterligare orders från andra städer och regioner i Indien. För att generera högre försäljningsvolym är Bolaget beroende av att lokalbefolkningen övervinns och börjar förse sina vattenbehov från Josabs vattenkiosker. Försäljningen till lokalbefolkningen bedöms även påverkas av s.k. nätverkseffekter där befintliga konsumenter kan agera ambassadörer för nya potentiella konsumenter. Försäljningsvolymen är också den faktor som har störst påverkan på Bolagets värde, då de rörliga kostnaderna är låga samtidigt som de fasta kostnaderna bedöms täckas vid en försäljning om ca 650 liter per dygn. Således väntas en ökning av intäkterna hänförligt till ökad försäljningsvolym ge stor effekt på Josabs rörelseresultat, och därigenom driva värderingen.

En ytterligare faktor som är intressant på kort sikt är ur etableringen i Kina fortgår. I ett scenario där en lansering sker, kommer det troligen få en stor kurspåverkan på aktien.

### Bull-faktorer i urval

- **Ökat antal vattenkiosker och försäljning av vatten**

Om Josab lyckas få ut vattenkiosker i högre takt innebär det att Bolaget kan adressera fler konsumenter. Då försäljningen för varje vattenkiosk väntas öka från att den driftsätts innebär det också att Bolaget tidigare kan nå en hög genomsnittlig försäljningsvolym, vilket skulle innebära högre intäkter och förbättrad lönsamhet.

- **Högre andel av intäkterna från slutkonsument**

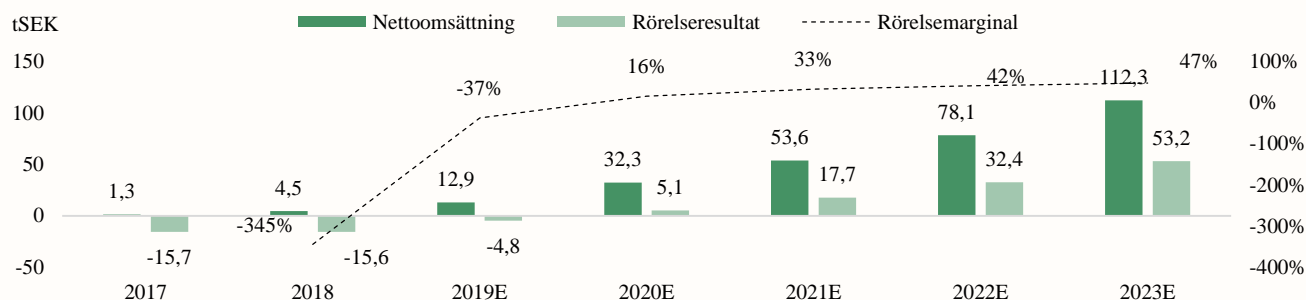
Vid ordern från Hyderabad upp gick Josabs andel av intäkterna från slutkonsumenten till drygt 30 % över avtalsperioden. Skulle Bolaget vid framtida avtal kunna förhandla till sig en högre andel skulle det innebära att intäkter med 100 % bruttomarginal och således ger stor påverkan på resultatet.

- **Framgång på den kinesiska marknaden**

Josab har tecknat avtal med Global Green Development för att etablera Josabs vattenreningsteknik i Kina. Vid lyckad etablering i Kina skulle denna marknad kunna innebära stor potential för Josab. På kort sikt skulle troligen ett licensavtal ha en stor kurspåverkan i aktien.

### Josab estimeras kunna omsätta ca 80 MSEK år 2022 i ett Bull scenario.

Prognostiserad omsättning och rörelseresultat i Bull scenario för koncernen 2019-2023E.



Källa: Josab, Analyst Group prognos

Nyckeltal, Bull scenario	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Driftsatta kiosker vid periodens slut	60	189	524	954	1 187	1 668	2 182
Genomsnittlig antal kiosker för perioden	8	151	343	748	1 071	1 428	1 925
Genomsnittlig daglig försäljningsvolym per vattenkiosk, liter	187	916	1 346	1 628	2 038	2 393	2 691

## Värdering

**6,0 KR**  
PER AKTIE  
PÅ GJORD  
PROGNOS  
(BULL)

I ett Bull scenario är Bolagets förväntade tillväxt efter prognosperioden högre än i Base scenariot, vilket motiverar en högre målmultipel. Givet en målmultipel om EV/Sales 8x, och en estimerad omsättning om ca 80 MSEK år 2022, genererar det ett bolagsvärde om ca 630 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett bolagsvärde om 395 MSEK, justerat för nettoskuld och framtida kapitalbehov. Det motsvarar ett värde per aktie om ca 6,0 kr.

# BULL & BEAR

## Bear scenario

I ett Bear scenario väntas Josabs expansion i Hyderabad gå sämre än väntat, samtidigt som Bolaget inte får ordentligt fäste i Nagpur. I förlängningen väntas det få negativ påverkan på försäljningsarbetet i nya städer och regioner i Indien. Detta med bakgrund av den skepsis som bedöms existera samt det förhållandevis stora åtagandet det innebär från lokala myndigheter att inleda samarbete med Josab.

Den viktigaste faktorn för Bolagets framgång på de befintliga projekten är att Bolaget lyckas få lokalbefolkningen att ändra sina konsumtionsvanor. Om detta inte sker kommer Bolaget inte nå de försäljningsvolymerna som krävs för att vara lönsamma. Förutom att försämra möjligheterna till framtida orders påverkar det även Bolagets finansiella prestation negativt. Då de rörliga kostnaderna för vattenkioskerna är låga innebär det också att *overhead*-kostnader utgör en stor andel av kostnadsmassan. Om Bolaget inte uppnår en viss kritisk nivå av vattenförsäljning innebär det således att Bolaget kommer göra fortsatta förluster.

### Bear-faktorer i urval

- **Utdragna processer med myndigheter**

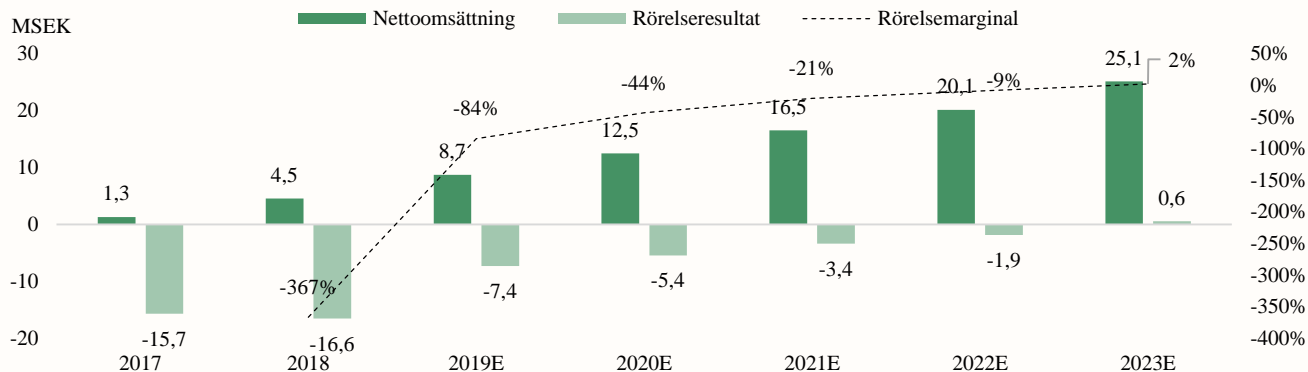
I Indien är Josab beroende av myndigheter, som bedöms vara svårbehandlade och konservativa. I ett Bear scenario kan processer dra ut på tiden vilket gör att Bolagets installationstakt av vattenkiosker blir lägre. Det ska även nämnas att pågående etablering i Kina i ett Bear scenario kan riskera att dra ut på tiden.

- **Fortsatt förlust och nyemissioner**

Om försäljningsvolymerna inte ökar kommer Josab inte kunna täcka sina befintliga kostnader vilket innebär fortsatta förluster. Detta skulle kunna innebära behov av ytterligare extern finansiering, vilket kan medföra utspädningseffekter i samband med nyemission.

## I ett Bear scenario prognostiseras Josab fortfarande växa, men i en lägre takt. Bolaget blir inte lönsamt förens efter år 2022.

Prognostiserad omsättning och rörelseresultat i Bear scenario för koncernen 2019-2023E



Källa: Josab, Analyst Group prognos

Nyckeltal, Bear scenario	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Driftsatta kiosker vid periodens slut	60	189	279	380	434	543	658
Genomsnittlig antal kiosker för perioden	8	151	238	327	407	489	601
Genomsnittlig daglig försäljningsvolym per vattenkiosk, liter	187	1 216	1 432	1 600	1 824	1 919	2 008

## Värdering

**1,45 KR**  
PER AKTIE  
PÅ GJORD  
PROGNOS  
(BEAR)

Då Josab i ett Bear scenario antas växa i lägre takt, med en låg rörelsemarginal som stiger i långsam takt, kan det motivera att aktien ska handlas till en potentiellt lägre värdering än tidigare angivna scenarion. Givet en målmultipel om EV/Sales 7,5x, och en estimerad omsättning om ca 20 MSEK år 2022, generar det ett bolagsvärde om ca 150 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett bolagsvärde om 95 MSEK. Justerat för nettoskuld och framtida kapitalbehov ges ett värde per aktie om 1,45 kr.

# LEDNING & STYRELSE



## Johan Gillgren, Verkställande direktör och styrelseledamot

Johan har mellan åren 2002 och 2014 haft olika positioner inom Skandinaviska Enskilda Banken (SEB), främst inom fonder och aktieförvaltning. Mellan åren 2014 och 2016 har han haft olika konsultuppdrag gällande företagsförvärv, med fokus främst inom Sydostasien. Johan innehar en MBA i företagsekonomi vid Stockholms Universitet. *Äger 625 000 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 0,9 % av aktierna).*



## Henry Koskela, CFO och styrelseledamot

Henry har lång erfarenhet av inom revision där han mellan åren 1987-2014 arbetat på revisionsbyrå. Han var auktoriserad revisor och delägare på Revisionsfirman Defacto AB mellan 1994-2012 och på Deskjockey Revision AB under perioden 2012-2014. Henry innehar en kandidatexamen i företagsekonomi med finansiell inriktning från universitetet i Örebro. *Äger privat och via bolag 270 000 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 0,4 % av aktierna).*



## Zhu Yongjun, Styrelseordförande

Zhu har arbetat med miljöfrågor på en professionellt plan sedan 2001 och har lång erfarenhet från den kinesiska miljö- och vattenmarknaden, liksom från finansmarknaden. Han var VD för EverChina International Holdings Company Ltd, noterat på Hong Kong-börsen, under perioden 2008-2013. Han har även varit ordförande för Heilongjiang Interchina Water Treatment Company Ltd, noterat på Shanghai-börsen, under perioden 2009-2015. Zhu innehar en MBA från Peking University. *Äger 0 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 0 % av aktierna).*



## Cai Jian Wen, Styrelseledamot

Cai var under åren 2014-2016 VD för InterChina Water Hong Kong Co. Ltd och under åren 2011-2014 CFO för Heilongjiang InterChina Water Treatment Company Ltd, noterat på Shanghai-börsen. Han innehar en MBA från China Europe Internationaional Business School och är medlem i Chinese Institute of Certified Public Accountants, vilket är motsvarigheten till FAR som är en branschorganisation för revisorer, redovisningskonsulter, skatterådgivare, lönekonsulter och specialister. *Äger 0 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 0 % av aktierna). Är styrelseordförande för PW Hong Kong AB som äger 6 941 103 aktier (motsvarande 10,3 % av aktierna).*



## Stefan Östlundh, Styrelseledamot

Stefan har mellan åren 1999 och 2013 varit verksam inom konsulterande verksamhet inom handel mot Ryssland och Östeuropa på Right Management AB. Mellan åren 2003 och 2015 var han aktiv inom affärsutveckling mot Kina och Sydostasien på HKFP Ltd, och som VD för Daqing Dream City Investment Management Ltd under perioden 2011-2014. *Äger 1 574 249 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 2,3 % av aktierna).*

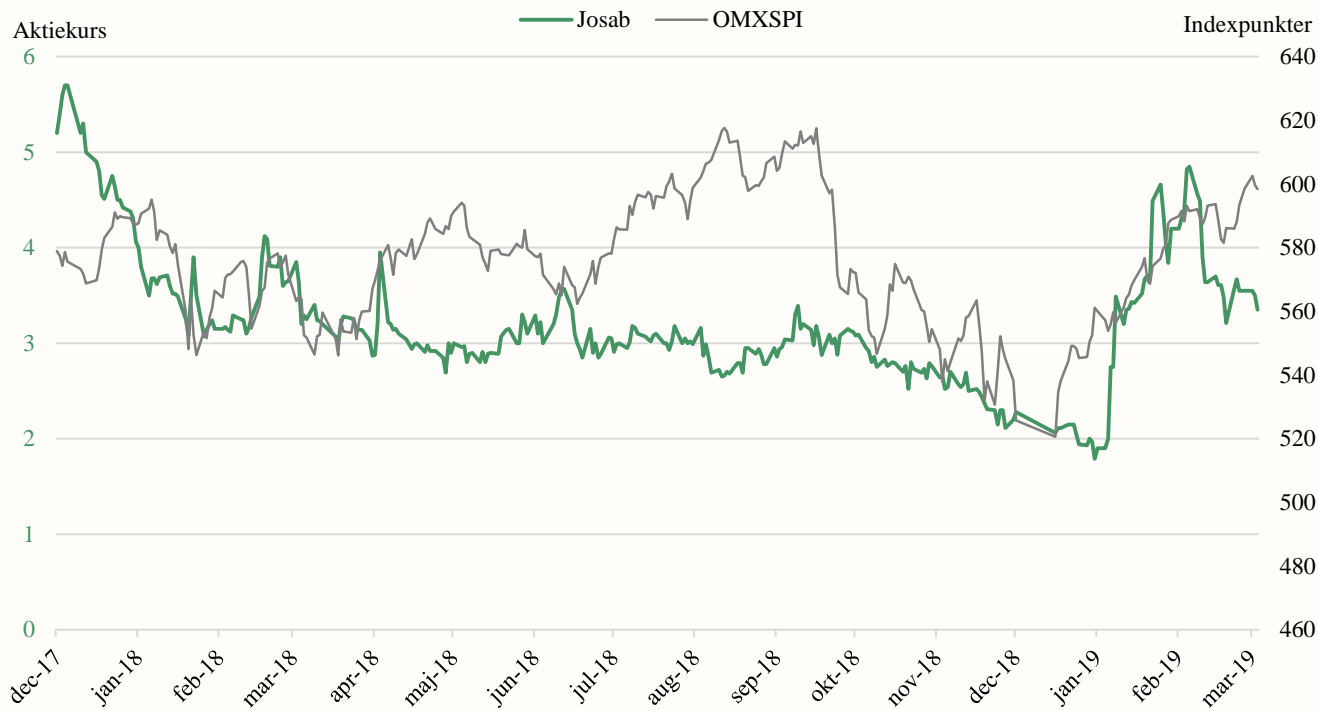


## Per-Olof Seman, Styrelseledamot

Per tillträdde som styrelseledamot under senhösten 2017. Han har tidigare varit vice VD för SWECO International, Mark, Vatten och Miljö samt är styrelsemedlem i SWEACC, Svensk-Östafrikanska handelskammaren. Per-Olof har även en doktorexamen inom land- och vattenresursförvaltning från KTH. *Äger 0 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 0 % av aktierna).*

## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



Peers, R12	EV, MSEK	EV/Sales	EV/EBIT	P/E
Suez SA	188 913	1,1	17,0	25,4
Porvair PLC	2 468	1,8	17,0	24,7
Ozner Water International Holding Ltd	6 119	2,9	18,4	14,5
Anhui Conch Cement Co Ltd	250 544	2,3	8,0	10,0
Secom Co Ltd	136 361	1,7	12,5	21,0
Great Water Holdings Ltd	1 503	4,6	20,8	27,3
Zhejiang Nhu Co Ltd	52 757	4,8	9,8	11,8
Xylem Inc	126 878	2,9	23,6	30,1
<b>Medel</b>	<b>95 693</b>	<b>2,8</b>	<b>15,9</b>	<b>20,6</b>
<b>Median</b>	<b>89 818</b>	<b>2,6</b>	<b>17,0</b>	<b>22,8</b>



## APPENDIX

Resultaträkning* (tSEK)	2016	2017	2018	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18
Nettoomsättning	633	989	4 005	1 092	1 544	877	492
Övriga rörelseintäkter	840	302	510	103	96	104	207
<b>Totala intäkter</b>	<b>1 473</b>	<b>1 291</b>	<b>4 515</b>	<b>1 195</b>	<b>1 640</b>	<b>981</b>	<b>699</b>
Personalkostnader	-9 680	-6 187	-21 075	-5 090	-5 091	-4 247	-6 647
Övriga externa kostnader	-8 195	-8 306	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EBITDA</b>	<b>-17 920</b>	<b>-14 696</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	-2831,0%	-1485,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Av- och nedskrivningar	-895	-997	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EBIT</b>	<b>-18 815</b>	<b>-15 693</b>	<b>-16 560</b>	<b>-3 895</b>	<b>-3 451</b>	<b>-3 266</b>	<b>-5 948</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-2972,4%	-1586,8%	-413,5%	-356,7%	-223,5%	-372,4%	-1208,9%
Ränteintäkter	0	123	0	0	0	0	0
Räntekostnader	45	-445	-2 826	-188	-620	-637	-1 381
<b>EBT</b>	<b>-18 770</b>	<b>-16 015</b>	<b>-19 386</b>	<b>-4 083</b>	<b>-4 071</b>	<b>-3 903</b>	<b>-7 329</b>
Skatt på årets resultat	301	331	629	0	0	0	629
<b>Nettoresultat</b>	<b>-18 469</b>	<b>-15 684</b>	<b>-18 757</b>	<b>-4 083</b>	<b>-4 071</b>	<b>-3 903</b>	<b>-6 700</b>
<i>Nettomarginal</i>	-2917,7%	-1585,8%	-468,3%	-373,9%	-263,7%	-445,0%	-1361,8%

\*Josab redovisar ej enskilda kostnadsposter på kvartalsbasis

# 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 frånsäger 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: <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 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. Uppdragsgivare **Josab Water Solutions AB (publ)** (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 2014-2019). 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 2014-2019  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)