



JETPAK TOP HOLDING

STARK POSITION INOM VÄXANDE SEGMENT GER GODA
TILLVÄXTUTSIKTER

2020-01-20

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
LUDWIG NILENSTRAND

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

Jetpak Top Holding (publ) ("Jetpak" eller "Bolaget") är ett svenskt logistikföretag som specialiserar sig inom segmentet tidskritisk logistik. Bolaget erbjuder två tjänster: *Express Ad-hoc* och *Express Systemized* för spontant transportbehov respektive skräddarsydd logistik. Bolaget erbjuder både långdistansleveranser och dörr-till-dörr till sina kunder som primärt består av företag (B2B). I dagsläget är Jetpak verksamma i Storbritannien, Norden och Belgien, där Norden utgör 94 % av Jetpaks totala intäkter. Bolaget noterades på Nasdaq First North Growth Market under December 2018.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7-8
Finansiell prognos	9-11
Värdering	12
Bull & Bear	13-14
Ledning & styrelse	15-16
Appendix	17-18
Disclaimer	19



Värde drivare

Jetpak verkar framför allt i en nischad marknad med få aktörer och har befintliga kundavtal på plats som genererar intäkter. Marknaden som Jetpak agerar på estimeras uppleva en tillväxt genom en underliggande trend och är präglad av närvaro av större aktörer vilket gör det rimligt att se Bolaget som en potentiell uppköpskandidat.



Historisk Lönsamhet

Jetpak har historiskt varit ett lönsamt bolag sedan 2016 samtidigt som Bolaget upplevt en trend mot högre lönsamhet genom expanderande marginal och en bättre tjänstemix. Bolaget anses dock av Analyst Group ha en rätt låg *pricing power*, med tanke på Bolagets låga marginaler gällande EBIT och EBITDA på grund av låga inträdesbarriärer.

1



Riskprofil

Den huvudsakliga risken i Jetpaks framtida intjäningsförmåga är låga inträdesbarriärer och en marknad med hög konkurrens. Jetpak agerar delvis i en undermarknad av en marknad som präglas av större aktörer som t.ex. PostNord, DHL och FedEx, vilka har starkare finanser och distributionsnät.



Ledning & Styrelse

Jetpak består av en ledning och styrelse med en lång erfarenhet från logistikbranschen. VD Kenneth Marx har flerårig erfarenhet från logistikbranschen och arbetade med Bolaget innan dess avknoppning från SAS under 2006. Styrelseordförande John Dueholm har tidigare haft olika ledande positioner inom logistik- och flygbranschen, senast inom SAS-koncernen.



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.

JETPAK TOP HOLDING (JETPAK)

STARK POSITION INOM VÄXANDE SEGMENT GER GODA TILLVÄXTUTSIKTER



Jetpak är verksamma i en nischad marknad som präglas av en högre lönsamhet än den generella logistikmarknaden. Bolagets marknad förväntas att växa med en tillväxttakt om 5 % inom Norden samt 4 % inom Europa under nästa år. Under slutet av 2018 kommunicerade Jetpak investeringar riktade mot att öka andelen av Bolagets försäljning av Ad-hoc, vilket är den mer lönsamma delen av sitt tjänsteerbjudande. Med bakgrund av att Bolaget har en ledande position inom sin marknad förväntas Jetpak att kunna växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 4,3 %, samt öka sina marginaler. Givet dessa antaganden samt en värderingsmultipel om EV/EBIT x7,5 motiveras i ett Base scenario ett pris per aktie om 74,8 kr.

▪ Jetpak förväntas kunna fortsätta kapitalisera på marknadens tillväxt

Jetpaks underliggande marknad väntas växa med 5 % under nästa år inom Norden, samtidigt som den europeiska marknaden förväntas växa med 4 % under samma period. Jetpaks underliggande marknad, till skillnad från den generella logistikmarknaden, präglas inte av lika stora konkurrenter, varför Bolaget förväntas kunna kapitalisera på den underliggande marknadstillväxten genom sin starka position inom segmentet för samma dag-leveranser.

▪ Fortsatta expansionsmöjligheter genom förvärv

I december 2018 förvärvade Bolaget deras nuvarande belgiska verksamhet, vilket visat sig vara ett lönsamt förvärv och utökade Jetpaks distributionsnätverk inom Europa. Under slutet av 2019 förvärvade Jetpak även det danska expresslogistik-företaget 3D Logistik A/S, vilket förväntas bidra med en omsättning om 140 MSEK under räkenskapsåret 2020. Givet Bolagets historik av förvärv samt en uttalad förvärvsstrategi om att etablera sig på marknader inom Europa förväntas Jetpak kunna växa genom ytterligare förvärv inom Europa.

▪ Bättre tjänstemix förbättrar marginaler

Under det senaste året har Jetpak fokuserat på att utöka försäljningen inom Ad-hoc, vilket är Jetpaks mer lönsamma tjänstesegment. Fokuseringen består av ökade investeringar i kampanjer som riktar sig mot sällanköpskunder samt nya kunders behov inom vård-, tillverknings-, och fordonsindustrin. Den utökade försäljningen inom Ad-hoc förväntas därför expandera Jetpaks marginaler framgent.

▪ Base scenario motiverar en aktiekurs om 74,8 kr

EV/EBIT för Bolaget har under LTM uppgått till x8,9, vilket kan jämföras med en sammanställd peer-grupps snittvärdering om x10,1 EV/EBIT. I relation till Bolagets peers har Jetpak högre marginaler, vilket är ett resultat av att Jetpak agerar på en mer lönsam marknad. Givet en målvärderingsmultipel med EV/EBIT om x7,5, motiveras en aktiekurs om 74,8 kr.

AKTIEKURS	64,3 kr
VÄRDERINGSINTERVALL	
BEAR	BASE
45,7 kr	74,8 kr
	BULL
	77,6 kr

Värderingen baseras på flera antaganden där både prognoser och en förändrad kapitalstruktur kan komma att påverka värderingen.

JETPAK TOP HOLDING	
Senast betalt (2020-01-17)	64,3 kr
Antal Aktier	11 999 781
Market Cap (MSEK)	771,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	103,1
Enterprise Value (EV) (MSEK)	874,7
V.52 prisintervall (SEK)	40,4 – 64,5

UTVECKLING	
1 månad	6,5%
3 månader	24,9%
1 år	45,5%
YTD	-0,3%

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2020-01-17)	
Paradigm Capital	47,0 %
Nordnet Pensionsförsäkringar	9,3 %
Skandia Fonder	4,6 %
Peter Lindell	3,0 %
Erik Penser Fonder	2,2 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Kenneth Marx
Styrelseordförande	John Dueholm

FINANSIELL KALENDER	
Bokslutskommuniké 2019	14 Februari 2020
Delårsrapport Q1 2020	15 Maj 2020

Prognos (base), tSEK	2018A	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	805 757 861 730 1 044 387 1 096 028			
Omsättningstillväxt	7%	7%	21%	4%
Bruttoresultat (adj.)	279 231 303 977 371 122 392 319			
Bruttomarginal	34%	34%	34%	34%
EBIT (adj.)	73 419 109 827 130 306 135 907			
EBIT-marginal (adj.)	9%	12%	12%	12%
Nettoresultat (adj.)	39 378 77 823 92 643 96 621			
Nettomarginal (adj.)	5%	9%	9%	8%
P/S	0,6	0,8	0,8	0,8
EV/EBIT (adj.)	8,7	7,5	7,4	7,2
P/E (adj.)	13,2	9,3	9,1	8,9

INVESTERINGSIDÉ

Jetpak är verksamma i en nischad marknad som präglas av en högre lönsamhet än den generella logistik-marknaden. Bolagets marknad förväntas att växa med en tillväxttakt om 5 % inom Norden samt 4 % inom Europa under nästa år. Under slutet av 2018 kommunicerade Jetpak investeringar riktade mot att öka andelen av Bolagets försäljning av Ad-hoc, vilket är den mer lönsamma delen av sitt tjänsteerbjudande. Med bakgrund av att Bolaget har en ledande position inom sin marknad förväntas Jetpak att kunna växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 4,3 %, samt öka sina marginaler. Givet dessa antaganden samt en värderingsmultipel om EV/EBIT x7,5 motiveras i ett Base scenario ett pris per aktie om 74,8 kr.

Jetpak förväntas kunna fortsätta kapitalisera på sin marknad

Enligt Jetpak uppgick den nordiska Courier, Express, and Parcel ("CEP")-marknaden till cirka 30 mdSEK under 2017 och förväntas att växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 5,0 % fram tills år 2020.¹ Samtidigt förväntas samma marknad inom Europa växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 4,2 % fram tills år 2020 enligt en marknadsundersökning från APEX Insights.² Jetpak förväntas kunna kapitalisera på den underliggande marknadstillväxten genom sin starka position inom sitt nischade segment inom Norden, nämligen samma dag-leveranser. Detta segment präglas inte av samma starka konkurrens som den resterande CEP-marknaden vilken präglas av närvaro från större aktörer. Denna underliggande marknadstillväxt förväntas påverkas av den generella ekonomiska utvecklingen inom Norden samt specifika trender som driver på det ökade behovet av expressförsändelser, såsom centralisering av lager, fokus på snabbhet samt ökad e-handel. Dessa trender förväntas i sin tur öka försäljningen positivt framgent för Bolaget. De underliggande trenderna, tillsammans med Jetpaks aktuella marknadsposition, kan göra Bolaget till en attraktiv uppköpskandidat för en större aktör som då får tillgång till Jetpaks distributionsnät.

Fortsatt expansion genom förvärv

Under de senaste åren har Jetpak uttryckt en vilja om att expandera sin närvaro och distributionsnätverk till andra marknader inom Europa. Under december 2018 förvärvade Bolaget det belgiska expressleveransföretaget Right Away, vilket bidrog med en positiv försäljningstillväxt om 4 MEUR och utökade Jetpaks distributionsnät inom Europa. I slutet av 2019 förvärvade Bolaget även det danska expresslogistikföretaget 3D Logistik A/S, vilket förväntas bidra med en positiv försäljningstillväxt om 140 MSEK under räkenskapsåret 2020. Bolaget har även uttryckt ett intresse av att expandera sin närvaro i Finland samt resterande delar av Europa och undersöker därför tänkbara förvärvskandidater för att effektivt kunna expandera sin verksamhet. Givet dessa uttalanden är det därför sannolikt att anta att Jetpak kommer att genomföra ytterligare förvärv inom Europa och expandera sin marknadsnärvaro geografiskt.

Bättre tjänstemix stärker marginalerna

Jetpak har under 2019 fokuserat på att utöka försäljningen inom det mer lönsamma segmentet "Ad-hoc". Segmentet har under de senaste tolv månaderna ("LTM") haft en bruttomarginal om 46 %, vilket kan jämföras med bruttomarginalen för segmentet "Systemized" om 21 %. Den utökade försäljningen inom Ad-hoc är ett resultat av ökade investeringar inom kampanjer gentemot sällanköpskunder samt nya kunder inom vård-, tillverknings-, och fordonsindustrin vilket förväntas leda till en positiv förändring i Bolagets tjänstemix framgent. Genom de utökade investeringarna förväntas Jetpaks bruttomarginal att öka under både år 2020 och 2021.

Ledning med erfarenhet från logistikbranschen

Jetpaks ledning och styrelse har kombinerat en mångårig erfarenhet från logistikbranschen genom VD Kenneth Marx och styrelseordförande John Dueholm. Både Marx och Dueholm har en bakgrund från SAS och ledande uppdrag från företag inom logistik. Håkan Mattisson tillträder som ny CFO under februari 2020 och kommer senast från ett uppdrag som CFO för Clavister AB. Ledningens insynsägande uppgår till 0,7 % av utestående aktier, vilket anses vara för lågt i förhållande till andra small cap-företag.

Base scenario motiverar en aktiekurs om 74,8 SEK

I ett Base scenario prognostiseras en omsättning om 1044,4 MSEK under 2020. Givet en EBIT-marginal om 12,0 %, motiveras ett EBIT-resultat om 130,3 MSEK. Genom en jämförelse med en grupp likvärdiga bolag tillämpas en EV/EBIT-multipel om x7,5. Givet gjorda prognoser och tillämpad värderingsmetod erhålls ett potentiellt värde om 74,8 SEK i ett Base scenario. Vid anorlunda utfall av gjord prognos kan värderingen korrigeras.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

¹JETPAK, 2019

²APEX INSIGHTS, 2019

TRENDER
SKAPAR
MARKNADS-
TILLVÄXT

FÖRBÄTTRAD
TJÄNSTEMIX
ÖKAR
MARGINALER

BOLAGSBESKRIVNING

STARKT
DISTRIBUTIONS-
NÄT SKAPAR
FLEXIBILITET

Jetpak erbjuder logistiktjänster inom expresslogistik, där Bolaget erbjuder tjänster för systematiserade behov samt spontana transportbehov. Jetpak finns på fler än 140 orter och är verksamma inom sex länder (Sverige, Danmark, Finland, Norge, Belgien och Storbritannien) vilket möjliggör ett snabbt och flexibelt distributionsnät inom leverans. Genom distributionsnätet är Jetpak en av få aktörer på marknaden som agerar inom expresslogistik-segmentet och har idag en marknadsledande position inom den nordiska marknaden.

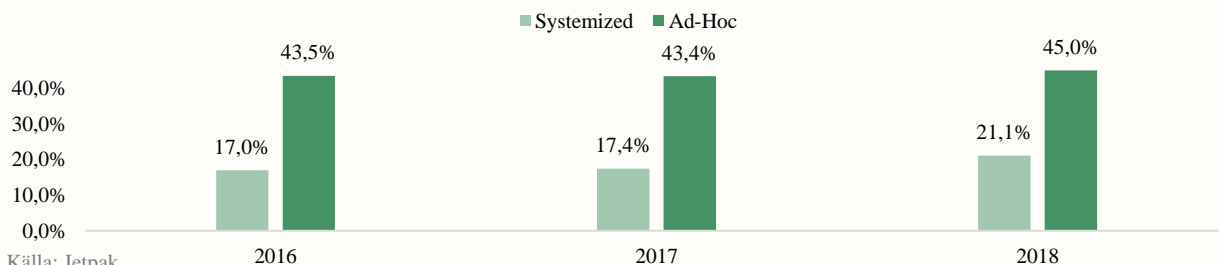
Affärsområden och intäktsmodell

Jetpaks försäljning drivs av deras två kundsegment:

- **Express Systemized:** Bolaget erbjuder flyg- och markbaserade samma dag-leveranser inom hela Norden till företag och Jetpak tar därför hand om kundens logistikbehov genom deras redan etablerade distributionsnätverk. Intäkterna från segmentet baseras på längre kontrakt och försäljning inom segmentet och kan därför anses vara en form av återkommande intäkt. Genom tjänsten fyller Jetpak rollen som intermediär mellan producent och deras kunder samt skräddarsyr tjänsten efter kundens transportbehov. Express Systemized har under LTM utgjort 49,6 % av Jetpaks totala försäljning.
- **Express Ad-Hoc:** Jetpak erbjuder spontana flyg- och markbaserade samma dag-leveranser inom hela Europa för ett kundsegment som består av både konsumenter och företag. Ad-hoc-segmentet tillhandahåller tjänster för brådskande behov och kan beställas när som helst. Logistiklösningen är dörr-till-dörr och präglas inte av längre kontrakt som Systemized. Jetpak har dock under det senaste året bedrivit en kampanj som har i syfte till att etablera längre relationer som leverantör vid spontanbehov för aktörer inom vård-, tillverknings-, och fordonsindustrin. Ad-hoc-segmentet har under LTM utgjort 50,4 % av Bolagets totala försäljning.

Jetpaks tjänstesegments bruttomarginaler har sett en historisk tillväxt under de senaste tre åren.

Bruttomarginalerna för Jetpaks segments historiska utveckling



KONKURRENTER
STOD FÖR 49 %
AV JETPAKS
INTÄKTER
UNDER 2017

Jetpak har under det senaste året investerat i marknadsföringskampanjer som har i syfte till att öka andelen försäljning inom det mer lönsamma Ad-hoc-segmentet samt etablera mer långsiktiga relationer som företagsleverantör vid spontanbehov. Ad-hoc-segmentet har LTM visat en bruttomarginal om 46 %, medan det mindre lönsamma Systemized-segmentet visat en bruttomarginal om 22 %. Även fast Jetpaks primära konkurrenter anses vara större ur ett finansiellt perspektiv, så stod Bolagets konkurrenter för 49 % av Jetpaks intäkter under 2017, vilket innebär att konkurrenterna använder Jetpak för de särskilt tidskritiska leveranserna som de inte klarar av att utföra själva, och/eller där de saknar den lokala närvaron för utkörning till kund.

Kostnadsdrivare

Vid en leverans i de båda segmenten tillkommer både bränslekostnader, flygtransportkostnad samt personalkostnader som är direkt hänförliga till leveransen. Faktiska kostnaden beror på beställningen, men Jetpak arbetar med att införa en mer datadriven process för prissättning. Bolaget bokför direkta kostnader i både posterna övriga externa kostnader och personalkostnader.

Strategiska utmaningar

Jetpak är verksamma på en nischad undermarknad av en större marknad som präglas av större aktörer, vilket medför att Bolaget inte har alltför stor möjlighet att påverka sina bruttomarginaler framgent. Trots att en stor del av Bolagets intäkter består av försäljning till andra postala aktörer, så finns det en risk att aktörerna skulle sluta använda Jetpaks tjänster och etablera sig på Bolagets marknad och därmed etablera en prispress, vilket skulle påverka Jetpaks marginaler negativt.

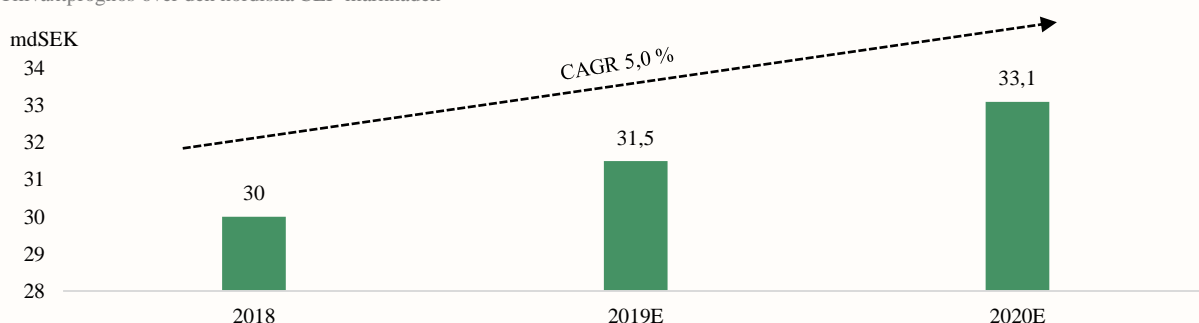
MARKNADSANALYS

Nordiska marknaden

Den nordiska CEP-marknaden uppgår till cirka 30 mdSEK och förväntas växa med en genomsnittlig tillväxttakt om 5 % tills år 2020. Den underliggande marknadstillväxten förväntas primärt drivas av den generella ekonomiska utvecklingen inom den nordiska regionen. Utöver detta finns det några specifika trender som ytterligare driver på marknadsutvecklingen samt det ökade behovet av expressförsändelser. De trender som Jetpak upplever är centralisering av lager, fokus på snabbhet, e-handel och den minskade konkurrensen inom flygbaserade expressleveranser från postala aktörer. Konsumenter förväntas att fortsätta vara villiga att betala en premie för snabbhet, vilket kommer att gynna Jetpaks underliggande marknad eftersom snabbhet förutsätter mer decentraliserade lager och en flexibilitet inom aktörers distributionsnät. Större aktörer såsom DHL, FedEx och Postnord litar istället på mindre, men större, rigorösa centrallager.

Jetpaks underliggande marknad i Norden förväntas växa med 5,0 % per år tills 2020.

Tillväxtprognos över den nordiska CEP-marknaden



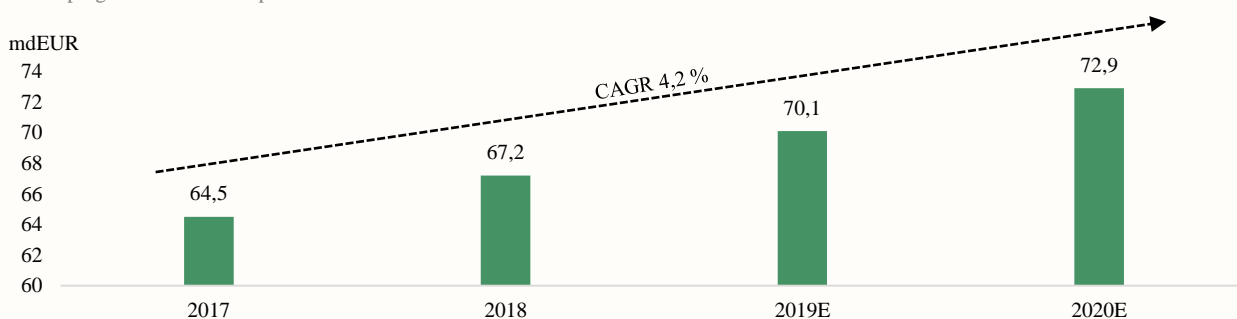
Källa: Jetpak

Europeiska marknaden

Enligt en marknadsstudie från APEX Insights uppgick den europeiska CEP-marknaden till 64,5 mdEUR under 2017 och förväntas växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 4,2 % tills år 2020. Jetpaks europeiska försäljning utanför Norden har under LTM uppgått till 6,4 % av Bolagets totala försäljning. Baserat på ledningsuttalanden förväntas Bolaget expandera sin verksamhet inom Europa genom förvärv av mindre bolag med en bas i marknader som Jetpak inte har närvaro i.

Jetpaks underliggande marknad i Europa förväntas växa med 4,2 % per år tills 2020.

Tillväxtprognos över den europeiska CEP-marknaden



Källa: Apex Insights

Konkurrerande lösningar

Direkta konkurrenter till Jetpak inkluderar större europeiska logistikaktörer såsom Postnord, DHL, FedEx. I en direkt jämförelse med Jetpak är dessa konkurrenter mycket större, både ur ett finansiellt- och marknadsperspektiv. Jetpak har dock, till skillnad från sina konkurrenter, ett mycket mer flexibelt distributionsnätverk genom mindre, men fler distributionscenter, med representation på 140 orter inom Norden och 18 orter utanför Norden. Jetpak applicerar även en mer flexibel approach som skräddarsys efter kundens behov. För att Jetpaks konkurrenter ska kunna matcha Jetpak och konkurrera på Jetpaks undermarknad krävs det att de applicerar ett mer flexibelt distributionsnät och bygger mer distributionscenter utöver deras större, men mindre i antalet, rigorösa varulager.

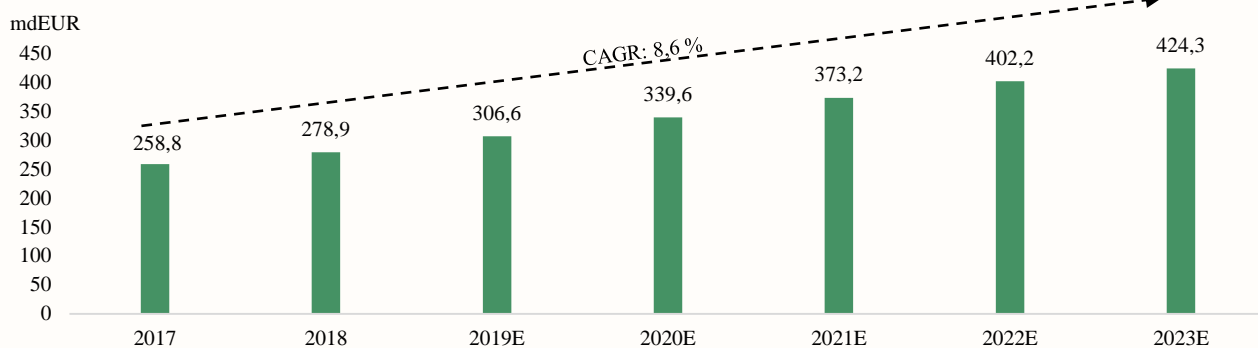
MARKNADSANALYS

Europeiska e-handelsmarknaden förväntas fortsatt visa tillväxt

Logistikmarknaden har utvecklats mycket under de senaste åren i och med den snabba utvecklingen av e-handeln. Den expanderande e-handelsmarknaden har ökat behovet av snabba och effektiva logistiklösningar eftersom kunderna har ökat sina krav på att enkelt kunna beställa från nätet och sedan få sina produkter levererade så snabbt som möjligt och därmed kunna använda sina produkter.

Europeiska e-handelsmarknadens tillväxt förväntas öka efterfrågan bland Jetpaks europeiska marknad.

Prognos över europeiska e-handelsmarknaden mellan perioden 2017-2023



Källa: Statista

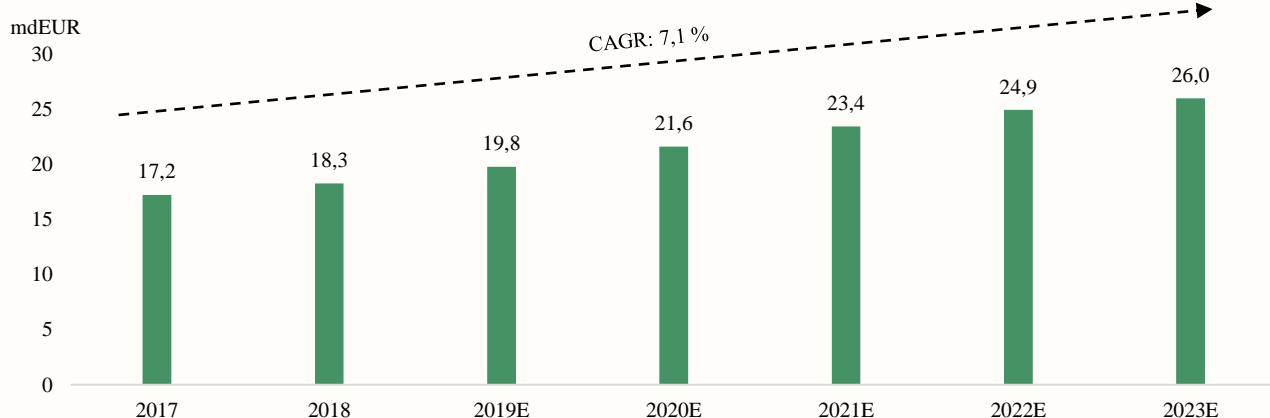
Innan e-handels expansion så fokuserade konsumenterna mer på avstånd, kundupplevelse och produktutbud, medan konsumenter nu istället fokuserar mer på effektivitet, snabbhet och enkelhet. Trenden har därför inneburit att logistikföretags försäljning mer och mer blivit beroende av pakettleveranser, till skillnad från brevleveranser, vilket tidigare utgjorde en större del av logistikbolags totala försäljning.

Period	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Paket som andel av tot. leveranser (PostNord)	3%	3%	3%	4%	4%	5%	6%	6%	8%	10%

Enligt en marknadsundersökning från Statista förväntas den europeiska e-handelsmarknaden att växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 8,6 % fram till år 2023, samtidigt som den svenska e-handelsmarknaden förväntas att växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 6,9 % under samma period. Dessa trender förväntas direkt avspeglas i logistikmarknaden genom att den ökade efterfrågan kommer att generera ökad efterfrågan inom logistikmarknaden och driva den underliggande marknadstillväxten för Jetpak framgent.

Nordiska e-handelsmarknadens tillväxt förväntas öka efterfrågan bland Jetpaks nordiska marknad.

Prognos över nordiska e-handelsmarknaden mellan perioden 2017-2023



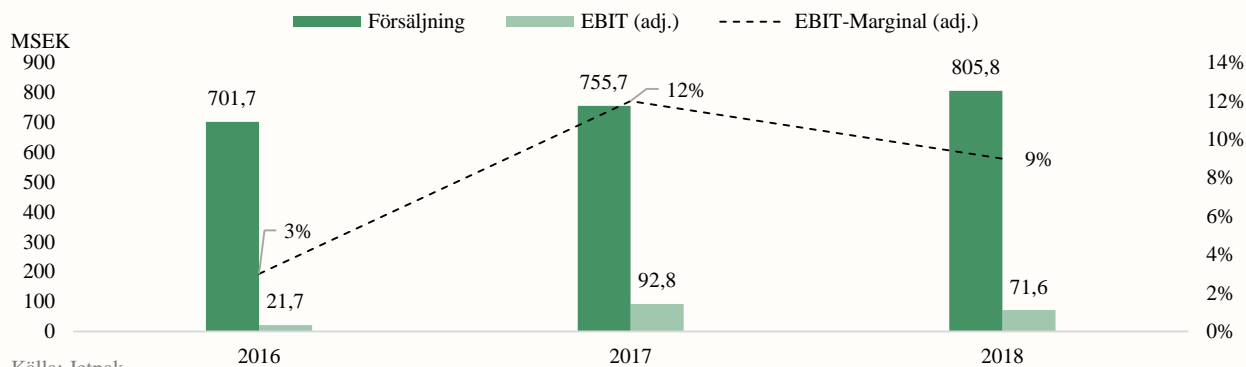
Källa: Statista

FINANSIELL PROGNOSS

Under slutet av 2018 presenterade Jetpak finansiella mål om en långsiktig omsättningstillväxt om minst 5 % över en konjunkturcykel, en skuldsättningsnivå under 2,5 gånger ND/EBITDA samt en justerad EBITDA-marginal över 12,0 %. Jetpak har sedan 2016 uppnått en årlig genomsnittlig tillväxttakt om 7,2 %, vilket således är över Bolagets mål. Jetpaks justerade EBITDA-marginal har expanderat sedan 2016 och låg på 10,3 % under 2018 samtidigt som den förväntas expandera genom effektiviseringsprogram samt en mer fördelaktig tjänstemix.

Under de senaste åren har Bolaget visat tillväxt men en fluktuerande marginal.

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal



Källa: Jetpak

Prognoser för åren 2019-2021

Under åren 2019-2021 estimeras Jetpak att fortsätta växa främst på grund av den underliggande marknaden. Samtidigt förväntas Bolaget att växa genom förvärv, där Jetpak nyligen förvärvade det danska expresslogistikbolaget 3D Logistik A/S, vilket förväntas bidra med en positiv försäljningstillväxt om 140 MSEK under räkenskapsåret 2020. Jetpak har även uttryckt en vilja om att fortsätta förvärva inom Europa och därav expandera sin geografiska närvaro inom Europa.

Under 2019 estimeras en omsättningstillväxt om 6,9 %, vilket motiveras av en ökad tillväxt inom regionerna Norden och Belgien. Under de tre första kvartalen har Jetpak upplevt en ökad försäljningstillväxt inom Norge, Finland samt en lyckad integration av Bolagets nyligen förvärvade verksamhet i Belgien, medan regionerna Danmark och Sverige börjat stabiliseras. Under året har Jetpak investerat i marknadsföringskampanjer och etablerat ett kommersiellt fokus på vertikala lösningar för kunder, vilket förväntas öka försäljningstillväxten i relation till föregående år, samtidigt som Bolaget uttalat sig om att de har en stark "sales pipeline." Under året har Jetpak även kommunicerat att arbete påbörjats med att lägga ner den olönsamma verksamheten i Nederländerna, en region som präglats av en lång tid av avtagande försäljningstillväxt och pressade marginaler. Avveckling i Nederländerna förväntas således bidra till bättre marginal som helhet för Jetpak. Som resultat av detta, och genom framtida kommunicerade kontrakt, prognostiseras omsättningen år 2019 till 861,7 MSEK.

För 2020 förväntas en omsättningstillväxt om 23,4 % i Norden och ett försäljningstapp om -7,0 % i regionerna utanför Norden, som resultat av deras nedläggning av verksamheten i Nederländerna. Tillväxten motiveras av den underliggande marknadstillväxten som upplevs inom de båda regionerna, vilket förväntas driva den framtida försäljningstillväxten. Denna organiska försäljningstillväxt förväntas sedan fortsätta, för att under år 2021 uppgå till 5,0 % i Norden och 4,0 % i regionerna utanför Norden. Jetpak förväntas därför inte ta några marknadsandelar inom Bolagets respektive regioner från andra verksamma konkurrenter, eftersom Bolaget fokuserar på att öka sina marginaler över tillväxt. På grund av detta prognostiseras Bolagets omsättning under år 2020 till 1044,4 MSEK samt 1096,0 MSEK under år 2021.

Omsättningstillväxt	2019E	2020E	2021E
Norden	4,2 %	23,4 %	5,0 %
Resterande av Europa	60,4 %	-7,0%	4,0%

FINANSIELL PROGNOS

Brutto- och rörelsekostnader

Jetpak har idag två kundsegment, express Ad-hoc och Express Systemized. Segmentet Ad-hoc har LTM visat en bruttomarginal om 46,1 %, medan segmentet Systemized visat en bruttomarginal om 32,8 % under samma period. Under 2019 har Jetpak initierat och investerat i en kampanj som har i syfte att öka försäljningen i det mer lönsamma Ad-hoc-segmentet i relation till Systemized. Under 2018 utgjorde Ad-hoc 48,9 % av Jetpaks totala försäljning och har under LTM uppgått till 50,4 % av Bolagets totala försäljning. Under 2019 antas segmentet växa till 50,7 % av Bolagets totala försäljning och sedan expandera med 1 % per år till 52,7 % under år 2021. Givet ett antagande om oförändrade bruttomarginaler för de båda segmenten, prognostiseras bruttomarginalen enligt nedanstående tabell:

Estimat av framtida fördelning av Jetpaks försäljning per segment

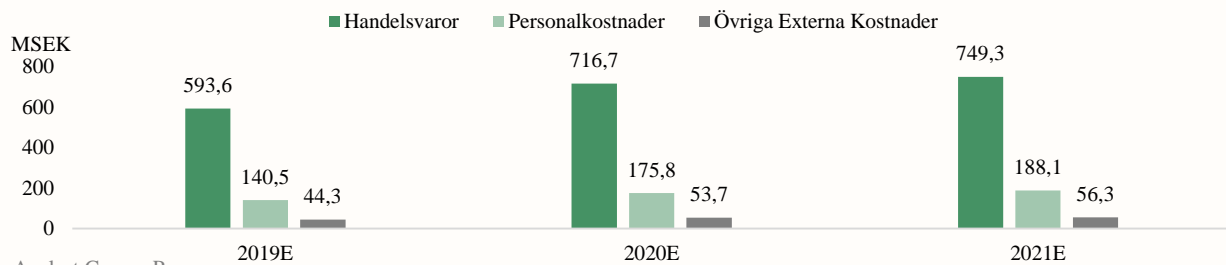
Affärsområde	2019E	2020E	2021E
Systemized	49,6 %	48,6 %	47,6 %
Ad-Hoc	50,4 %	51,4 %	52,4 %
Bruttomarginal	33,9%	34,1%	34,4%

Kostnaderna vid Jetpaks försäljning drivs primärt av personalkostnader, vilket utgör Bolagets största rörelsekostnadspost och utgjorde 16,3 % av totala försäljningen under 2018. Dessa kostnader redovisas delvis i personalkostnadsposten samt i bruttokostnader. Efter Bolagets förvärv av den belgiska filialen ökade det genomsnittliga antalet anställda från 179 till 201, vilket medförde högre personalkostnader. Efter att ha börjat divestera i den nederländska verksamheten under 2019 så förväntas antalet anställda minska, vilket återspeglats i Bolagets tredje kvartal 2019, där 198 anställda rapporterades. Övriga externa kostnader utgör den andra största posten i rörelsekostnader och har under LTM belastats med en stor del kostnader som är direkt hänförliga till Jetpaks børsintroduktion under slutet av 2018. Bolagets personalkostnader prognostiseras till 140,5 MSEK under år 2019, 151,0 MSEK under år 2020 och 158,4 MSEK under år 2021. Övriga externa kostnader estimeras till 44,3 MSEK under år 2019, 46,1 MSEK under år 2020 och slutligen 47,4 MSEK under år 2021.

EFFEKTIVISERING
FÖRVÄNTAS
FÖRBÄTTRA
MARGINALER

Kostnader förväntas växa i takt med omsättningen.

Kostnadprognos 2019-2021



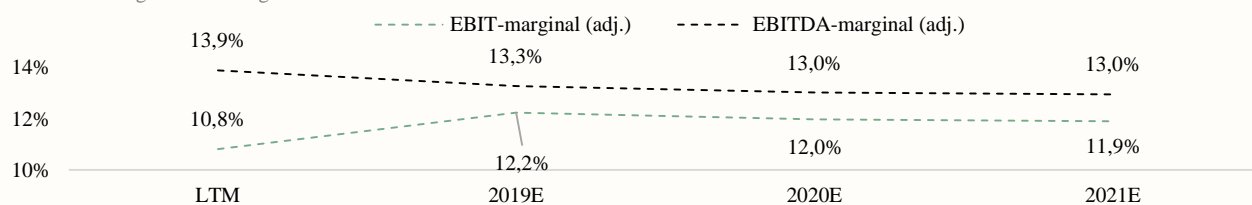
Analyst Groups Prognos

Bolagets avskrivningar är främst hänförliga till Jetpaks anläggningstillgångar i form av inventarier, verktyg och installationer. Jetpak säger sträva efter att ha en "asset light" företagsmodell, där Bolaget undviker att binda kapital i fasta tillgångar. Under 2018 skrev Bolaget av tillgångar till ett värde av 9,3 MSEK och prognostiseras därför att investera och skriva av tillgångar i samma takt som historiskt i relation till Bolagets försäljning. Bolaget antas därför skriva ned sina tillgångar med 9,4 MSEK år 2019, 11,4 MSEK under år 2020 och 12,0 MSEK under året 2021.

Givet gjorda antaganden prognostiseras Jetpaks EBIT- samt EBITDA-marginal enligt nedan:

EBIT-marginaler förväntas vara relativt konstanta under prognosperioden 2019-2021.

Förväntad marginalutveckling 2019-2021



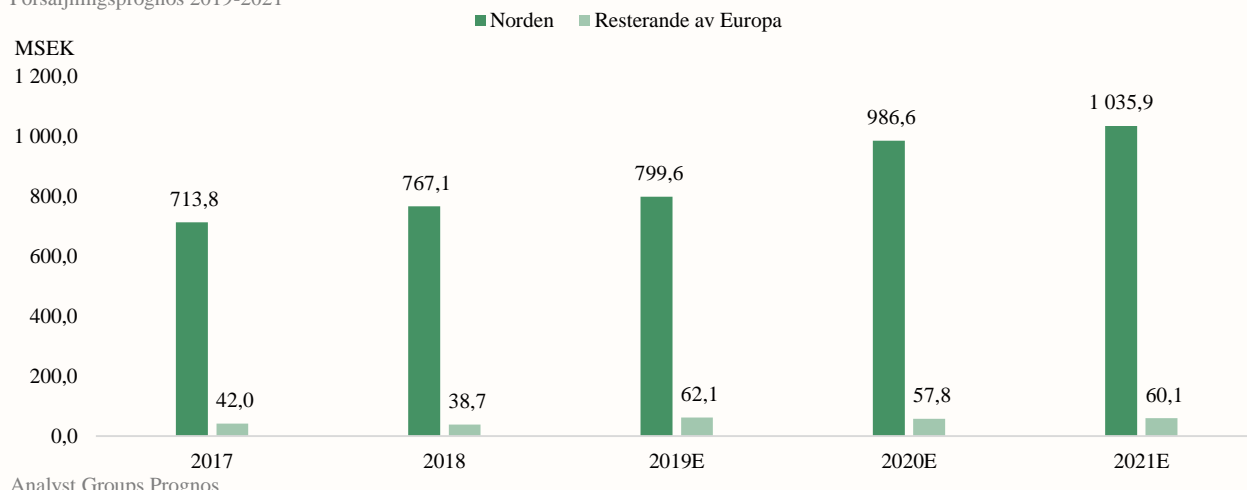
Analyst Groups Prognos

FINANSIELL PROGNOSS

Nedan summeras tidigare nämnda prognoser mellan åren 2019 och 2021.

Prognos gällande försäljningsutveckling under prognosperioden. (Base)

Försäljningsprognos 2019-2021



Base Case (MSEK)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	701,7	755,7	861,7	1 044,4	1 096,0
Övriga rörelseintäkter	49,5	20,8	35,8	43,4	45,6
Totala intäkter	751,2	776,5	897,6	1 087,8	1 141,6
Kostnad sålda varor	-494,2	-535,3	-593,6	-716,7	-749,3
Bruttoresultat	257,0	241,2	304,0	371,1	392,3
Bruttomarginal	34,2%	31,1%	33,9%	34,1%	34,4%
Personalkostnader	-116,4	-131,2	-140,5	-175,8	-188,1
Övriga externa kostnader	-49,8	-71,6	-44,3	-53,7	-56,3
Övriga rörelsekostnader	-1	0	0	0	0
EBITDA	89,3	38,4	119,2	141,7	147,9
EBITDA-marginal	11,9%	4,9%	13,3%	13,0%	13,0%
Av- och nedskrivningar	-8,5	-9,3	-9,4	-11,4	-12,0
EBIT	80,7	29,1	109,8	130,3	135,9
EBIT-marginal	10,7%	3,8%	12,2%	12,0%	11,9%
Finansnetto	-19,2	-32,0	-10,8	-12,4	-13,0
EBT	61,6	-2,8	99,0	117,9	122,9
Skatt	-9,7	-2,6	-21,2	-25,2	-26,3
Nettoresultat	51,9	-5,4	77,8	92,6	96,6
Nettomarginal	6,9%	-0,7%	8,7%	8,5%	8,5%

VÄRDERING

Relativvärdering

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *Mueller-Die Lila Logistik*, *Clasquin* och *Xpediator*. Även om det råder vissa skillnader, finns likheter mellan företagen och Jetpak avseende affärsmodell, adresserbar marknad och kunderbjudande.

MSEK	Jetpak	Mueller-die Lila Logistik	Clasquin	Xpediator	Genomsnitt
Börsvärde	772	718	877	530	708
Försäljning	840	1 433	3428	2400	2 420
EV/EBIT	8,2	18,8	17,6	14,6	17
P/E	38,1	17,3	30	14,7	20,7
LTM-Tillväxt	4,8%	3,8%	10,9%	24,5%	13,1%
EBITDA-marginal	13,9%	13,1%	2,7%	5,3%	7,0%
EBIT-marginal	9,9%	5,2%	1,9%	2,4%	3,2%
P/S	0,5	0,5	0,3	0,2	0,3
EV/S	0,8	0,1	0,3	0,4	0,3
EV/EBITDA	6,2	6,9	12,4	6,7	8,7

Källa: Bloomberg, Börndata, Jetpak. Jetpak avser rullande omsättning.

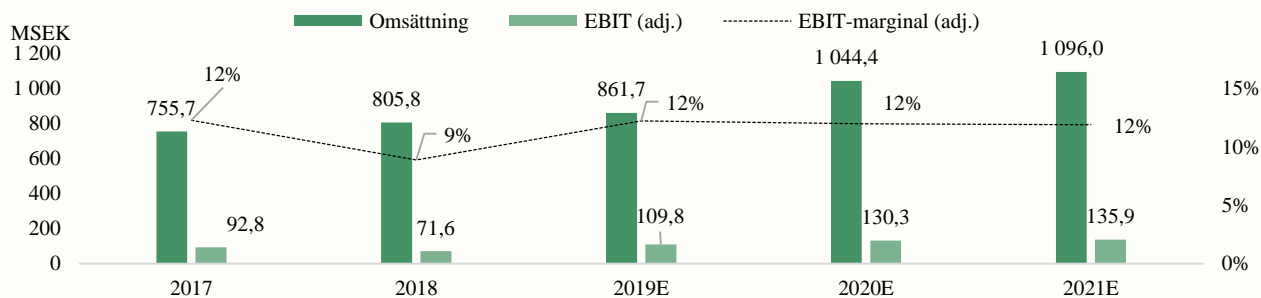
74,8 KR
PER
AKTIE PÅ
2020 ÅRS
PROGNOS
(BASE)

I tabellen ovan jämförs olika nyckeltal mellan Jetpak och valda alternativinvesteringar. Sett till EV/EBIT har Jetpak en lägre värdering i jämförelse med snittet. Jetpak har i relation till valda alternativinvesteringar en lägre totalförsäljning men kan anses vara mer effektiva, vilket visar sig genom en högre rörelsemarginal. Skillnaden kan förklaras av att konkurrerande aktörer bedriver mer generella logistiklösningar medan Jetpak agerar på en mindre, mer nischad, marknad, som präglas av färre aktörer, vilket bidrar till att möjliggöra högre marginaler för aktörer som Jetpak. Ur en jämförelse med multipeln EV/S värderas Jetpak EV/S x0,8, vilket är högre än snittet om x0,3. Den högre värderingen anses motiverad av att Jetpak som nämnt har högre marginal.

Baserat på en EV/EBIT-multipel om x7,5 på 2020 års prognos, motiveras ett värde per aktie om 74,8 kr i ett Base scenario. Tillämpad multipel är således i nära linje med vad Jetpak handlas till LTM, varför vald målmultipel på x7,5 års prognos anses konservativ.

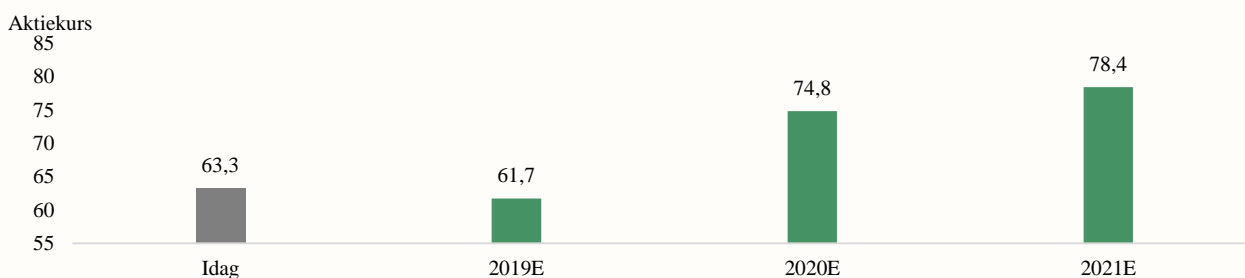
Bolagets EBIT estimeras att öka framgent som ett resultat av den estimerade lönsamheten.

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal



Analyst Groups prognos

Illustration av potentiell värdering under perioden 2019-2021.



Analyst Groups prognos

Analyst Group

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

BULL & BEAR

Bull scenario

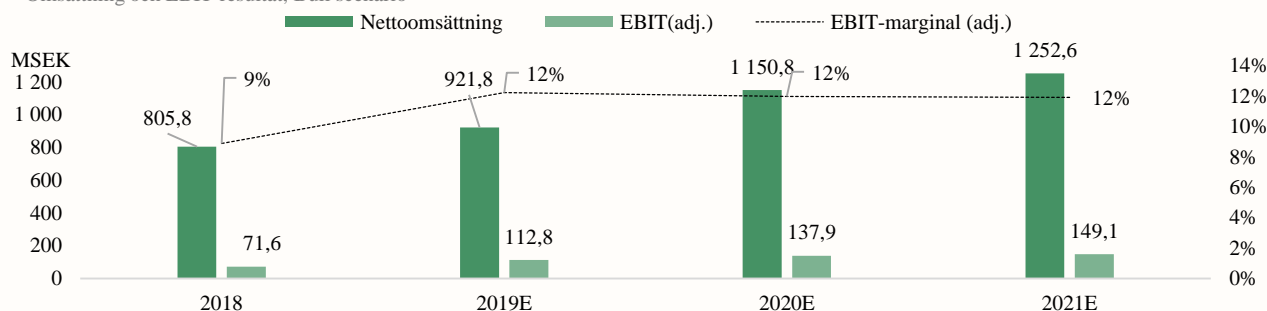
Logistikmarknaden förväntas i ett Bull scenario att fortsätta se tillväxt via att e-handelsmarknaden fortsätter att växa då en större del av försäljningen sker via e-handel, vilket förutsätter effektiv och snabb logistik. Kunder premierar därför snabbhet, vilket är något Jetpak förväntas kapitalisera på genom Jetpaks starka marknadsposition och genom fortsatt expansion i Europa genom förvärv. Sammantaget förväntas Jetpak att uppvisa en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 16,6 % tills år 2021 i ett Bull scenario.

Jetpaks tillväxttakt motiveras av att Jetpak fortsatt lyckas expandera inom Europa samtidigt som Bolaget lyckas ta marknadsandelar från konkurrenter. Expansionen uppnås genom lönsamma förvärv av konkurrenter, något som Bolaget lyckades med genom sitt förvärv av den belgiska verksamheten under slutet av 2018. Bolaget förvärvade även det danska expresslogistikbolaget 3D Logistik A/S under slutet av 2019, vilket förväntas bidra med en positiv omsättningstillväxt om 140 MSEK och öka Bolagets distributionsnätverk. Bolagets tjänstemix prognostiseras som oförändrad i förhållande till Base scenariot, då tjänsterna ej är skalbara.

I ett Bull scenario, givet dessa antaganden, prognostiseras Jetpaks finansiella utveckling enligt graferna nedan med EV/EBIT som vald värderingsmultipl:

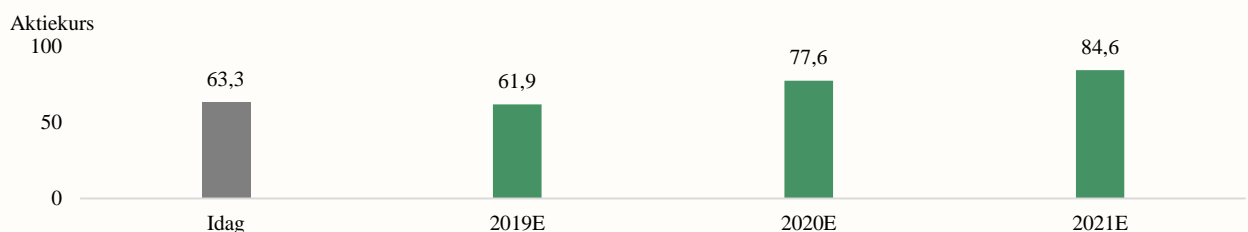
I ett Bull scenario estimeras högre omsättningstillväxt.

Omsättning och EBIT-resultat, Bull scenario



Analyst Groups prognos

Illustration av potentiell värdering i ett Bull scenario under perioden 2019-2021.



Analyst Groups prognos

77,6 KR
PER
AKTIE PÅ
2020 ÅRS
PROGNOS
(BULL)

Jetpak antas i ett Bull scenario genomföra fler förvärv vilket i så fall kommer leda till ökad omsättning, främst anses mindre, privata bolag vara attraktiva förvärvsobjekt för att ytterligare öka sin närvaro geografiskt. En option att beakta är att Jetpak skulle kunna vara en uppköpskandidat för en större aktör som PostNord, FedEx eller DHL. 49 % av Bolagets försäljning under 2017 var hänförliga till köp från dessa aktörer, därmed är det sannolikt att det är dyrare för dessa bolag att utföra Jetpaks tjänster på egen hand. Som resultat av detta är det möjligt att en av dessa aktörer potentiellt kan komma att förvärva Jetpak för att expandera sin närvaro inom Norden, och den mer lönsamma Ad-hoc-marknaden. Ett sådant utfall skulle därför betyda att en av dessa aktörer skulle komma att betala en premie i relation till nuvarande aktiepris för att erhålla en majoritetsposition inom Jetpak.

Givet en värdering om en värderingsmultipl om x7,5 EV/EBIT samt nämnda antaganden under år 2020 motiveras en potentiell kurs om 77,6 SEK. I ett scenario där Bolaget blir uppköpta av en annan aktör motiveras en värderingsmultipl om x1,33 TV/S, vilket motiverar en kurs om 119,0 SEK under 2020. Värderingsmultiplerna är motiverade genom en jämförelse med tidigare transaktioner rörande företag som är liknande till Jetpak som återfinns i appendix på sida 18.

BULL & BEAR

Bear scenario

Givet att Jetpak agerar inom en lönsam marknad, med marginaler som är högre än den genomsnittliga logistikmarknaden, kan det leda till att större aktörer som PostNord, DHL och FedEx skulle etablera sig på samma marknad som Jetpak agerar på. Samtidigt så bestod 49 % av Jetpaks försäljning under 2017 av försäljning till dessa aktörer, vilket innebär att Jetpak skulle komma att tappa försäljning. Ett sådant scenario skulle ha en stark påverkan på Jetpak, med tanke på Bolagets mindre storlek samt skapa en prispress, vilket då antas pressa Jetpaks marginaler.

Även fast logistikmarknaden kan anses vara defensiv och ocyklisk kan Ad-hoc-marknaden anses vara något mer cyklisk genom dess exponering mot den norska oljemarknaden, samt råvarumarknader i stort. Efterfrågan på Jetpaks tjänster kan därför påverkas av markekonomiska förhållanden, utvecklingen av marknaden för Ad-hoc samt via konkurrens.

Givet att något av dessa faktorer skulle ske skulle det få en negativ inverkan på Jetpaks försäljning, marginaler och resultat. Med tanke på att den svenska ekonomin varit i en högkonjunktur under den senaste cykeln, så kan en sämre ekonomi få industriaktiviteter att minska, vilket påverkar råvarupriser negativt. I ett Bear scenario förväntas därför Jetpak tappa försäljningen till en av de större aktörerna samtidigt som aktören går in på marknaden som konkurrent till Jetpak. Det skulle innebära att Bolaget tappar 16,3 % av årlig totalförsäljning samtidigt som de skulle tappa marknads-andelar till en större konkurrent och uppleva en prispress på marknaden, vilket skulle pressa Jetpaks marginaler.

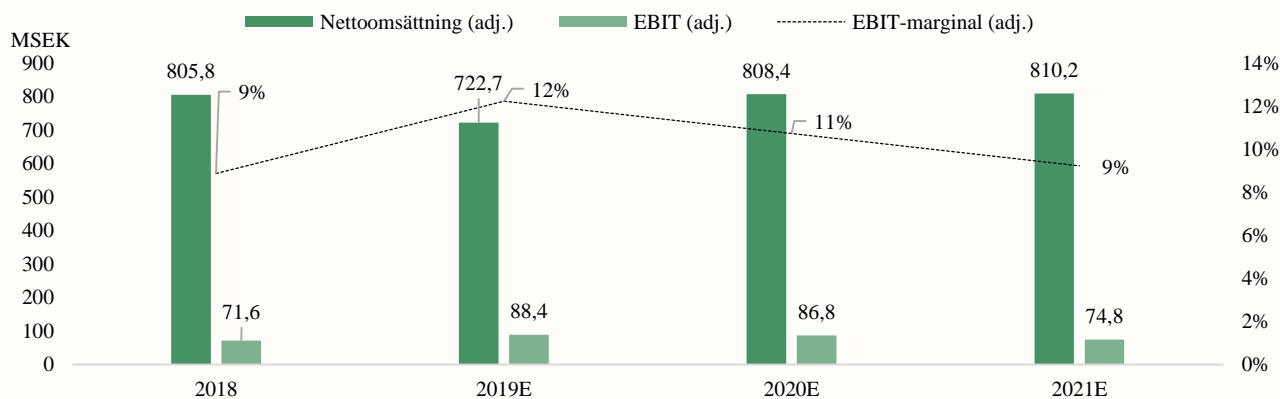
I ett Bear scenario estimeras därmed Jetpaks marginaler samt försäljning minska. Jetpaks försäljning förväntas minska med en genomsnittlig årlig takt om -7,3 % tills år 2021, samtidigt som Bolagets EBIT-marginal prognostiseras till 12 % år 2019, 11 % år 2020 och 9 % år 2021.

I ett Bear scenario, givet dessa antaganden, prognostiseras Jetpaks finansiella utveckling enligt graferna nedanför med EV/EBIT som vald värderingsmultipl:

45,7 KR
PER
AKTIE PÅ
2020 ÅRS
PROGNOS
(BEAR)

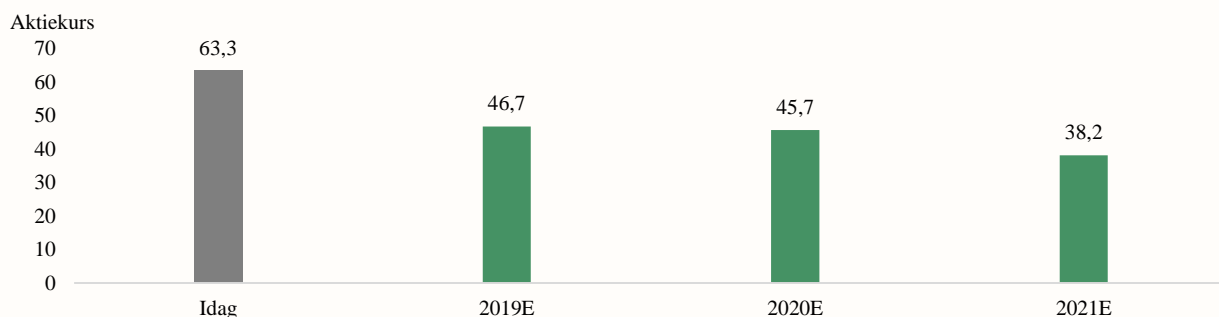
I ett Bear scenario estimeras ökad konkurrens, vilket gör att lönsamheten och tillväxten blir lidande.

Omsättning och EBIT-resultat, Bear scenario



Analyst Groups prognos

Illustration av potentiell värdering av ett Bear case under perioden 2019-2021.



Analyst Groups prognos

LEDNING & STYRELSE

Källa: Jetpak



Kenneth Marx, Verkställande Direktör

Kenneth Marx har en MBA från Copenhagen Business School. Han har därutöver haft flera ledande positioner inom SAS, senast som VD för SAS Cargo Group A/S. Pågående uppdrag som ägare och grundare av Fiskekonen ApS.

Aktieinnehav i Jetpak: 51 882 stycken aktier.



Charlotta Ingman, HR-Chef

HR-ansvarig sedan 2009 – Utbildad personalvetare och har läst flertalet kurser inom företagsekonomi och personaladministration vid Företagsekonomiska institutet i Stockholm. Ingman har varit anställd hos Jetpak sedan 2000.

Aktieinnehav i Jetpak: 1 472 stycken aktier.



Stein Eidsvåg, Chief Commercial Officer

CCO sedan 2016 Executive MBA från Handelshögskolan i Stockholm samt en kandidatexamen i företagsekonomi från University of Wisconsin. Stein Eidsvåg har haft olika ledande positioner framförallt inom internationell logistik med fokus på försäljning och marknadsföring. Varit med företaget sedan 2016.

Aktieinnehav i Jetpak: 2 941 stycken aktier.



Håkan Mattisson, Chief Financial Officer (*)

Tillträder rollen som CFO under mitten av Februari 2020 – Masterexamen i ekonomi från Uppsala Universitet. Tidigare erfarenhet som CFO (Clavister AB, Affect) och Deputy CFO för DGC samt ledande positioner inom finans.

Aktieinnehav i Jetpak: 0 stycken aktier.



Rikard Lidén, Chief Operating Officer

CCO sedan 2014 – MSE från Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm samt en MBA från Stockholms universitet. Rikard Lidén har tidigare arbetat i Vattenfall AB. Pågående uppdrag som Styrelseledamot och VD i Escher Capital AB samt Bolagsman för Liden & Söner Handelsbolag. Lidén har varit med företaget sedan Augusti 2014.

Aktieinnehav i Jetpak: 11 245 stycken aktier.

* Tillträder som CFO under mitten av februari och tar över från Peter Hallman

LEDNING & STYRELSE

Källa: Jetpak



Rasmus Enderslev, Director Business Development

Rasmus Enderslev har en HHX/Higher Commercial Examination från Tietgen Business School och är utbildad flygfraktspeditör. Han har många års erfarenhet inom flyglogistik, senast med ledande positioner inom SAS Cargo i Norden och USA.

Aktieinnehav i Jetpak: 4 145 stycken aktier.



John Dueholm, Styrelseordförande och styrelseledamot

Masterexamen inom Ekonomi från Copenhagen Business School. Har tidigare erfarenhet som President och CEO av SAS AB och Vice CEO av SAS Group. Tidigare Executive VP av Group 4 Falck, ISS Scandinavia A/S och Finansiell Konsult för DSB Rederi A/S. Pågående uppdrag som Styrelseordförande för Intermail AS och Vice Styrelseordförande för Scandinavian Brake Systems A/S.

Aktieinnehav i Jetpak: 9 699 stycken aktier.



Christian Høy, Styrelseledamot

HF från Sorø Akademi. Över 30 års erfarenhet av organisations- och strategiutveckling, marknadsföring samt ledarskap inom den internationella transport- och logistikbranschen, med uppdrag som styrelseordförande för CHS Air Logistics, FACT Danmark och Universal FDX samt exklusiv agent för FedEx i Danmark. Pågående uppdrag består av Styrelseledamot i Uniteam Transport Systems (HK) Ltd samt MC-Rejser. VD i Uniteam Transport Systems (HK) Ltd, Szenzes ApS och Anjoan ApS.

Aktieinnehav i Jetpak: 16 620 stycken aktier.



Lone Møller Olsen, Styrelseledamot

Masterexamen i ekonomi från Copenhagen Business School och är auktoriserad revisor. Lone Møller Olsen har varit styrelseproffs sedan 2016. Tidigare var hon partner på Deloitte i mer än 25 år med ansvar för bland annat management positions och customer relations. Hon var tidigare styrelsemedlem i Topdanmark Group och ordförande för revisionskommitten. Pågående uppdrag som Styrelsemedlem i Karnov Group AB (och ordförande för revisionskommitten), BankInvest, BankInvest Vælger, BI Private Equity, BankInvest Select, Bankinvest Engros, B1 och Pensiondanmark EMD samt KNI A/S (och ordförande för revisionskommitten).

Aktieinnehav i Jetpak: 0 stycken aktier.



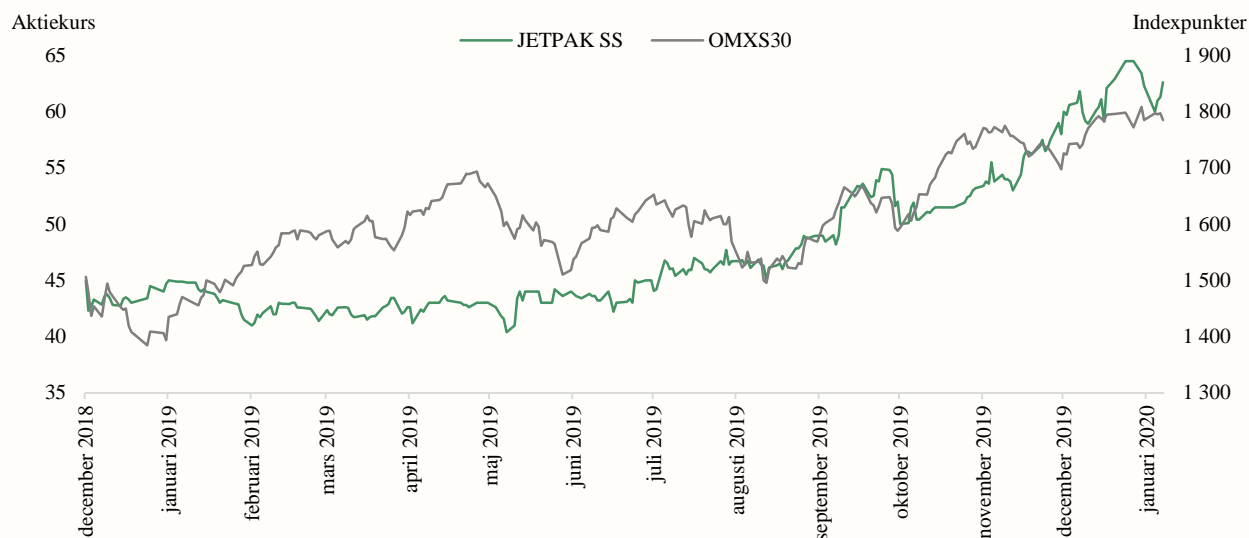
Shaun Heelan – Styrelseledamot

Shaun Heelan har en BA inom Economics and Business och en M.sc inom High Performance Computing från The University of Dublin (Trinity College). Han har tidigare innehaft höga positioner vid BlueCrest Management, DW Partners (Head of Development för Emerging Markets vid, Head of Commercial Real Estate) och var tidigare Director av Global Mortgage Correlation business vid Bank of America Merrill Lynch och analytiker at Goldman Sachs. Pågående uppdrag som Analytiker och Partner på Paradigm Capital

Aktieinnehav i Jetpak: 0 stycken aktier.

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



Base Case (MSEK)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	701,7	755,7	861,7	1 044,4	1 096,0
Övriga rörelseintäkter	49,5	20,8	35,8	43,4	45,6
Totala intäkter	751,2	776,5	897,6	1 087,8	1 141,6
Kostnad sålda varor	-494,2	-535,3	-593,6	-716,7	-749,3
Bruttoresultat	257,0	241,2	304,0	371,1	392,3
Bruttomarginal	34,2%	31,1%	33,9%	34,1%	34,4%
Personalkostnader	-116,4	-131,2	-140,5	-175,8	-188,1
Övriga externa kostnader	-49,8	-71,6	-44,3	-53,7	-56,3
Övriga rörelsekostnader	-1	0	0	0	0
EBITDA	89,3	38,4	119,2	141,7	147,9
EBITDA-marginal	11,9%	4,9%	13,3%	13,0%	13,0%
Av- och nedskrivningar	-8,5	-9,3	-9,4	-11,4	-12,0
EBIT	80,7	29,1	109,8	130,3	135,9
EBIT-marginal	10,7%	3,8%	12,2%	12,0%	11,9%
Finansnetto	-19,2	-32,0	-10,8	-12,4	-13,0
EBT	61,6	-2,8	99,0	117,9	122,9
Skatt	-9,7	-2,6	-21,2	-25,2	-26,3
Nettoresultat	51,9	-5,4	77,8	92,6	96,6
Nettomarginal	6,9%	-0,7%	8,7%	8,5%	8,5%

APPENDIX

Försäljnings- och EBIT-estimat i ett Bear case

tSEK	2019	2020	2021
Försäljning	722 727	808 383	810 153
Tillväxt	-10%	12%	0%
Norden	680 180	764 134	764 134
Tillväxt	-11%	-7%	0%
Marknadsandelstillväxt	-16%	-11%	-5%
Underliggande marknadstillväxt	5%	5%	5%
Resterande av Europa	42 547	44 249	46 019
Tillväxt	4%	4%	4%
Marknadsandelstillväxt	0%	0%	0%
Underliggande marknadstillväxt	4%	4%	4%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>9%</i>
EBIT	88 434	86 789	74 827

Försäljnings- och EBIT-estimat i ett Bull case

tSEK	2019	2020	2021
Försäljning	921 846	1 150 846	1 252 556
Tillväxt	14%	25%	9%
Norden	871 542	1 097 523	1 196 300
Tillväxt	9%	26%	9%
Marknadsandelstillväxt	4%	4%	4%
Underliggande marknadstillväxt	5%	5%	5%
Resterande av Europa	50 304	53 323	56 255
Tillväxt	6%	6%	6%
Marknadsandelstillväxt	2%	2%	2%
Underliggande marknadstillväxt	4%	4%	4%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>
EBIT	112 799	137 858	149 116

Försäljningsestimat för 2019

tSEK	Q1	Q2	Q3	Q4E
Sverige	97 442	98 291	93 107	106 956
Norge	72 268	76 161	75 172	82 799
Finland	14 940	16 218	15 337	17 217
Danmark	7 480	7 332	9 761	9 099
Holland	1 745	1 589	1 443	1 769
Storbritannien	438	284	255	362
Belgien	12 504	12 966	14 131	14 664

Target	Acquirer	TV (MSEK)	TV/S	TV/EBIT
Swebus Express	Flixbus Sverige AB	192	1,30	neg.
DBO Busser Holding A/S	Nobina	294	1,33	7,72

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: 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

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen. 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