



Analyst Group

# UMIDA

OMSTÄLLNINGSSARBETET GER NU RESULTAT

2019-12-11

## BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:  
PHILIP JOHANSSON



ept. Oct. July. June. Aug. 5



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

Umida AB ("Umida" eller "Bolaget") är en koncern med huvudkontor i Stockholm som bedriver verksamhet inom dryckesbranschen och som för närvarande genomför ett omfattande förändringsarbete med syfte att effektivisera organisationen och minska kostnadsmassan. Bolaget kommer utgöras av dotterbolagen Brands For Fans och Umida Partners som producerar, marknadsför och säljer, primärt, alkoholhaltiga drycker såsom vin, sprit och blanddryck. Umida AB är sedan början av 2011 listat på Spotlight Stock Market.

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q3-19	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9
Finansiell prognos	10-12
Värdering	13-14
Bull & Bear	15-16
VD-intervju, Mats Jämterud	17-18
Ledning & styrelse	19-20
Appendix	21-23
Disclaimer	24



### Värde drivare

Umidas kommunicerade omstruktureringsprogram innehåller ett antal realiserade värdeökningar: Umida är i slutskedet av nedläggande av sin produktionsanläggning, vilket innebär lägre kostnadsmassa, samtidigt strömlinjeformar organisationen vilket innebär ett flexibla bolag. Sammanfattningsvis skapas utrymme för lönsamhet framgent.



### Historisk Lönsamhet

Umida har en historia av svag lönsamhet, där Bolagets produktportfölj har utgjorts av relativt små produktvolymmer vilket har inneburit små eller negativa marginaler. Bolaget förväntas inom ramen för nuvarande omstruktureringsprogram bl.a. att stärka sin marginal. Betyget är grundat i historik och är ej framåtblickande.



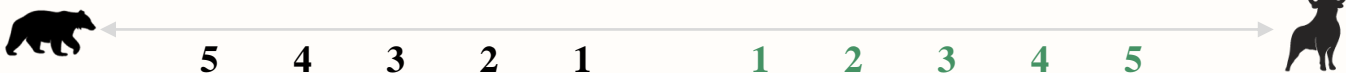
### Riskprofil

Den marknad som Umida verkar på är växande med ett stort antal verkande aktörer, vilket kräver ett kontinuerligt starkt och marknadsnära produkt-erbjudande för att Umida ska nå framgång. Marknaden kännetecknas av ett stort utbud och goda valmöjligheter för kunden, vilket gör att Umida kontinuerligt måste anpassa sig till rådande marknadsförhållanden.



### Ledning & Styrelse

Umidas ledning och organisation har djup branschkunskap gällande innovation, produktutveckling samt försäljning. Bolagets starka produktutvecklingskompetens och innovationsförmåga är avgörande för att fortsätta utveckla Umida i rätt riktning, vilket medför att Bolaget kan stärka sin position på marknaden framgent.



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.

Umida bedriver verksamhet inom dryckesbranschen och genomgår för närvarande en transformation i syfte att minska Bolagets kostnadsmassa. Bolaget kommer framgent att utgöras av dotterbolagen Brands For Fans och Umida Partners som primärt producerar, marknadsför och säljer alkoholhaltiga drycker. I ett Base scenario estimeras en successivt stigande omsättning till ca 86 MSEK år 2020. Baserat på gjorda prognoser och en multipelvärdering härleds ett potentiellt värde per aktie om 3,0 kr i ett Base scenario.

#### ▪ Tillväxt på 31 % och vänder till vinst

Under Q3-19 uppgick nettoomsättningen till 18,4 MSEK (14,4), vilket är en ökning om ca 31 % jämfört med samma period föregående år. Bolaget rapporterar ett positivt resultat om ca 0,8 MSEK (-4,2) under kvartalet, vilket till stor del är ett resultat av försäljningen av inventarier. Justerat för denna engångseffekt i kombination med en något ökad bruttomarginal, påvisar Umidas Q3-19 rapport att Bolagets kostnadsbesparingar tillsammans med en stark försäljningstillväxt börja generera resultat.

#### ▪ Brands For Fans växer med 112 %

Brands For Fans uppvisar en imponerande försäljningsökning om 112 %, motsvarande en ökning med ca 2,4 MSEK under Q3-19. Brands For Fans meddelade också en upphandlingsvinst utställt av det finska alkoholmonopolet ALKO, vilket innebär att Motörhead Premium Dark Rum kommer att lanseras i 190 ALKO-butiker i februari 2020 och i minst 14 månader framöver. Vinsten påvisar de konkurrenskraftiga och högkvalitativa produkter som Brands For Fans har samt de internationella möjligheterna framöver.

#### ▪ Hög aktivitet i omställningsarbetet

I augusti 2019 kommunicerade Umida att de har sålt sin produktionsutrustning till en köpare, som ett led i Bolagets kommunicerade omställningsarbete. Bolaget avyttrade sin produktionsutrustning, till ett värde av 10,5 MSEK brutto med en nettoeffekt om 8,5 MSEK. Avvecklandet kommer dock inte att påverka Bolagets varumärkesportfölj, innovationsförmåga eller tillväxtmål framgent. Bolaget har även för avsikt att sälja sin fastighet under 2019.

#### ▪ Viktigt att utmärka sig på marknaden

Umida verkar på en konkurrensutsatt marknad med många aktörer, vilka innefattar mindre lokala aktörer och större multinationella bolag. Det gör det exempelvis svårt att konkurrera mot större aktörer med större budgetar när det kommer till marknadsföring, varför mindre aktörer måste utarbeta en slagkraftig och nytänkande strategi att kunna differentiera sig på marknaden samt noga och strategiskt rikta in sig på specifika segment för att nå framgång. Det här är en av nyckelfaktorerna som kommer avgöra Umidas tillväxt framgent.

<b>AKTIEKURS</b>	<b>2,6 kr</b>		
	<b>VÄRDERINGSINTERVALL</b>		
<b>BEAR</b>	<b>1,3 kr</b>	<b>BASE</b>	<b>BULL</b>
		<b>3,0 kr</b>	<b>4,2 kr</b>

UMIDA AB (PUBL)				
Stängningskurs (2019-12-10)	2,58			
Antal Aktier	21 653 837			
Market Cap (MSEK)	56,3			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	15,0			
Enterprise Value (MSEK)	71,3			
V.52 prisintervall (SEK)	1,0 – 2,6			
Lista	Spotlight Stock Market			
UTVECKLING				
1 månad	24,64 %			
3 månader	61,25 %			
1 år	22,86 %			
YTD	12,66 %			
HUVUDÄGARE (KÄLLA: SPOTLIGHT)				
Sami Asani	7,39 %			
Björn Svensson	5,93 %			
Krister Mahlberg	5,34 %			
Avanza Pension	4,59 %			
Nordnet Pensionsförsäkring	3,73 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Mats Jämterud (tf)			
Styrelseordförande	Johan Sjökvist (tf)			
FINANSIELL KALENDER				
Bokslutskommuniké, 2019	2020-02-20			
Prognos (Base), MSEK	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Totala intäkter</b>	<b>55.1</b>	<b>62.6</b>	<b>86.4</b>	<b>102.3</b>
Omsättningstillväxt	28%	14%	38%	18%
COGS	-32.9	-40.7	-57.5	-68.0
Rörelsekostnader	-32.2	-29.6	-24.0	-26.1
<b>EBITDA</b>	<b>-10.1</b>	<b>-7.7</b>	<b>5.0</b>	<b>8.2</b>
EBITDA-marginal	neg	neg.	5.8%	8.0%
<b>Årets resultat</b>	<b>-16.3</b>	<b>-6.2</b>	<b>3.2</b>	<b>6.2</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	3.6%	6.1%
P/S	1.0	0.9	0.7	0.6
EV/S	1.3	1.1	0.8	0.7
EV/EBITDA	-7.1	-9.2	14.3	8.7

# KOMMENTAR Q3-19

## Sammanfattning av Umidas tredje kvartal 2019

Under Q3-19 uppgick nettoomsättningen till ca 18 MSEK, vilket är en ökning om ca 31 % jämfört med samma period föregående år. Umida rapporterar också ett positivt resultat om ca 0,8 MSEK, vilket är en kraftig resultatförbättring jämfört med samma period föregående år (-4,2 MSEK). Resultatet beror till stor del på den försäljning av inventarierna som genomförts, vilket gav en nettoeffekt om ca 3,2 MSEK. Justerat för denna engångseffekt, så ser vi att det går att utläsa att vissa kostnadsbesparingar i kombination med en stark försäljningstillväxt faktiskt börja generera resultat. Vi noterar också att bruttomarginalen ökade med 3 %, jämfört med samma period föregående år och uppgick till 40 %. Förklaringen stavas förändrad produktmix och är ett led i Bolagets omställningsarbete att fokusera på rätt typer av produkter. Under föregående kvartal noterade vi att försäljningen från Brands For Fans-portföljen växte med imponerande 49 %, motsvarande en ökning med ca 2 MSEK. Under Q3-19 kan vi konstatera att denna resa fortsätter och Brands For Fans uppvisar en imponerande försäljningsökning om 112 %, motsvarande en ökning med ca 2,4 MSEK. En besvikelse är dock produkterna In Flames och Sweden Rock som tappade 0,5 MSEK respektive 0,3 MSEK under kvartalet, jämfört med samma period föregående år. Brands For Fans-portföljen står för närvarande för 48 % av Bolagets totala omsättning, vilket motsvarar ca 19 MSEK, vilket är en ökning från 25 % från föregående helår. Våra estimat gällande Brands For Fans andel av totalomsättningen för året 2019 var 46 %, vilket är i linje med det rapporterade 48 %. Men tanke på den tillväxt som Brands For Fans-portföljen kontinuerligt visar väljer vi att justera upp våra estimat med ca 3 %.

## Den kommunicerade avyttringen av fastigheten i Götene

Gällande fastighetsaffären har Umida kontinuerligt uppdaterat om läget och Bolaget har varit informativa gällande vilka olika alternativ som utvärderas. Trots detta, så förväntade vi oss en lite mer uppdaterad lägesrapport om vad för alternativ man väljer att gå vidare med. Bolaget skriver att de under Q3-19 har tecknat ett nytt 3-årigt hyresavtal med en extern hyresgäst om ca 1 100 m<sup>2</sup> i den egenägda fastigheten. Dessutom verkar en potentiell affär kopplat till ett internationellt företags etablering i området ha avropats efter att denna part valt att projektera en ny fastighet i stället för att anpassa i befintlig fastighet. Det skulle vara intressant att få veta varför och vad det beror på, t.ex. om parten inte har fått något banjlån. Umida fortsätter med att skriva att arbetet med att säkerställa en avyttring av fastigheten Götene Västerby fortsätter efter kvartalsperioden och Analyst Group kommer noga följa utvecklingen med fastighetsavyttringen.

## Flera positiva händelser under Q3-19

- Under juli månad köpte tf VD Mats Jämterud 120 000 st aktier, och totala antalet ägda aktier uppgår nu privat och via bolag till 517 574 st. Styrelseledamoten Sami Asani utökade också sitt innehav under juli.
- I augusti meddelade Umida att tillsammans med Brands For Fanns vunnit det finska alkoholmonopolet ALKO:s senaste upphandling av rom vilket gäller Brands For Fans produkt Motörhead Premium Dark Rum. Motörhead Premium Dark Rum kommer att lanseras i 190 ALKO-butiker den 1 februari 2020 och finnas till försäljning under en garanterad period om 14 månader, med en målvision att finnas med som permanent listning. Umida estimerar att denna upphandlingsvinst kommer bidra med ett tillskott om ca 1 MSEK i nettomsättning per år.
- Umida slöt samarbetsavtal med två strategiska produktionspartners, AB No 1 Brands samt Herrljunga Cider AB avseende produktion av Bolagets spritprodukter, matlagningssortiment samt portföljen av glöggprodukter.
- Avyttrad produktionsutrustning, till ett värde av 10,5 MSEK brutto med en nettoeffekt om 8,5 MSEK.

Med högkvalitativa produkter i tillväxt och flera vunna upphandlingar och licensaffärer i sikte, ser vi positivt på Umida-aktien inför sista kvartalet 2019, vilket stärks av bl.a. att glöggförsäljningen har kommit igång tidigare jämfört med föregående år. Umida rapporterar en omsättningsökning om ca 3,4 MSEK redan under Q3, att jämföra med 0,9 MSEK föregående år, vilket ingjuter förtroende att Bolagets viktiga glöggförsäljning kommer stå sig starkt under fjärde kvartalet 2019. Det finns alltså goda möjligheter för att motivera fortsatt kursuppgång i aktien under 2019, i och med att vi estimerar ytterligare ett kvartal med stark omsättningstillväxt.

# INVESTERINGSIDÉ

Umida bedriver verksamhet inom dryckesbranschen och genomgår för närvarande en transformation med syfte att minska kostnadsmassan och skapa utrymme för tillväxt. Bolaget kommer utgöras av dotterbolagen Brands For Fans och Umida Partners som producerar, marknadsför och säljer primärt alkoholhaltiga drycker, där sprit och vin förväntas utgöra den omsättningsmässigt största delen. Bolaget befinner sig för närvarande i slutskedet av en omorganisation och en strukturförändring med syftet att minska Bolagets kostnads massa samt arbeta mot en mer strömlinjeformad organisation. Ett led i det pågående omställningsarbetet är bl.a. Bolagets beslut att avveckla sin produktionsanläggning. I ett Base scenario estimeras en successivt stigande omsättning till ca 86 MSEK år 2020. Baserat på gjorda prognoser och en multipelvärdering härleds ett potentiellt värde per aktie om 3,0 kr i ett Base scenario.

## Den globala marknaden för alkoholhaltiga drycker gynnar Umida

Den svenska butiksförsäljningen omsatte ca 31 mdSEK under 2018, vilket motsvarar en CAGR om 3 % de senaste 10 åren. Den något låga tillväxten beror på att konsumtionen per capita har minskat i takt men att det sker ett skifte mot att kvalitet är viktigt och det som driver värde, snarare än en kvantitativ försäljningsökning. En stark marknadsdrivare är att konsumenter vågar testa nya produkter i takt med att utbudet förändras, där trender såsom nya smaker hela tiden tillkommer och utgör en viktig del i produkt- och marknadsutvecklingen. Det gynnar aktörer som Umida som har en produktportfölj med starka varumärken.

## Umidas omställningsarbete möjliggör en bättre värdeutveckling

Umida genomför idag flera pågående projekt för att minska sin kostnads massa och arbetar målfokuserat mot kvalitativ omsättningstillväxt. Ett led i det pågående omställningsarbetet är bl.a. Bolagets beslut att avveckla sin produktionsanläggning, vilket ledningen estimerar ge kostnadsbesparingar om ca 11 MSEK årligen. Avvecklandet av sin egna produktionsanläggning kommer inte påverka Bolagets varumärkesportfölj, innovationsförmåga eller tillväxtmål framgent. Istället förväntas Umida få en högre organisatorisk flexibilitet och bättre kunna fokusera på relevanta försäljning- och marknadsföringsinsatser, något som i helhet förväntas gynna Umidas utveckling och företagsvärdering. I slutet av augusti 2019 kommunicerades att Umida ingått produktionsavtal med Herrljunga Cider AB, vilket tyder på att avvecklandet inte kommer påverka försäljningen.

## Brands For Fans levererar produkter i världsklass

Dotterbolaget Brands For Fans anses vara den stora värde drivaren för Umida de kommande åren. Brands For Fans produkter utvecklas, lanseras och marknadsförs i samarbete med kända artister och band, vilket gör att Brands For Fans kan kapitalisera på en redan existerande målgrupp och slipper dyra marknadsföringskostnader. Dotterbolaget har en innovativ produktportfölj med starka och välkända varumärken som bl.a. inkluderar produkterna Bömber Shot och American whisky i samarbete med Motörhead, gin tillsammans med In Flames och whisky tillsammans med Scorpions. Brands For Fans förväntas utgöra en viktig del i Bolagets vision om att öka sin omsättningsandel globalt. Givet dotterbolagets fina referensuppdrag förväntas därför Brands For Fans att under kommande år sluta fler licensaffärer med nya band och artister samt viktiga distributionsavtal i Sverige och utomlands framgent.

## Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras Umida som koncern öka omsättningen till ca 86 MSEK år 2020. Givet en målmultipel om P/S 1 på 2020 års estimerad försäljning om ca 34 MSEK för Brands For Fans, och en målmultipel om P/S 0,6 för Umida Partners försäljningsandel, motiveras ett pris per aktie om ca 3,0 kr i ett Base scenario. Vid annorlunda utfall av gjorda prognoser, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras, prognosen kommer att följas upp kvartalsvis.

## Konkurrensutsatt marknad ställer höga krav

Umida verkar på en konkurrensutsatt marknad med många aktörer, vilka innefattar mindre lokala aktörer och större multinationella bolag. Det är svårt att konkurrera mot större aktörer med större budgetar när det kommer till marknadsföring, varför mindre aktörer måste utarbeta en slagkraftig och nytänkande strategi att kunna differentiera sig på marknaden samt noga och strategiskt rikta in sig på specifika segment för att nå framgång, vilket Umida bevisligen gör. För att nå lönsamhet inom branschen krävs att Umida bedriver ett framgångsrikt försäljningsarbete och relevanta marknadsföringsinsatser för att nå en kritisk försäljningsvolym.

**KOSTNADS-  
BESPARINGAR  
DRIVER UPP  
MARGINALEN**

**86 MSEK  
OMSÄTTNING  
2020 ÅRS  
PROGNOS**

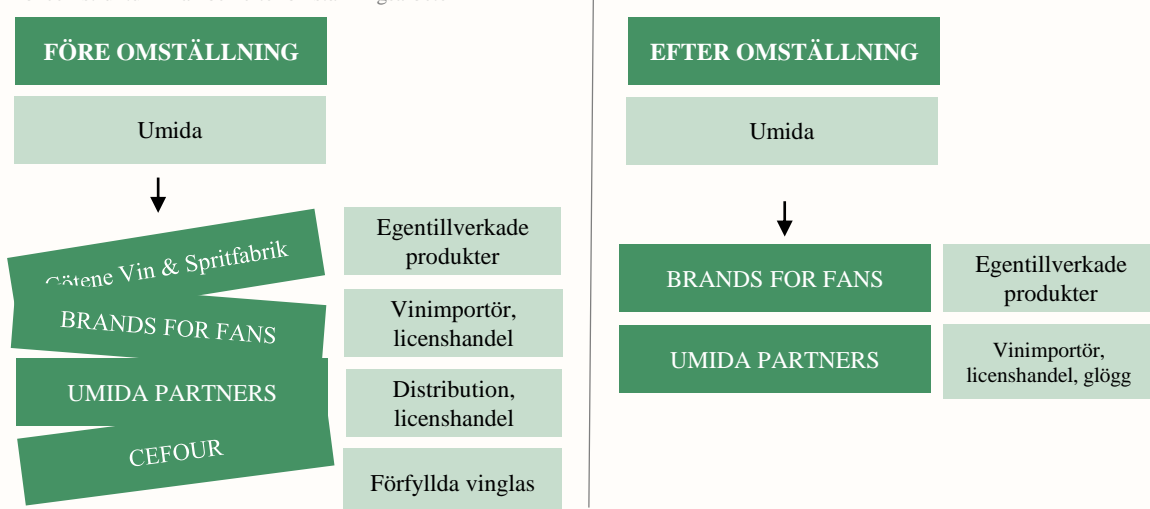
# BOLAGSBESKRIVNING

Umida har en historia av att producera alkoholhaltiga drycker där produktutveckling och innovation, inte minst när det kommer till smakupplevelser, utgör en viktig del i Bolagets position på marknaden. Bolaget har sitt huvudkontor i Stockholm och koncernen har idag dotterbolagen Götene Vin & Spritfabrik AB1, Vinfabriken Sverige AB, Cefour International och Brands For Fans AB. Bolaget producerar, marknadsför och säljer primärt alkoholhaltiga drycker där vin, sprit, blanddryck och glögg utgör den omsättningsmässigt största andelen, samtidigt säljer Umida även andra alkoholhaltiga samt alkoholfria drycker. Umida AB aktie är sedan början av 2011 listad på Spotlight Stock Market.

Styrelsen i Umida har valt att strömlinjeforma organisationen och transformera Umida, under januari 2019 tog nuvarande VD Mats Jämterud, tidigare styrelseordförande, över rollen som tf VD. Umida har identifierat fem strategiska prioriteringar, bl.a. att konsolidera ett tidigare ofokuserat och spretigt produktutbud, kapitalisera på den egna varumärkesportföljen samt sälja eller avveckla delar av verksamheten som inte är lönsam. Umida befinner sig för närvarande i slutskedet av förändringsarbetet för att utgå från en mer kostnadseffektiv- och säljfokuserad organisation.

## Omställningsarbetet ger tydligare affärsben.

Koncernstruktur innan och efter omställningsarbete



Källa: Analyst Groups illustration, Bolagsrapporter

Den gemensamma nämnaren bakom en lyckad lansering av Umidas produkter är att arbeta med tydliga affärsplaner för att kunna driva stark efterfrågan. Det gäller oavsett om man lanserar en egen ny produkt eller vinner en upphandling från de nordiska vin- och spritmonopolen. Detta är någonting som har blivit mer påtagligt under pågående omstruktureringsfas och Bolaget förväntas vara mer selektiv och lägga anbud på ”rätt” offerter eller ingå partnerskap med ”rätt” produkter.

## Umida huvudfokus framgent består i:

### *Brands For Fans*

Brands For Fans utvecklar och saluför alkoholhaltiga drycker som tas fram i nära samarbete med starka artister och band som i sin tur har en stor fanbase vilket medför att Brands For Fans kan kapitalisera på en redan existerande och intresserad målgrupp. Dotterbolaget har en bred produktportfölj med starka och välkända varumärken och har under 2019 etablerat nya expertsamarbeten i UK, Tyskland, Japan, Kanada, Polen och USA.

### *Umida Partners*

Umida Partners (tidigare Vinfabriken Sverige AB) producerar och saluför främst alkoholhaltiga drycker, bl.a. Pluras glögg, Pluras alkoholfria och Smålandsglögg. Utöver detta så förväntar sig dotterbolaget att utöka sin affär inom alkoholfria drycker genom Le Petit Béret, vilket förväntas bidra med ca 20 MSEK i omsättning på årsbasis. Bolaget bedriver sedan tidigare också försäljning inom flytande matlagningsprodukter för storkök som utgör en stabil grundomsättning. Volymaffären framgent för Umida Partners förväntas dock vara att växa inom vin genom licensimporter från producerer. Dessutom förväntas Bolaget, likt tidigare arbete inom exempelvis sprit, vinna offertupphandlingar på den nordiska marknaden inom vin.

Vår vänliga ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# BOLAGSBESKRIVNING

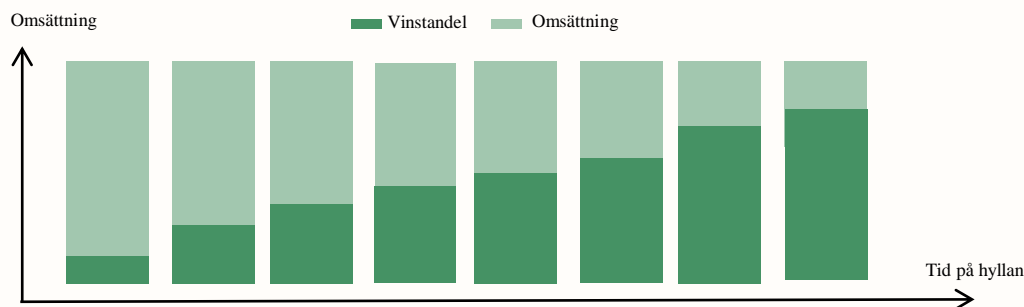
## Stort fokus på Brands For Fans

Det stora värdet i Umida kommande åren återfinns i dotterbolaget Brands For Fans affärsmodell och dess förmåga att sluta fler potentiella licensaffärer med distributörer i Sverige och utomlands. Brands For Fans produkter kännetecknas av hög kvalitet och tillhör kategorien premium. Ett exempel på detta är att Motörhead Premium Dark Rum under 2019 blivit belönad med guldmedalj inom kategorin Aged Rum av amerikanska recensionsajten The Fifty Best.

Utvecklingen av produktportföljen inom Brands For Fans skiljer sig från traditionella dryckesbolag i hur dotterbolaget framställer sin produkt och i hur affärspotentialen ser ut. Dotterbolaget arbetar med starka varumärken i form av artister och band, där artisterna/banden själva är med och framställer, testar och väljer ut de produkter, oftast spritdrycker, som de sedan blir ambassadörer för. Varför artister väljer att samarbeta med Brands For Fans är deras fokus på kvalitet vilket idag är viktigt för att artisterna inte ska tappa förtroende hos sina fans när de inleder ett samarbete utöver sin musikala verksamhet. Ett exempel på detta är whiskyn som tillverkats i samarbete med Motörhead, som idag är en inarbetad produkt, där marknadsföringskostnader för Umida blir lägre än vid en traditionell nylansering av produkt. Ett annat tydligt exempel är att mindre än 6 månader efter lanseringen i Sverige var Motörhead Premium Dark Rum den mest sålda mörka romen i prisklassen över 300kr under den jämförbara perioden under 2019, vilket visar både på styrkan i partnerns inarbetade varumärke samt i affärsmodellen.

### Högre värdeutväxling desto längre produkten varit i standardsortimentet.

Återkommande intäkter för en produkt efter antal år



Källa: Analyst Groups illustration

## Kostnadsdrivare och strategiska utmaningar

Umida omsatte ca 55 MSEK år 2018, där majoriteten av intäkterna härstammar från Vinfabriken och Brands For Fans, tolv månader rullande omsättning uppgår idag till ca 82 MSEK. Nya produktlanseringar resulterar i en initial kostnad för Umida, då investeringar i exempelvis reklam och andra tillväxtskapande aktiviteter behöver genomföras. I takt med en ökad varumärkeskännetecken och en högre volymförsäljning, minskar dock dessa typer av kostnader vilket således ger upphov till bättre marginaler. Att arbeta utifrån effektiva lanserings- och marknadsstrategier blir därmed av extra stor vikt, samt att försäljningsvolymerna fortsatt därefter kan hållas på bra nivåer.



# MARKNADSANALYS

**80 %**  
FÖRSÄLJNING I  
SVERIGE

**9,1 %**  
TILLVÄXT FRÅN  
2015-2018 INOM  
KATEGORIN  
ALKOHOLFRI  
VIN

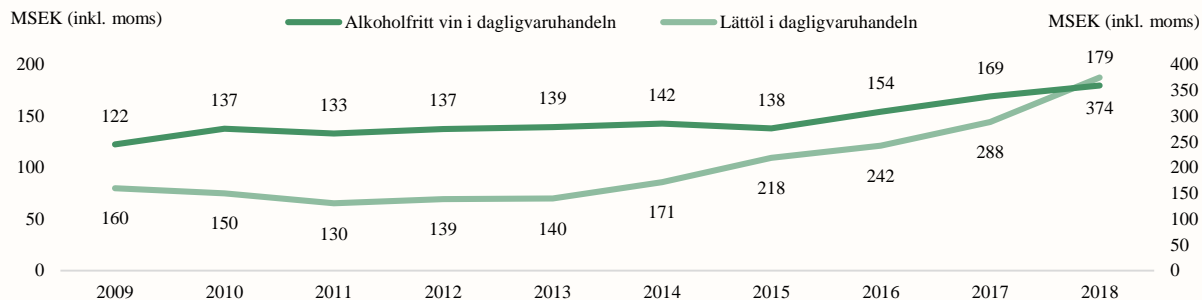
Umida verkar primärt på den svenska marknaden för alkoholhaltiga drycker där 80 % av koncernens försäljning sker. Den svenska marknaden är reglerad och Umidas primära butiksförsäljning sker genom Systembolagets butiker, vilka till antalet uppgår till ca 440 st. i kombination med ytterligare ca 450 ombud. Umida säljer även till andra kunder, däribland hotell, restauranger, cateringbolag, dagligvaruhandeln, grossistförsäljning och *travel retail*-aktörer. Bolaget har också försäljning i andra länder inom Europa, bl.a. Tyskland och Storbritannien och under 2019 har Umida dessutom genomfört sina första affärer i Ryssland och Japan. Umida har som ambition att fortsätta växa internationellt, där de stora närliggande spritmarknaderna Storbritannien, Frankrike och Tyskland bedöms som extra intressanta för framtida tillväxt.

## Marknaden för alkoholfritt vin i den svenska dagligvaruhandeln

Umida verkar också på den svenska marknaden för alkoholfria drycker genom Le Petit Béret. Umida har kommunicerat att Systembolagets årliga omsättning för alkoholfritt vin idag uppgår till ca 70 MSEK per år. Utöver Systembolaget finns också en marknad inom dagligvaruhandeln. Under 2018 omsatte alkoholfria viner i den svenska dagligvaruhandeln 179 MSEK (inkl. moms), motsvarande en CAGR om 4 % de senaste tio åren och 9,1 % mellan år 2015 och 2018. Det är inte osannolikt att alkoholfritt vin nu kommer göra den resa som lättöl har gjort i dagligvaruhandeln, som har växt med en CAGR om 9,9 % de senaste tio åren med en omsättning om 374 MSEK under 2018.

**Försäljningen av alkoholfritt vin har ökat med CAGR om 4 % mellan år 2009 och 2018.**

Försäljning av lättöl och alkoholfritt vin i dagligvaruhandeln



Källa: SCB (hämtat 2019)

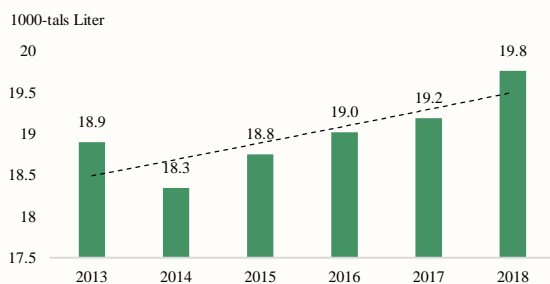
Not: Försäljning gäller exklusive Systembolaget. Med alkoholfritt vin avses även alkoholfri glögg

## En stark trend och vilja bland konsumenter att prova nya produkter

Systembolaget omsatte under 2018 ca 31 mdSEK, motsvarande en CAGR om 3 % de senaste tio åren. En förklaring till den relativt låga tillväxten beror på att konsumtionen per capita har minskat i takt med att människor dricker mindre men av bättre kvalitet än tidigare. Butiksförsäljning av sprit, den marknad som Umida primärt verkar på, uppnådde ca 19,8 miljoner sålda liter på den svenska marknaden under 2018. De senaste tre åren har försäljningstillväxten legat på ca 2 % per år. Dock råder det idag en stark marknadstrend att konsumenter vågar testa nya produkter i takt med att utbudet förändras, där nya smaker och drycker hela tiden tillkommer. Produktutvecklingen är således en än viktigare faktor idag, vilket torde gynna aktörer med en produktportfölj med starka varumärken.

**Sprittförsäljningen har ökat något sedan 2013.**

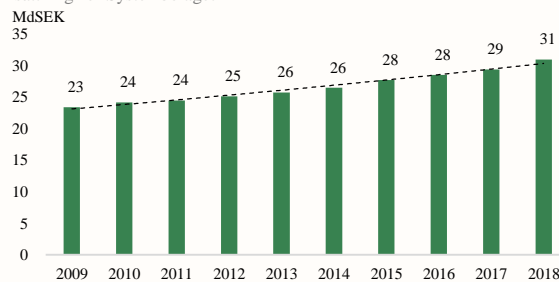
Försäljning av antal miljontals liter för Systembolaget



Källa: Centralförbundet för alkohol- och narkotikaupplysning (2018 års siffror)

**Systembolaget har en stabil omsättningstillväxt med en CAGR om ca 3 % senaste 10 åren**

Omsättning för Systembolaget



Källa: Systembolaget, statistikrapporter

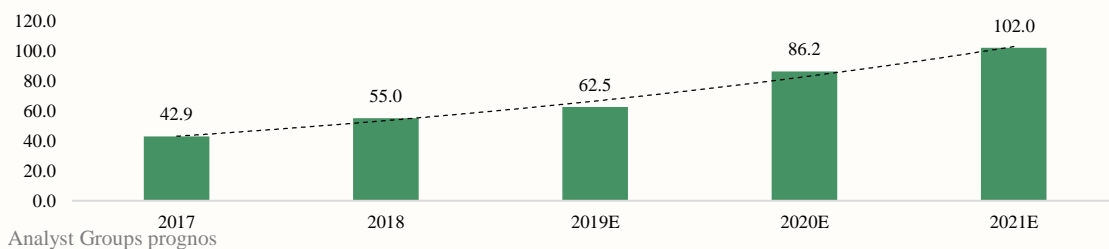
# FINANSIELL PROGNOSES

## Omsättningsprognos 2019-2021

Analyst Groups prognoser sträcker sig till år 2021 och är kopplade till Umidas kommunicerade förändringsarbete samt potentialen för den nya strömlinjeformade organisationens visioner och målsättningar. Nettoomsättningen, exklusive punktskatter, estimeras uppgå till ca 62 MSEK 2019, jämfört med ca 55 MSEK år 2018. Den relativt låga tillväxten är en effekt av Umidas förändringsarbete mot att istället fokusera på kvalitativ försäljningstillväxt samt att dagens offertvinster eller distributionsavtal kan ta ett år innan faktisk försäljning sker.

**Omsättningen förväntas öka till ca 102 MSEK år 2021.**

Prognostiserad nettoomsättning ex. punktskatter i ett Base scenario  
MSEK



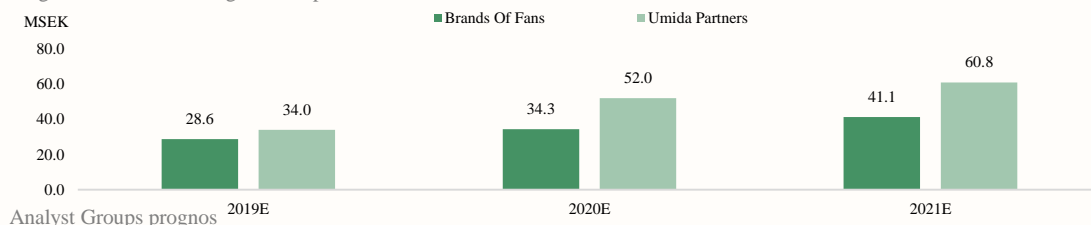
Under 2019 estimeras Umidas dotterbolag Umida Partners ingå ytterligare licensaffärer av alkoholhaltiga drycker, främst genom att ingå licensavtal och agera återförsäljare av andra starka varumärken inom alkoholhaltiga drycker på den nordiska monopolmarknaderna, primärt den svenska marknaden. Analyst Group estimerar att Bolaget kommer växa inom segmentet vin genom att dels vinna utställda upphandlingar på de nordiska monopolmarknaderna, dels ta licens och agera återförsäljare inom vin genom exempelvis det alkoholfria alternativet Le Petit Béret. Bolaget har sedan tidigare visat sig framgångsrika att vinna upphandlingar bl.a. inom segment sprit och glögg både i Sverige genom Systembolaget samt nu senast under augusti 2019 i Finland genom Alko med Motörhead Premium Dark Rum. Gällande Brands For Fans så är en viktig del att växa globalt, där Kanada, Storbritannien, USA och Tyskland förväntas utgöra de viktigaste marknaderna för dotterbolaget framgent.

## Fokus på omsättningstillväxt

Umidas förändringsarbete med att framgent fokusera på kvalitativ försäljningstillväxt och att strategiskt växa i noga utvalda produktsegment har en kortsiktig påverkan på Bolagets försäljningsinsatser och omsättning. Inom Umida Partners förväntar sig Umida att volymförsäljningen, borträknat glöggförsäljningen, primärt kommer drivas av segmentet vin, där Le Petit Béret estimeras ha en försäljningspotential om ca 15-20 MSEK på årsbasis efter full lansering. Bolaget bedriver också sedan tidigare försäljning inom flytande matlagningsprodukter för storkök med en omsättning som förväntas ge stabila intäkter de kommande åren om ca 12 MSEK per år.

**Umidas verksamhetsområden estimeras att växa, där Brands For Fans är en viktig drivare.**

Prognostiserad omsättning fördelat på Umidas två affärsområden



## Brands For Fans har exportambitioner

Brands For Fans är en viktig del i Umidas ambitioner att växa på exportmarknaderna, där Kanada, USA, Storbritannien och Tyskland förväntas vara de viktigaste marknaderna för dotterbolaget. Under de kommande åren förväntas Brands For Fans utgöra en omsättningsmässigt viktig del av koncernens totala försäljning.

# FINANSIELL PROGNOSE

## Personalkostnaderna förväntas minska kraftigt

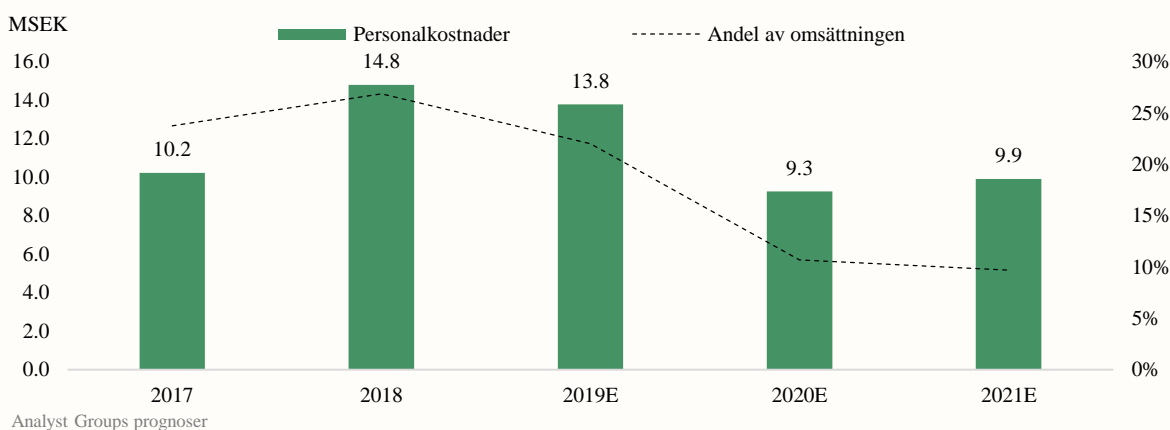
Under 2018 hade Umida 20 anställda med en total personalkostnad om ca 15 MSEK. Umida kommer genomföra årliga kostnadsbesparingar om ca 11 MSEK som en konsekvens av Bolaget nu avvecklar sin produktionsanläggning i Götene. Produktionsanläggningen har haft ett tiotal hel- och deltidsanställda vilka är, som en effekt av att kostnadsbesparingsprogrammet, uppsagda, där alla förväntas ha lämnat bolaget i december 2019. Den nya strömlinjeformade organisationen förväntas därefter uppgå till nio anställda.

## Personalkostnader kommande år

Genom omstruktureringsprogrammet skapar Umida således en organisation med mindre antal anställda, den kvarvarande organisationen kommer primärt bestå av personer hänförliga till försäljnings- och utvecklingsorienterade roller.

### Omstruktureringsprogrammet kommer resultera i minskade personalkostnader.

Prognostiserad personalkostnad 2019-2021E



Umida har kommunicerat en ambition om att öka försäljningen och avser att lansera nya produkter på flera nya marknader de kommande åren. Bolaget har kommunicerat förväntningar att växa inom bl.a. Brands For Fans, segmentet vin, samt etablera nya försäljningssamarbeten, vilket innefattar ett mål om att etablera Bolaget på tre nya marknader under 2019.

Umidas tillväxtmål kan uppfattas som aggressiva, vilket kan ge upphov till ett resonemang om att en ny och större personalstyrka kan krävas framgent, som en konsekvens av den nya försäljningsstrategin. En sådan situation är dock inte aktuell i dagens läge då Umida nu *outsourcar* sin produktion till samarbetspartners och att Bolagets framtida omsättningstillväxt förväntas utgöras av att sluta nya säljavtal med distributörer, vilket inte kräver en större personalstyrka.

Analyst Group estimerar idag en minskning av personalkostnaderna till 9,3 MSEK för helåret 2020, motsvarande en minskning om ca 33 % jämfört med prognosen för 2019, härlett från omstruktureringsprogrammet. Sammantaget förväntas Umidas personalkostnader uppgå till 13,8 MSEK år 2019, 9,3 MSEK år 2020 samt 9,9 MSEK år 2021.

## Effekterna av avyttrad verksamhet

Under augusti 2019 meddelade Umida att produktionsutrustningen från Götene Vin & Spritfabrik har avyttrats till ett värde om 10,5 MSEK med en resultateffekt om 3,1 MSEK. I början av september 2019 kommunicerades dessutom att Umida förhandlar med potentiella köpare av fastigheten i Götene och att Bolaget har en ambition om att sälja fastigheten under hösten 2019. Fastigheten värderades till ca 23 MSEK i april 2018 och det bokförda värdet per 30 september 2019 uppgick till ca 20 MSEK. Sammantaget estimerar Analyst Group en total resultateffekt om ca 8 MSEK för den avyttrade produktutrustningen samt fastigheten i Götene, där fastigheten förväntas säljas under 2019. Sammantaget estimerar Analyst Group i ett Base scenario att resultateffekten från avyttringar kommer uppgå till 8,5 MSEK under 2019, där 3,1 MSEK är hänförligt till den genomförda produktionsutrustningsavyttrandet samt 5 MSEK för det förväntade kommande fastighetsavyttrandet under 2019.

# FINANSIELL PROGNOSE

## Fokus på vinstdrivande produktportfölj

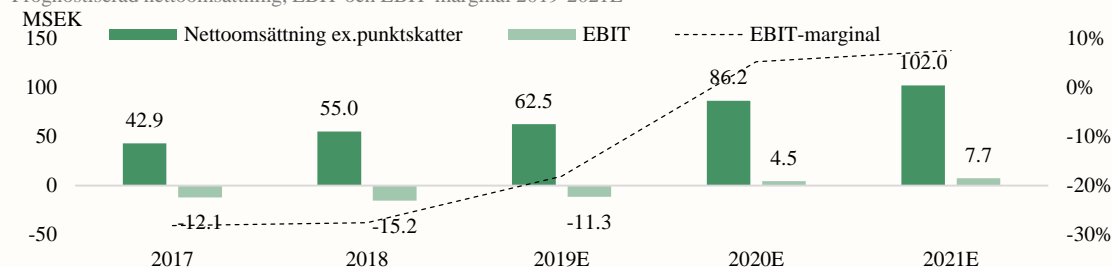
En annan viktig del i Umidas kostnadsbesparingsprogram är att uppnå en fördelaktig produktmix. Umida saluför olika typer av alkoholhaltiga drycker, där produkter såsom whisky har lägre bruttomarginaler än t.ex. gin. Umida har kommunicerat att ett fokusområde är att sälja eller avveckla de produkter som inte genererar tillräcklig volym eller bruttomarginal, Analyst Group förväntar sig därför att Umida kommer ha en mer koncentrerad produktportfölj, innehållandes mer vinstdrivande produkter. Givet Bolagets historiska produktutbud borde ett sådant omställningsarbete öka bruttomarginalerna som helhet, Bolaget producerar dock fortfarande olika produkter med relativt låga volymer vilket gör att förbättringsutrymmet fortfarande är begränsat och någon markant förbättring av bruttomarginalerna antas därför inte. Sammantaget estimeras därför COGS att uppgå till 40,7 MSEK år 2019, 57,5 MSEK år 2020 samt 68,0 MSEK år 2021.

## Produktlanseringar och marknadsföring förväntas vara primära kostnadsdrivare

Kostnadsdrivarna de kommande två åren, utöver personal, förväntas vara hänförliga till insatser kopplade till produktlanseringar och marknadsföring samt kostnader kopplade till lanseringar på nya geografiska marknader. Kostnader kopplade till detta, bokfört som övriga rörelsekostnader, förväntas som helhet öka framgent, även om det går att argumentera för att en del kostnader kopplade till initierade försäljningssamarbeten och produktlanseringar utomlands kan anses vara av engångskaraktär. Sammantaget estimeras övriga externa kostnader till 15,7 MSEK år 2019, 14,5 MSEK år 2020 samt 16,0 MSEK år 2021.

### Umida förväntas ha positiv EBIT-marginal under 2020.

Prognostiserad nettoomsättning, EBIT och EBIT-marginal 2019-2021E



Källa: Rapporter och Analyst Groups prognoser

Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	66.1	77.1	87.7	120.9	143.0
Punktskatter	-23.2	-22.1	-25.2	-34.7	-41.1
Nettoomsättning ex.punktskatter	42.9	55.0	62.5	86.2	102.0
Övriga rörelseintäkter	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3
<b>Totala intäkter</b>	<b>43.1</b>	<b>55.1</b>	<b>62.6</b>	<b>86.4</b>	<b>102.3</b>
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-21.5	-32.9	-40.7	-57.5	-68.0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>21.6</b>	<b>22.1</b>	<b>21.9</b>	<b>29.0</b>	<b>34.3</b>
Bruttoresultat (adj.)	50%	40%	35%	34%	34%
Övriga externa kostnader	-16.2	-17.2	-15.7	-14.5	-16.0
Personalkostnader	-10.2	-14.8	-13.8	-9.3	-9.9
Övriga rörelsekostnader	-1.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
<b>EBITDA</b>	<b>-6.0</b>	<b>-10.1</b>	<b>-7.7</b>	<b>5.0</b>	<b>8.2</b>
EBITDA-marginal	-14%	-18%	-12%	6%	8%
Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar	-6.2	-5.1	-3.6	-0.5	-0.6
<b>EBIT</b>	<b>-12.1</b>	<b>-15.2</b>	<b>-11.3</b>	<b>4.5</b>	<b>7.7</b>
EBIT-marginal	-28%	-28%	-18%	5%	7%
Ränteintäkter och liknande resultatposter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Räntekostnader och liknande resultatposter	-0.6	-1.8	-2.9	-1.1	-1.1
<b>EBT</b>	<b>-12.7</b>	<b>-16.9</b>	<b>-14.2</b>	<b>3.4</b>	<b>6.5</b>
Skatt	0.5	0.7	-0.1	-0.2	-0.3
Uppskjuten skatt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-12.2</b>	<b>-16.3</b>	<b>-14.3</b>	<b>3.2</b>	<b>6.2</b>
Nettomarginal	-28%	-30%	-23%	4%	6%
Avvecklad verksamhet					
Periodens resultat från avvecklad verksamhet	0	0	8.1 <sup>1</sup>	0	0
<b>Årets resultat</b>	<b>-12.2</b>	<b>-16.3</b>	<b>-6.2</b>	<b>3.2</b>	<b>6.2</b>
Nettomarginal	-28%	-30%	-10%	4%	6%

<sup>1</sup>Nettoresultat om 3,1 MSEK för försäljningen av produktutrustningen samt 5 MSEK för den potentiella försäljningen av fastigheten i Götene.

# VÄRDERING

Umida är en ledande aktör på den svenska marknaden inom försäljning och framtagande av vin, sprit samt andra alkoholhaltiga drycker och värderas genom en relativvärdering på en noterad jämförelsegrupp. Umida är verksamma på en konkurrensutsatt marknad, där dotterbolaget Umida Partners anses vara mest konkurrensutsatt med flertalet direkta konkurrenter. Brands For Fans affärsmodell är unik i branschen, dotterbolaget har starka referensuppdrag och syftar till att arbeta nära kända artister och band, samtidigt som några direkta konkurrenter inte finns.

## Noterade bolag

En gynnsam och fördelaktig produktportfölj i kombination med stark innovationsförmåga och flexibel organisation är en stor del av investeringsidén med Umida, varför en värdering baserat på försäljningen anses vara motiverad. Bolaget har en historia av svag lönsamhet, varför Bolaget under sitt nuvarande omställningsprogram och förändringsarbete valt att fokusera på lönsamhet före omsättningstillväxt. Analyst Group menar dock att Umida verkar på en marknad som kräver höga volymer för att nå framgång, Bolaget har dessutom själva kommunicerat finansiella mål baserade på omsättning, vilket motiverar vald värderingsmetod.

## Ett antal noterade dryckesbolag

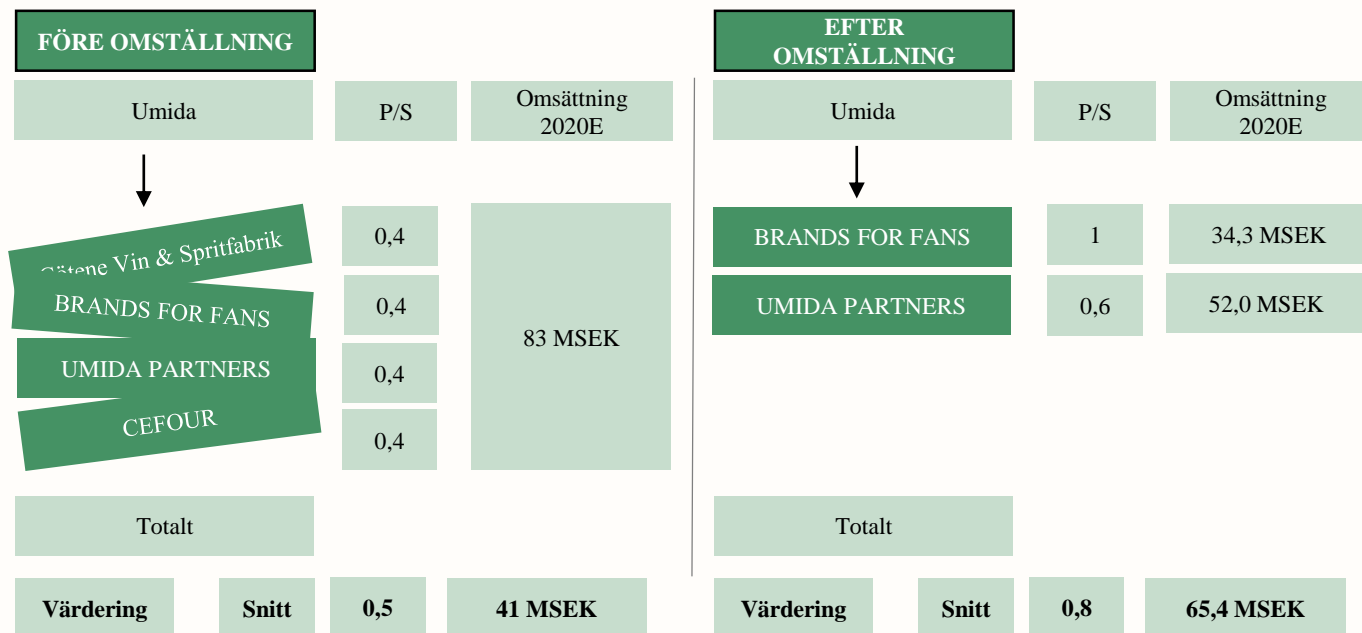
Jämförbara dryckesbolag i den noterade miljön, som Umida verkar inom, handlas idag till en värdering omkring P/S 1,9. I denna jämförelsegrupp är Umida bland de mindre bolagen och med en relativt andel mindre egna produkter, vilket gör att en rabatt anses motiverad då hög volym av egna produkter anses gynnsammare. I Sverige och Norden finns ett antal noterade bolag, som visas i tabellen nedan, med likheter avseende affärsmodell, produkter och kunder. Företagen har dock en högre omsättning med större produktutbud och börsvärde än Umida, samtidigt som flertalet går med vinst.

Noterade företag	P/S	P/E	Oms/Aktie	Börsvärde
Altia	0,8	16,7	10,2	288 MEUR
Olvi	2,1	21,2	19,4	853 MEUR
Carlsberg B	2,3	25,2	423,4	146 MDDDK
Royal Unibrew	4,0	27,4	148,6	29 MDDDK
Arcus	0,8	17,1	40,4	2,3 MDNOK
Kopparbergs	1,8	16,4	95,9	3,5 MDSEK
Mackmyra	1,4	-6,8	5,7	162 MSEK
<b>Medel</b>	<b>1,9</b>	<b>16,7</b>	<b>106,2</b>	

# VÄRDERING

## Omställningsarbetet medför att investerare lättare kan värdera Umida.

Koncernstruktur och värdering före och efter omställningsarbetet



Källa: Analyst Groups prognos, Bolagsrapporter

Störst potential för Umida ligger som nämnt tidigare i Brands For Fans vilka har en unik affärsmodell med starka referenssamarbeten. Dotterbolaget lanserar produkter tillsammans med kända varumärken och ska inte alls jämföras med traditionella importörer eller ”kändisviner”, i och med att Brands For Fans noga väljer ut band eller artister med en stark och lojal *fan base*. Produkterna skapas i samarbete med banden/artisterna för att dels få artisterna själva involverade i processen och säkerställa kvalitet, och dels för att skapa ett äkta genuint samarbete i form av ambassadörsskap för att långsiktigt kunna marknadsföra produkterna. Exempelvis så marknadsförs whiskyn som togs fram tillsammans med Motörhead fortfarande i bandets olika marknadsföringskanaler. Det ger en helt annan genomslagskraft, genuinitet och kostnadseffektivitet vilket motiverar en premiumvärdering av den långsiktiga intjäningen.

### Olika multiplar för olika affärsområdena

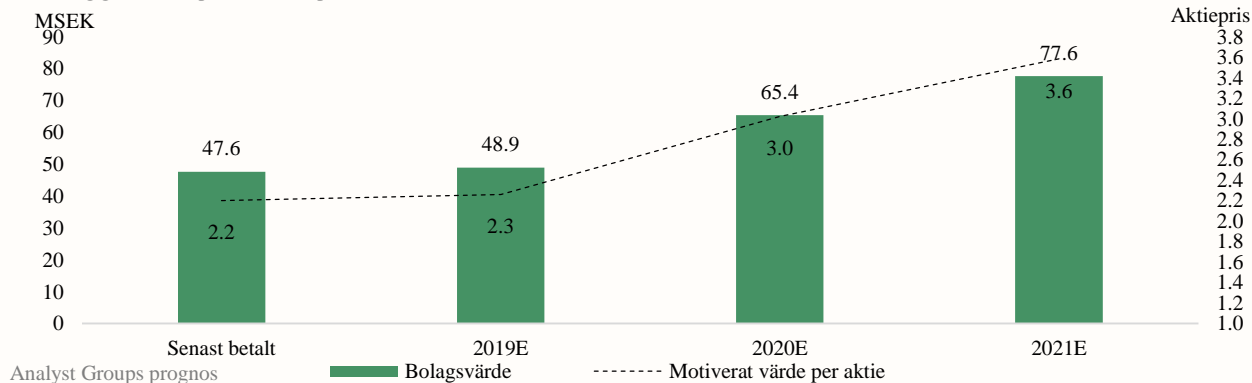
Givet en målmultipl om P/S 1 på 2020 års estimerade försäljning om ca 34 MSEK för Brands For Fans och en målmultipl om P/S 0,6 för Umida Partners, ger det ett motiverat pris per aktie om 3,0 kr i ett Base scenario.

**3,0 KR**

**PER AKTIE  
(BASE) PÅ 2020  
ÅRS PROGNOSES**

### Följande är en illustration av potentiell uppvärdering för perioden 2019-2021.

Värdering givet tillämpad P/S-multipl



# BULL & BEAR

Ett genomfört omstruktureringsprogram med minskade personalkostnader, strömlinjeformad organisation och en fortsatt hög innovationsförmåga är viktigt för att Umida ska kunna utveckla och bibehålla sin position på marknaden, vilket gäller samtliga scenarion (Base, Bull och Bear). Kostnadsmassan antas vara relativt konstant oberoende av scenario, då majoriteten av Bolagets kostnads massa utgörs av kostnader kopplade till försäljning och marknadsföring framgent.

Vid olika värderingsscenario är istället frågan om en premiumvärdering för de två dotterbolagen är motiverad, särskilt beträffande Brands For Fans. Vidare är frågan om Brands For Fans lyckas kapitalisera och nå tillräcklig försäljningsvolym de kommande åren, där Motörhead och Scorpions produktportfölj står i fokus, för att motivera en annan värdering än i ett Base scenario. En tillräcklig försäljningsvolym för dotterbolagen och Bolaget som helhet de kommande åren innefattar också att försäljningen på exportmarknaderna börjar ta fart, framförallt i Kanada, Storbritannien och Tyskland samt andra delar i Europa.

## Bull scenario

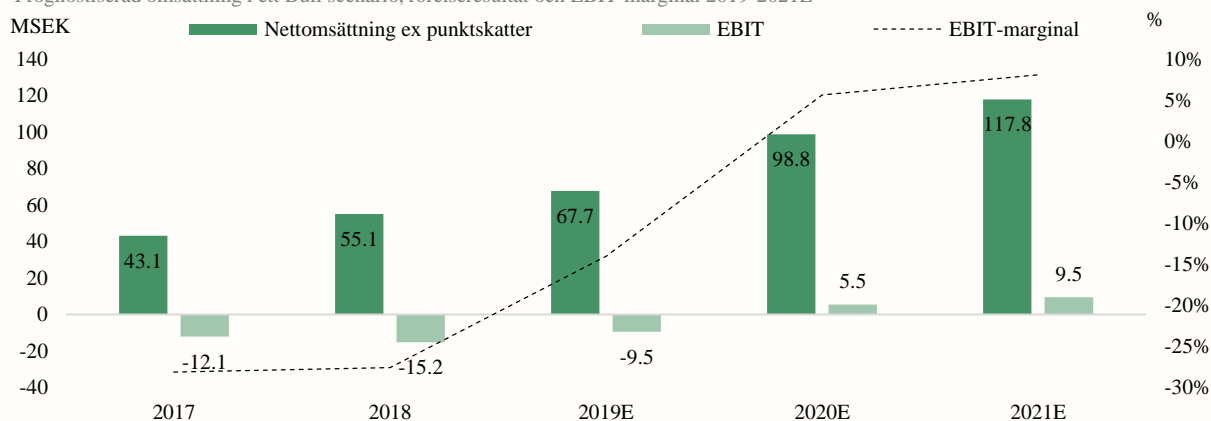
Bull scenario	Bull scenario	Bull scenario
Licensavtal med nya partners genomförs	Nya unika samarbeten ger ökad uppmärksamhet	Premiumvärdering motiveras

I ett Bull scenario antas Umidas lansering på exportmarknaderna bli mycket lyckad, vilket innebär att licensavtal med distributörer som gör att Umidas produkter finns tillgängliga samt nya avtal och samarbeten med band eller artister. Gällande exportmarknaderna är då USA en specifikt viktig marknad för att bevisa affärsmodellen, då det idag kan råda en viss osäkerhet om hur bandens egna musikförlag förhåller sig till dessa potentiella exportavtal. Den amerikanska marknaden är således viktig för att stärka Brands Of Fans premiumvärdering, där marknadsposition snarare än volymaffär är viktigt. Umida kommunicerade under maj 2019 att Bolaget inlett ett samarbete med Marussia Beverages UK gällande Motörhead-portföljen och i ett Bull scenario förväntas detta samt marknaden i Kanada ge en betydande volym då dessa är omsättningsmässigt viktiga affärer. En försäljning för Brands For Fans om 31,6 MSEK år 2019, 41,0 MSEK år 2020 samt 53,3 MSEK år 2021 estimeras med en P/S värdering om 1,1. Dotterbolaget Umida Partners förväntas omsätta ca 35,9 MSEK år 2019, 57,4 MSEK år 2020 samt 64,1 år 2021 med en P/S värdering om 0,8. Sammantaget estimeras en omsättning om ca 67,5 MSEK år 2019, 98,5 MSEK år 2020 samt 117,4 MSEK år 2021. Baserat på gjorda prognoser och en multipelvärdering, härleds ett potentiellt värde per aktie om 3,9 kr i ett Bull scenario.

**3,9 KR**  
PER AKTIE  
(BULL) PÅ 2020  
ÅRS PROGNOSE

## I ett Bull scenario växer Umida i en högre takt med successivt starkare marginaler.

Prognostiserad omsättning i ett Bull scenario, rörelseresultat och EBIT-marginal 2019-2021E



Källa: Rapporter samt Analyst Groups prognos

# BULL & BEAR

## Bear scenario

I ett Bear scenario antas lanseringen på exportmarknaderna som helhet bli mindre lyckad, primärt drivet av svårigheten att sluta attraktiva avtal, högre konkurrens samt hitta relevanta och bra samarbeten med band eller artister. Analyst Group estimerar därför att bl.a. satsningen i USA blir mindre lyckad samt att nå kritisk volym på globala marknaderna i Tyskland och Storbritannien blir något under förväntan. Försäljningen för dotterbolaget Brands For Fans når inte heller en tillräckligt skalbar försäljning. År 2020 estimeras en totalförsäljning om 77,7 MSEK, primärt drivet av försäljning inom dotterbolaget Umida Partners. Umida Partners estimeras att öka omsättningen, då Umida Partners andel av totalomsättningen blir högre då Bolaget väljer att prioritera detta affärsområde för att kunna öka omsättningen.

En stor del av Brands For Fans omsättningsantaganden bygger på lyckade produktlanseringar, där exportmarknaderna och den amerikanska marknaden är avgörande för att nå framgång samt erhålla nya spännande samarbeten med andra artister och band framgent. Om detta inte uppnås, kan heller inte Bolagets premiumvärdering motiveras. Kostnaderna, speciellt hänförliga till marknadsföring och försäljning på exportmarknaderna USA, UK, Kanada och Tyskland, kan komma att öka då Bolaget antas vilja bevisa sig på exportmarknaderna. Premiumvärderingen revideras ner till P/S 0,5 för Brands For Fans och P/S 0,3 för Umida Partners.

Bear scenario	Bear scenario	Bear scenario
Längre försäljningscykler för Brands For Fans	Lyckas inte nå rätt distributörer utomlands	Värderingsmultipeln revideras ner

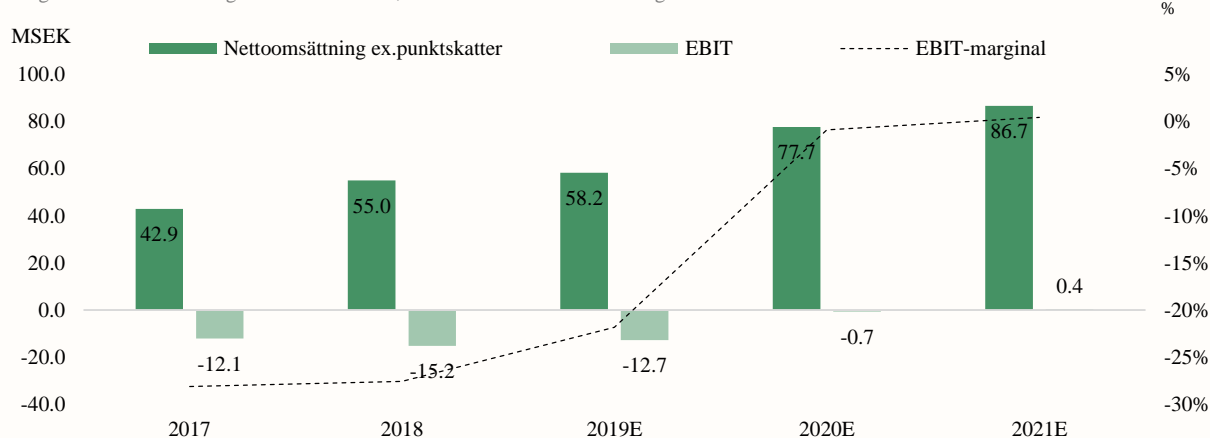
## Värderingsmultipeln revideras ner

I ett Bear scenario antas lanseringen i USA, Kanada och UK bli mindre lyckad, där Umidas produkter inte riktigt får genomslagskraft och tillväxten i antalet nya samarbeten med band och artister uteblir. Dotterbolaget Umida Partners estimeras omsätta ca 32,7 MSEK år 2019, 48,3 MSEK år 2020 samt 51,4 MSEK år 2021. Sammantaget estimeras en nettoomsättning om ca 58,2 MSEK år 2019, 77,7 MSEK år 2020 och 86,7 MSEK år 2021. Baserat på gjorda prognoser och en multipelvärdning, härleds ett potentiellt värde per aktie om 1,3 kr i ett Bear scenario.

**1,3 KR**  
PER AKTIE  
(BEAR) PÅ 2020  
ÅRS PROGNOSE

## I ett Bear scenario estimeras fortfarande Umida kunna växa, men kämpar med lönsamheten.

Prognostiserad omsättning i ett Bear scenario, rörelseresultat och EBIT-marginal 2019-2021E



Källa: Rapporter samt Analyst Groups prognos



# VD-INTERVJU, MATS JÄMTERUD



**Nettoomsättningen exklusive punktskatter ökade med 31% jämfört med sammaperiod föregående år. Skulle du kunna berätta lite om bakgrunden till denna kraftiga ökning?**

*Vi har som bekant ett väldigt fokus på tillväxt och har i år ett bredare Motörheaderbudande där framförallt vår rom, som lanserades i december 2018, säljer väldigt bra samt att en del av vår glöggförsäljning kom tidigare i år jämfört med föregående år.*

**Brands For Fans-portföljen växte med hela 112% jämfört med samma period föregående år. Hur kommer det sig att ni lyckas växa den portföljen så mycket under kvartalet?**

*Under året har vi ökat vårt fokus på strategiskt viktiga produkter med exportpotential och även lanserat nya produkter där framförallt vår bredare Motörheadportfölj börjat få fäste. Under just kvartal tre är den främsta faktorn i den försäljningsökning vi nu ser jämfört med föregående år.*

**Brands For Fans står nu för 48% av bolagets totala omsättning. Kan investerare förvänta sig att detta är en rimlig andel av totalomsättning eller hur ser ni på att Brands For Fans står för en sådan stor andel av er totala omsättning?**

*Vi har än så länge bara skrapat på ytan gällande potentialen i Brands For Fans så jag förväntar mig en fortsatt mycket stark försäljningsstillväxt framöver med flera nya samarbeten i pipeline och när våra exportmarknader börjar generera substantiella volymer kommer Brands For Fans andel av den totala portföljen att öka ytterligare. Därmed inte sagt att vårt övriga sortiment inte skall växa. Vi har fokus på tillväxt även här och förutom organisk tillväxt adderar vi nu några större offertvinster på Systembolaget till den del av vår affär som ligger utanför Brands For Fans.*

**Under Q3 19 har ni vunnit en upphandling inom rom på finska alkoholmonopolet ALKO. Efter kvartalet vann ni även en upphandling för det alkoholfriavinet Le Petit Berét. Hur viktigt är den finska marknaden för er och är det ett prioriterat område?**

*Den finska marknaden är viktig för oss och vi kommer fortsätta att framförallt arbeta med att de offertförfrågningar som Alko ställer ut löpande där vi har en stor potential att introducera nya produkter på ett kostnadseffektivt sätt. Utöver detta arbetar vi nära vår lokala partner med att utveckla de varumärken som vi lyckats etablera på den finska marknaden, både hos Alko såväl som i dagligvaruhandeln som till skillnad från i Sverige tillåter produkter med något högre alkoholhalt än här hemma.*

**Under kvartalet uppgick er bruttomarginal till 40%, motsvarande en ökning om 3% jämfört med samma period föregående år. En av anledningarna är förändrad produktmix och att prioritera de strategiskt viktigaste produkterna. Skulle du kunna utveckla vad det innebär och hur det skiljer sig från förr?**

*Vi har en ganska stor variation gällande bruttomarginalen per produkt i vårt sortiment och vi arbetar hårt med att öka marginalen på de produkter som inte tidigare haft en tillfredställande bruttomarginal och börjar nu se effekterna av detta. Detta har skett bl a genom förbättrade och konsoliderade inköpsprocesser som sänker våra materialkostnader men också genom omförhandlingar med våra samarbetspartners där vi betalar royalty. Vårt långsiktiga mål är att hålla en bruttomarginal på minst 40% men med det sagt så kommer det förekomma variationer både upp och ner beroende på aktuell produktmix som i viss mån även är säsongsstyrd. Över tid och i takt med en ökad försäljningsvolym bedömer jag dock att variationen kommer bli mindre och mindre.*

**Enligt er kommunicerade plan så har ni under kvartalet upphandlat ett antal nya strategiska produktionspartners samt avyttrat hela er produktionsutrustning. Skulle du kunna ge oss en kortfattad uppdatering kring när ni helt kommer över till tredjepartsproduktionen och även kommentera varför ni valt att fortsätta egen produktion lite längre än planerat?**

*Vi övergår helt till tredjepartsproduktion fr o m årsskiftet. Givet att det är en stor och komplicerad logistikoperation att demontera, frakta och återmontera fyra stycken produktionslinor hos NO 1 i Vänersborg så har vi valt att producera upp en hel del volym av våra mest säljande produkter för att säkerställa att vi kan leverera till våra kunder även om det skulle uppstå inkörningsproblem eller förseningar.*

# LEDNING & STYRELSE



## Johan Sjökvist, Styrelseordförande

Johan Sjökvist är född 1971 och är idag konsult inom marknadsföring och medieval och har över 20 års erfarenhet från reklam, media och varumärkesbyggande. Johan driver idag reklambyrå Spin The Bottle AB och är även verksam som styrelseledamot i ett antal privatägda företag utöver i Umida. Johan har tidigare varit VD för mediebyrå Starcom i Sverige, strategichef på reklambyrå Lowe Brindfors samt management på McKinsey & Co.

**Aktieinnehav i Umida: 101 400 privat och i bolag.**



## Mats Jämterud, tf VD och styrelseledamot

Mats Jämterud är född 1967 och är tf VD för Umida. Mats har över 20 års erfarenhet av konceptutveckling, försäljning och strategisk marknadsföring både i Sverige och internationellt för varumärken som ABSOLUT, Disney, Coca-Cola, Electrolux och Ericsson. Tidigare ägare och VD på två större kommunikationskonsultbyråer samt medgrundare till Arlandastad Holding.

**Aktieinnehav i Umida: 535 734 privat och i bolag.**



## Patrik Gustavsson, Styrelseledamot

Patrik Gustavsson är född 1967 och är en av grundarna till Vinfabriken Sverige AB. Patrik har erfarenhet från ledande befattningar inom finansbranschen såsom Swedbank, Kaupthing, HQ och Case Asset Management. Utöver sitt uppdrag i Umida är Patrik också styrelseledamot i Safe at Sea AB och BF Affärsnätverk AB.

**Aktieinnehav i Umida: 193 995 privat och 50 000 via bolag.**



## Sami Asani, styrelseledamot

Sami Asani är född 1972 och är en av grundarna till Vinfabriken Sverige AB. Sami har en lång karriär som inköps-, och logistikchef samt divisionschef för flera stor internationella bolag bakom sig. I de flesta av dessa bolag har han även varit medlem i ledningsgruppen och han har bl.a. varit ansvarig för nedläggningen av flera fabriker innan han sajlade om till att bli entreprenör för 10 år sedan där han idag driver ett fastighetsbolag samt bolag inom food service.

**Aktieinnehav i Umida: 250 000 privat och 1 350 000 via bolag.**



## Kenneth Arnström, styrelseledamot

Kenneth Arnström är född 1968 och arbetar idag med att driva förändringsarbete i en internationell organisation. Kenneth har erfarenhet från ledande och internationella befattningar i företag såsom FMCGG, Carlsberg, Diageo och Swedish Match. Utöver sitt uppdrag i Umida är Kenneth också styrelseledamot i Abelco Investment Group AB, Svensk företagsförmedling AB, Wespons AB och Kebnekaize AB.

**Aktieinnehav i Umida: 35 240.**



## Sari H Wilholm, styrelseledamot

Sari H Wilholm är född 1966 och är en av grundarna av Brands For Fans. Sari har alltid haft ett passionerat förhållande till musik, dryck och populärkultur. Hon är född projektledare med en stark kreativ förmåga. I tidigare anställningar, som främst varit inom dryckesbranschen, har hon varit ansvarig för digitala strategier och driver privat ett nätverk för starka kreativa kvinnor i Stockholm, Queens of Stockholm.

**Aktieinnehav i Umida: 154 159.**

# LEDNING & STYRELSE

---

## Filip Lundkvist, Head of Sales and Marketing



Filip Lundkvist är född 1986 och är ansvarig för försäljning och marknadsföring för Umida. Filip har gedigen internationell erfarenhet inom FMCG. Efter 6 års ekonomistudier i Uppsala, Frankrike och Kina arbetade Filip flera år hos L'Oréal med roller som management trainee, produktchef och key account manager. Filip har även haft ledande nordiska roller inom försäljning och marknadsföring hos det börsnoterade australienska vinföretaget Treasury Wine Estate.

**Aktieinnehav i Umida: 70 000**

## Johan Wikrén, Affärsområdeschef UMIDA Partners

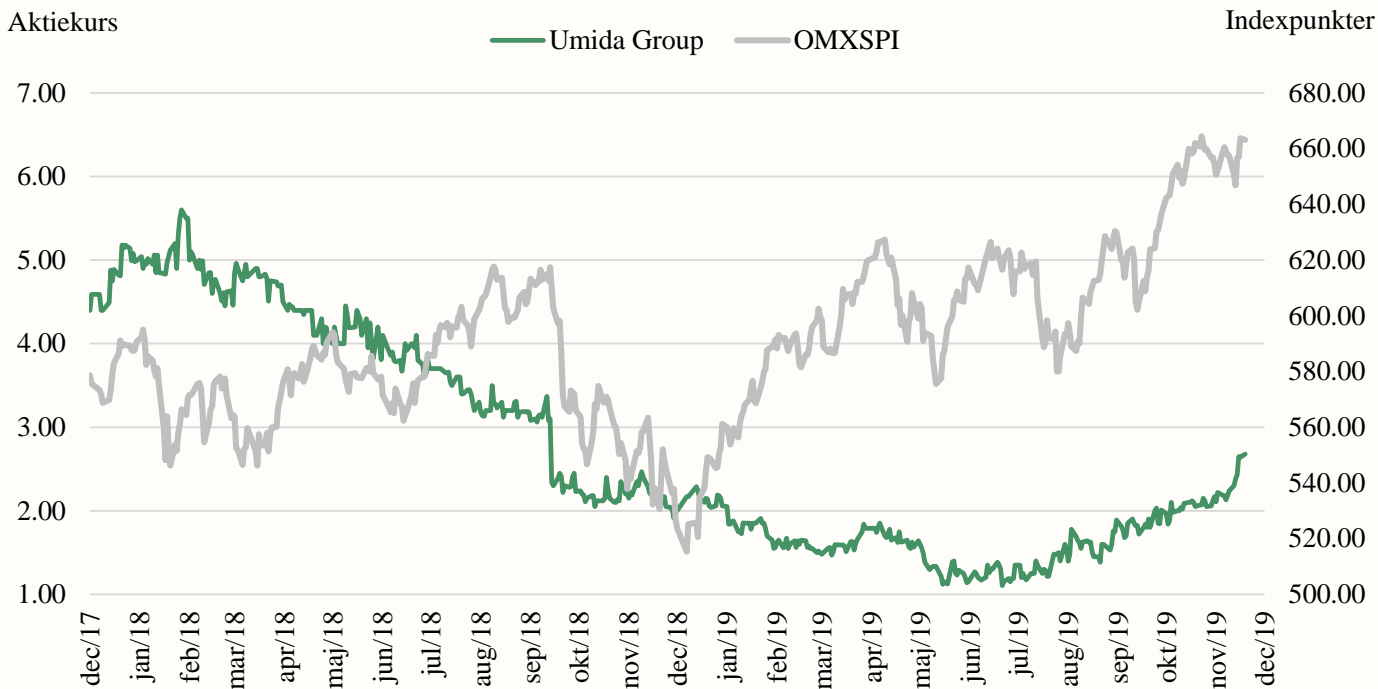


Johan Wikrén är född 1968 och är anställd som business manager för Umida Partners AB. Johan ansvarar för att bygga upp verksamheten inom vinimport och vinförsäljning inom affärsområdet Umida Partners, tidigare Vinfabriken Sverige AB. Johan Wikrén har mer än 25 års erfarenhet från vin- och spritbranschen och har arbetat på vinimportföretag som Pernod Ricard, Philipson & Söderberg, Altia Corporation och Solera Sweden.

**Aktieinnehav i Umida: 0**

## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



tSEK	2016	2017	2018
Nettoomsättning	81,8	66,1	77,1
Punktskatter	-16,0	-23,2	-22,1
Nettoomsättning ex. punktskatter	65,8	42,9	55,0
Övriga rörelseintäkter	7,7	0,2	0,1
<b>Totala intäkter</b>	<b>73,5</b>	<b>43,1</b>	<b>55,1</b>
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-49,0	-21,5	-32,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>24,6</b>	<b>21,6</b>	<b>22,1</b>
Bruttomarginal (adj.)	33,4%	50,1%	40,2%
Övriga externa kostnader	-14,2	-16,2	-17,2
Personalkostnader	-10,2	-10,2	-14,8
Övriga rörelsekostnader	-0,6	-1,1	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>-10,1</b>
EBITDA-marginal	-0,7%	-13,8%	-18,3%
Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar	-6,0	-6,2	-5,1
<b>EBIT</b>	<b>-6,5</b>	<b>-12,1</b>	<b>-15,2</b>
EBIT-marginal	-8,8%	-28,1%	-27,6%
Ränteintäkter och liknande resultatposter	0,4	0,0	0,0
Räntekostnader och liknande resultatposter	-0,7	-0,6	-1,8
<b>EBT</b>	<b>-6,8</b>	<b>-12,7</b>	<b>-16,9</b>
Skatt	-0,4	0,5	0,7
Uppskjuten skatt	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-7,2</b>	<b>-12,2</b>	<b>-16,3</b>
Nettomarginal	-10%	-28%	-30%

## APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	66.1	77.1	87.7	120.9	143.0
Punktskatter	-23.2	-22.1	-25.2	-34.7	-41.1
Nettoomsättning ex.punktskatter	42.9	55.0	62.5	86.2	102.0
Övriga rörelseintäkter	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3
<b>Totala intäkter</b>	<b>43.1</b>	<b>55.1</b>	<b>62.6</b>	<b>86.4</b>	<b>102.3</b>
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-21.5	-32.9	-40.7	-57.5	-68.0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>21.6</b>	<b>22.1</b>	<b>21.9</b>	<b>29.0</b>	<b>34.3</b>
<i>Bruttoresultat (adj.)</i>	50%	40%	35%	34%	34%
Övriga externa kostnader	-16.2	-17.2	-15.7	-14.5	-16.0
Personalkostnader	-10.2	-14.8	-13.8	-9.3	-9.9
Övriga rörelsekostnader	-1.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
<b>EBITDA</b>	<b>-6.0</b>	<b>-10.1</b>	<b>-7.7</b>	<b>5.0</b>	<b>8.2</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	-14%	-18%	-12%	6%	8%
Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar	-6.2	-5.1	-3.6	-0.5	-0.6
<b>EBIT</b>	<b>-12.1</b>	<b>-15.2</b>	<b>-11.3</b>	<b>4.5</b>	<b>7.7</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-28%	-28%	-18%	5%	7%
Ränteintäkter och liknande resultatposter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Räntekostnader och liknande resultatposter	-0.6	-1.8	-2.9	-1.1	-1.1
<b>EBT</b>	<b>-12.7</b>	<b>-16.9</b>	<b>-14.2</b>	<b>3.4</b>	<b>6.5</b>
Skatt	0.5	0.7	-0.1	-0.2	-0.3
Uppskjuten skatt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-12.2</b>	<b>-16.3</b>	<b>-14.3</b>	<b>3.2</b>	<b>6.2</b>
<i>Nettomarginal</i>	-28%	-30%	-23%	4%	6%
<i>Avvecklad verksamhet</i>					
Periodens resultat från avvecklad verksamhet	0	0	8.1	0	0
<b>Årets resultat</b>	<b>-12.2</b>	<b>-16.3</b>	<b>-6.2</b>	<b>3.2</b>	<b>6.2</b>
<i>Nettomarginal</i>	-28%	-30%	-10%	4%	6%

Base scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/S	1.3	1.0	0.9	0.7	0.6
EV/S	1.7	1.3	1.1	0.8	0.7
EV/EBITDA	-12.0	-7.1	-9.2	14.3	8.7

Bull scenario (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	66.1	77.1	94.6	138.1	164.7
Punktskatter	-23.2	-22.1	-27.2	-39.7	-47.3
Nettoomsättning ex.punktskatter	42.9	55.0	67.5	98.5	117.4
Övriga rörelseintäkter	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
<b>Totala intäkter</b>	<b>43.1</b>	<b>55.1</b>	<b>67.7</b>	<b>98.8</b>	<b>117.8</b>
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-21.5	-32.9	-42.6	-65.2	-77.8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>21.6</b>	<b>22.1</b>	<b>25.0</b>	<b>33.6</b>	<b>40.1</b>
<i>Bruttoresultat (adj.)</i>	50%	40%	37%	34%	34%
Övriga externa kostnader	-16.2	-17.2	-16.9	-18.1	-19.9
Personalkostnader	-10.2	-14.8	-13.8	-9.3	-9.9
Övriga rörelsekostnader	-1.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
<b>EBITDA</b>	<b>-6.0</b>	<b>-10.1</b>	<b>-5.9</b>	<b>6.0</b>	<b>10.0</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	-14%	-18%	-9%	6%	9%
Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar	-6.2	-5.1	-3.6	-0.5	-0.6
<b>EBIT</b>	<b>-12.1</b>	<b>-15.2</b>	<b>-9.5</b>	<b>5.5</b>	<b>9.5</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-28%	-28%	-14%	6%	8%
Ränteintäkter och liknande resultatposter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Räntekostnader och liknande resultatposter	-0.6	-1.8	-2.9	-1.1	-1.1
<b>EBT</b>	<b>-12.7</b>	<b>-16.9</b>	<b>-12.3</b>	<b>4.4</b>	<b>8.3</b>
Skatt	0.5	0.7	-0.2	-0.3	-0.4
Uppskjuten skatt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-12.2</b>	<b>-16.3</b>	<b>-12.5</b>	<b>4.1</b>	<b>7.9</b>
<i>Nettomarginal</i>	-28%	-30%	-19%	4%	7%
<i>Avvecklad verksamhet</i>					
Periodens resultat från avvecklad verksamhet	0	0	8.1	0	0
<b>Årets resultat</b>	<b>-12.2</b>	<b>-16.3</b>	<b>-4.4</b>	<b>4.1</b>	<b>7.9</b>
<i>Nettomarginal</i>	-28%	-30%	-7%	4%	7%

## APPENDIX

Bull scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/S	1.3	1.0	0.8	0.6	0.5
EV/S	1.7	1.3	1.1	0.7	0.6
EV/EBITDA	-12.0	-7.1	-12.2	11.8	7.1
Bear scenario (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	66.1	77.1	81.7	109.0	121.6
Punktskatter	-23.2	-22.1	23.4	31.3	34.9
Nettoomsättning ex.punktskatter	42.9	55.0	58.2	77.7	86.7
Övriga rörelseintäkter	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3
<b>Totala intäkter</b>	<b>43.1</b>	<b>55.1</b>	<b>58.3</b>	<b>77.9</b>	<b>87.0</b>
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-21.5	-32.9	-37.9	-52.2	-58.3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>21.6</b>	<b>22.1</b>	<b>20.4</b>	<b>25.7</b>	<b>28.7</b>
<i>Bruttoresultat (adj.)</i>	<i>50%</i>	<i>40%</i>	<i>35%</i>	<i>33%</i>	<i>33%</i>
Övriga externa kostnader	-16.2	-17.2	-15.7	-16.1	-17.7
Personalkostnader	-10.2	-14.8	-13.8	-9.6	-9.9
Övriga rörelsekostnader	-1.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.2
<b>EBITDA</b>	<b>-6.0</b>	<b>-10.1</b>	<b>-9.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.9</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-14%</i>	<i>-18%</i>	<i>-16%</i>	<i>0%</i>	<i>1%</i>
Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar	-6.2	-5.1	-3.6	-0.5	-0.6
<b>EBIT</b>	<b>-12.1</b>	<b>-15.2</b>	<b>-12.7</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.4</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-28%</i>	<i>-28%</i>	<i>-22%</i>	<i>-1%</i>	<i>0%</i>
Ränteintäkter och liknande resultatposter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Räntekostnader och liknande resultatposter	-0.6	-1.8	-2.9	-1.1	-1.1
<b>EBT</b>	<b>-12.7</b>	<b>-16.9</b>	<b>-15.6</b>	<b>-1.8</b>	<b>-0.8</b>
Skatt	0.5	0.7	-0.1	-0.2	-0.3
Uppskjuten skatt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-12.2</b>	<b>-16.3</b>	<b>-15.7</b>	<b>-2.0</b>	<b>-1.1</b>
<i>Nettomarginal</i>	<i>-28%</i>	<i>-30%</i>	<i>-27%</i>	<i>-3%</i>	<i>-1%</i>
<i>Avvecklad verksamhet</i>					
Periodens resultat från avvecklad verksamhet	0	0	8.1	0	0
<b>Årets resultat, avvecklad verksamhet</b>	<b>-12.2</b>	<b>-16.3</b>	<b>-7.6</b>	<b>-2.0</b>	<b>-1.1</b>
<i>Nettomarginal</i>	<i>-28%</i>	<i>-30%</i>	<i>-13%</i>	<i>-3%</i>	<i>-1%</i>
Bear scenario, nyckeltal	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/S	1.3	1.0	0.8	0.6	0.5
EV/S	1.7	1.3	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	-12.0	-7.1	-7.8	-381.4	75.6

# 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 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](http://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. Uppdragsgivare **Umida Group 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)