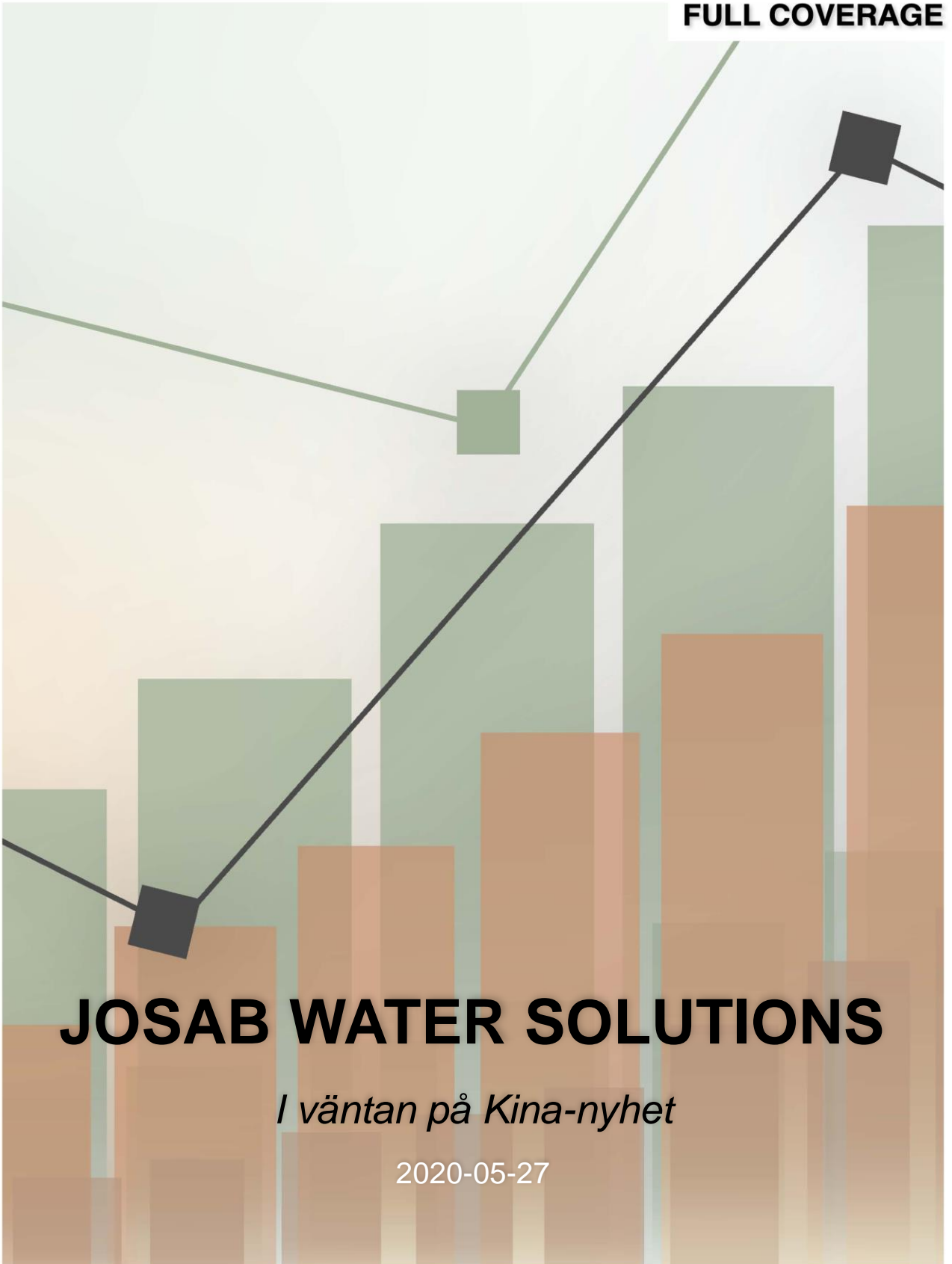


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



JOSAB WATER SOLUTIONS

I väntan på Kina-nyhet

2020-05-27

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 den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

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

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

Josab Water Solutions AB (publ) ("Josab" eller "Bolaget") är ett svenskt företag verksam inom vattenrening. Bolaget säljer dels större vattenreningsenheter till större operatörer, dels mindre vattenreningsenheter verksam i driften. Vattenreningen sker genom Josabs egenutvecklade material Aqualite™, som baseras på mineralen Zeolit. Processen inleds med att vatten trycksätts genom en bädd av Aqualite och förs igenom ett UV-filter. Zeoliten utvinns ur Bolagets gruva i Ungern där produktionen av vattenreningsenheterna även sker. Bolaget är idag verksam på flera marknader innefattande bl.a. länder i Europa, Indien och Kina.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q1-20	5
Investeringsidé	6
Potentialen i Kina	7
Bolagsbeskrivning	8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell prognos	11-14
Värdering	15
Bull & Bear	16
Ledning & Styrelse	17
Appendix	18
Disclaimer	19

VÄRDEDRIVARE

7 av 10

Josab verkar på en global marknad där 750 miljoner människor står utan vatten. Josabs affärsmodell i Indien är skalbar då vattnet tillhandahålls gratis och den fasta kostnaden per vattenkiosk är låg. Avtal har även kommit på plats för den kinesiska marknaden, gällande dels ett licensavtal samt etablering av ett JV-bolag. Avtalen som ingåtts under H2-19 estimeras utgöra viktiga värde drivare under 2020 och framåt.

HISTORISK LÖNSAMHET

2 av 10

Josab har under de senaste åren inte uppvisat någon signifikant försäljning. Samtidigt har Bolaget uppvisat rörelseförluster på över 15 MSEK de senaste tre åren, och under 2019 belastades dessutom resultatet ytterligare med en engångsnedskrivning om ca 6 MSEK. Den historiska lönsamheten anses som svag, vilket därmed drar ner betyget. Betyget är enbart baserat på historik och är inte framåtblickande.

LEDNING & STYRELSE

5 av 10

Josabs ledningen besitter kompetens från flertalet relevanta områden. Bolaget har sedan befintlig ledning tillträtt inlett etablering på den indiska och kinesiska marknaden, vilket är att anse som ett gott betyg. Förhandlingar som resulterat i avtal i Kina ser vi som ett gott betyg på ledning och styrelsens förmåga.

RISKPROFIL

8 av 10

Josab etablerar sig just nu bl.a. på den indiska och kinesiska marknaden. Såväl lokala myndigheter som befolkningens inställning till ny teknik kan försena processen, och om den initiala etableringsfasen inte är framgångsrik eller drar ut på tiden, kan det hämma utvecklingen i andra marknader. Närmast anser vi att utvecklingen kring coronavirusets effekter inom primärt Kina är en viktig parameter att följa. Viruset har redan påverkat Josab i form av försenade processer gällande JV-bolaget i Kina och det kan inte uteslutas att processer skulle kunna försenas ytterligare.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

JOSAB WATER SOLUTIONS AB (PUBL)

I VÄNTAN PÅ KINA-NYHET



Spänningen är hög där vi och marknaden sitter på nålar inför nästa besked om status gällande Kina-etableringen. Baserat på vad som framgick i Q1-rapporten är det tänkbart att något kan komma att kommuniceras innan sommaren, vilket i sig kan utgöra en värde drivare i aktien. Under tiden ska det komma ihåg att det fortsatt finns potential på den indiska marknaden, där införda regleringar talar för Josabs teknik. Utifrån rådande läge väljer vi att justera vårt värderingsintervall, där vi ser ett motiverat värde per aktie mellan 1,6 – 7,5 kr, med 3,8 kr i ett Base scenario. Vi betonar att nyheter kring etableringen av JV-bolaget i Kina kan komma att få en stor påverkan på bolagsvärderingen på kort sikt, och i sig kan påverka nuvarande värderingsintervall.

▪ Första kvartalet avklarad – fortsatt fokus på JV-etablering

För Q1-20 redovisade Josab en nettoomsättning om 0,4 MSEK (0,4), där rörelseresultatet (EBIT) uppgick till -4,2 MSEK (-3,8). Precis som för många andra företag så har även Josab påverkats av Covid-19, där effekterna troligen kommer kännas av även under innevarande kvartal (Q2-20). Josab skriver dock i rapporten att de idag är i fas med Bolagets normala verksamhet, och nya projekt beräknas kunna hanteras inom nuvarande organisation och bemanning. Josab ser fortsatt positivt på framtiden och att de ska kunna öka omsättningen kraftigt under innevarande år, där styrelsens prognos är att rörelseresultat för 2020 skall förbättras betydligt jämfört med 2019. Analyst Group antar att Kina-etableringen kommer spela en avgörande roll.

▪ Både Indien och Kina är intressant i närtid

Josabs arbete för att få ett JV-bolag på plats i Kina har pågått under hela våren och vägen har inte varit helt rak. Utbrottet av Covid-19 och ett kinesiskt nyår har resulterat i en försenad process. Josab skriver dock att alla hinder för registreringen nu är undanröjda och att den pågående konverteringen av Josabs kinesiska dotterbolag till ett JV, och erhållandet av en s.k *Business License*, är kompletterad från alla inblandade parter. Enligt erhållen information, från handläggare, skall registreringen vara klar innan maj månads utgång. I Indien har ett förbud införts mot användandet av membrantekniken omvänd osmos, vilket idag är den vanligast förekommande tekniken på den indiska marknaden för rening till dricksvatten. Josabs reningsteknik är ett högst aktuellt alternativ vilket ger Josab en gynnsam marknadsposition.

▪ Uppdaterat värderingsintervall

Då rådande marknadsläge består av en hög grad osäkerhet, något som även påverkar Josabs etablering i Kina som är en viktig hörnsten i bolagsvärderingen, väljer vi att i samband med den här analysuppdatering justera vårt värderingsintervall. Vi ser fortsatt positivt på Josab och anser att det borde finnas mer att hämta från dagens nivåer, där potentiellt närliggande PM kan utgöra bra ”kurstriggers” i aktien.

AKTIEKURS | 2,2 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2023 ÅRS PROGNOIS

BEAR 1,6 kr	BASE 3,8 kr	BULL 7,5 kr
-----------------------	-----------------------	-----------------------

Värderingen är härledd utifrån en nuvärdesberäkning av ett potentiellt bolagsvärde år 2023.

JOSAB WATER SOLUTIONS AB (PUBL)				
Stängningskurs (2020-05-26)	2,2			
Antal Aktier	76 322 629			
Market Cap (MSEK)	167,9			
Nettokassa(-)/skuld(+)	-7,2			
Enterprise Value (EV)	160,7			
V.52 prisintervall (SEK)	1,45 – 7,42			
UTVECKLING				
1 månad	+16,2 %			
3 månader	-31,6 %			
1 år	-31,8 %			
YTD	-42,1 %			
HUVUDÄGARE (2020-03-31), KÄLLA: HOLDINGS				
Avanza Pension	11,3 %			
Vimab Holding AB	8,7 %			
Nordnet Pensionsförsäkring	4,0 %			
KLA Karlerö Liljeblad Advokatbyrå HB	2,1 %			
Artur Stefan Östlund	1,7 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Henry Koskela (t.f.)			
Styrelseordförande	Zhu Yongjun			
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport Q2 2020	t.b.a.			
Finansiell prognos (Base), MSEK				
	2018	2019	2020E	2021E
Totala intäkter	4,5	4,1	7,4	22,2
Omsättningstillväxt	305%	-9%	82%	199%
Rörelsekostnader, inkl. bruttokostnader	-21,1	-27,5	-18,5	-21,6
EBITDA	-16,6	-23,4	-11,0	0,7
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	3%
EV/S	37,2	41,1	22,5	7,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	NM

KOMMENTAR Q1-20

Omsättningen under Q1-20 uppgick till 0,4 MSK (0,4), där intäkterna som väntat var främst hänförliga till materialförsäljning i Ungern. Sett till Bolagets kostnadsbas uppgick koncernens totala rörelsekostnader till -4,4 MSEK (-4,2), där den marginella ökningen i huvudsak beror på ökade kostnader för juridisk rådgivning, vilket Analyst Group antar är relaterat till Josabs pågående etablering i Kina. Precis som för många andra företag så har även Josab påverkats av Covid-19, där effekterna troligen kommer kännas av även under innevarande kvartal (Q2-20). Josab skriver dock i rapporten att de idag är i fas med Bolagets normala verksamhet, och nya projekt beräknas kunna hanteras inom nuvarande organisation och bemanning. Josab ser fortsatt positivt på framtiden och att de ska kunna öka omsättningen kraftigt under innevarande år, där styrelsens prognos är att rörelseresultat för 2020 skall förbättras betydligt jämfört med 2019.

Registrering i Kina kan vara klar innan maj månads utgång

Josabs arbete för att få ett Joint Venture-bolag på plats i Kina har pågått under hela våren och vägen har inte varit helt rak. Utbrottet av Covid-19 och ett kinesiskt nyår uppe på det har resulterat i en försenad process. Josab skriver dock att alla hinder för registreringen nu är undanröjda och att den pågående konverteringen av Josabs kinesiska dotterbolag till ett JV, och erhållandet av en s.k *Business License*, är kompletterad från alla inblandade parter. Enligt erhållen information, från handläggare, skall registreringen vara klar innan maj månads utgång.

Status i Indien

Senaste tiden har det av naturliga skäl blivit mycket fokus på den kinesiska marknaden och Josabs etablering där. Likväl ska det inte glömmas bort att det fortfarande finns en mycket stor potential för Josabs vattenreningsteknik i Indien, ett land som har stora problem med brist på rent dricksvatten. Till exempel saknar över 50 % av Indiens ca 1,3 miljarder invånare indragna vattenledningar till sina hem. I sitt VD-ord i Q1-rapporten lyfter Henry Koskela fram en viktig händelse i Indien som kan gynna Josab i närtid:

”En stor, och för Josab viktig, förändring i Indien är ett förbud mot användandet av membrantekniken omvänd osmos (RO), då tekniken slukar stora mängder renat vatten i reningsprocessen. Tekniken är den vanligast förekommande på indiska marknaden för rening till dricksvatten. Vår Aqualite™ baserade reningsteknik är en av få konkurrerande tekniker inom flera området för dricksvatten, exempelvis ATM’s. Josab har under nedstängningen [till följd av Covid-19] identifierat bolag inom detta område, som kontaktats för att erbjudas tekniksamarbete i någon form framöver. Flera svar har erhållits och vi ser med stor förhoppning fram emot fortsättningen av detta arbete efter att nedstängningen hävts.”

INVESTERINGSIDÉ

Josab adresserar ett av världens största hälsoproblem, bristen på rent vatten. Ungefär 2,1 miljarder människor på jorden saknar tillgång till rent vatten, varav ungefär 160 miljoner människor tvingas hämta orent dricksvatten från osäkra källor. Josab verkar på flera marknader, bl.a. på den indiska och kinesiska marknaden där ett licensavtal håller på att implementeras i kombination med etableringen av ett JV-bolag där Josab äger 49 %. I ett Base scenario estimeras Josab till år 2023 nå en omsättning om ca 52 MSEK. Med en multipelvärdering, given kapitalstruktur och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls ett nuvärde idag om 3,8 kr (5,0) per aktie i ett Base scenario.

Miljontals människor brukar vatten från osäkra källor

Den globala efterfrågan på vatten estimeras öka med 50 % till 2050, vilket minst sagts resulterar i samhällsmässiga utmaningar. Josab är idag verksam bl.a. på den indiska marknaden, ett land med en befolkning på över 1,3 miljarder invånare. 53 % av dessa har inte vattenledningar indragna till sina hem. Den indiska ekonomin väntas växa kraftigt med en BNP per capita-tillväxt om 9 % årligen fram 2023. Då vatten är en absolut nödvändighet väntas den ekonomiska tillväxten leda till en ökad efterfrågan på rent och hälsosamt vatten. Utöver Indien arbetar Josab även mot den kinesiska marknaden, där ett JV-Bolag nu etableras tillsammans med ett licensavtal för försäljning av Aqualite. Kina är idag världens största stat med en befolkning på knappt 1,4 miljarder invånare. Landet utgör ca 19,5 % av världens befolkning men innehar samtidigt endast 7 % av världens färskvattenreserver. Vidare uppskattas två tredjedelar av Kinas 660 städer lida av vattenbrist. Marknaden för vattenrening i Kina är mycket stor och väntas växa med en CAGR om 6,7 % till 2022, där Josabs teknologi fyller ett stort behov.

Låga fasta kostnader gör Bolagets affärsmodell skalbar

Vid installation av vattenkiosker kan modellen vara att Josab ingår ett samarbetsavtal med ett lokalt företag samtidigt som Bolaget bibehåller äganderätten av vattenkioskerna. Då vattnet tillhandahålls kostnadsfritt av myndigheterna är de rörliga kostnaderna låga, samtidigt som kioskerna har hög kapacitet. Driftkostnaden per vattenkiosk estimeras uppgå till ca 15 tSEK/år, för att täcka denna kostnad beräknas varje kiosk behöva sälja ca 650 liter vatten per dygn. Maximal kapacitet är 20 000 liter per dygn. De enskilda kioskerna kan snabbt täcka sina kostnader samtidigt som kapaciteten ger utrymme för skalbarhet. Ju längre varje enskild kiosk är i bruk väntas även försäljning per kiosk öka.

Möjligheter på den kinesiska marknaden

Under januari 2019 kommunicerade Josab att tekniktesterna i Kina erhållit ett officiellt godkännande, och fick i samband med detta en formell förfrågan att påbörja förhandlingar kring ett exklusivt licensavtal, gällande Aqualite™ teknologin för den kinesiska marknaden. Den 12 september 2019 meddelande Josab att parterna har kommit fram till att man vill fördjupa samarbetet ytterligare, varför förhandlingarna utvecklades till att diskutera att etablera ett gemensamt [JV-] bolag för den kinesiska marknaden. Under början av november 2019 kommunicerade Josab att JV-avtalet för Josab i Kina var klart, där ledningen kommunicerade att de ser stora fördelar med det gemensamma bolaget istället för enbart ett rent licensavtal. Ett licensavtal kom dock också plats, där JV-Bolaget med ensamrätt i Kina ska tillverka, marknadsföra och sälja Josabs teknologi för vattenrening baserad på användandet av Aqualite. För att reglera detta har Josab och JV-Bolaget ingått just ett licensavtal som då reglerar rätten för JV-Bolaget att köpa Aqualite av Josab. Josabs ägarandel om 49 % av JV-Bolaget, samt tillförande av Aqualite enligt licensavtalet, ses som en stark värde drivare.

Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras Josab successivt öka omsättningen till ca 52 MSEK år 2023, drivet primärt från den indiska och kinesiska marknaden. Baserat på en multipelvärdering på 2023 års försäljning, vilken även underbyggs av det förväntade värdet från Josab ägarandel i det kinesiska JV-Bolaget, erhålls ett nuvärde per aktie om 3,8 kr i ett Base scenario. Vid annorlunda utfall av gjord prognos, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras.

Framgång i Indien och Kina är viktiga faktorer att bevaka

Etablering på den indiska marknaden bedöms som utmanande då processer med lokala myndigheter kan vara utdragna, och de indiska konsumenterna bedöms som konservativa. För att kunna sluta fler avtal gällande vattenkiosker är det därför viktigt att Bolaget når Proof of Concept i Hyderabad och Nagpur. Arbetet i Kina fortlöper, men har drabbats av förseningar, och frågan är hur snabbt den förväntade försäljningstillväxten kan komma igång.

**BRISTEN PÅ
RENT
VATTEN ÄR
EN TREND
SOM TALAR
FÖR JOSAB**

**~52 MSEK
OMSÄTTNING-
PROGNOS
2023**

POTENTIALEN I KINA

Josab publicerade den 13 november 2019 kallelsen till den extra bolagsstämman, med information kring avtalen för etableringen i Kina.

Sammanfattning av JV-bolaget

Ägarstruktur (%):

- Josab Water Solutions AB ("Josab"): **49 %**
- Beijing Win Fortune Technologies Ltd ("WF"): **25,5 %**
- Global Green Development Capital Management Beijing Ltd ("GGDC"): **25,5 %**

WF och GGDC kommer kapitalisera JV-bolaget med ca 1,040,000 RMB kontant. Josab står för det tekniska kunnandet, som på sikt kommer att överföras på lokal personal, utveckling och R&D.

Sammanfattning av Licensavtalet

JV-bolaget ska med ensamrätt i Kina tillverka, marknadsföra och sälja Josabs teknologi för vattenrening baserad på användandet av Aqualite. För att tillhandahålla Aqualite, erhåller Josab en licensavgift om 300 euro/ton samt en intäkt om 1 700 euro/ton såld Aqualite. Total intäkt för Josab är således 2 000 euro/ton såld Aqualite.

Den totala minimivolym för de tre första åren är 1 400 ton Aqualite, vilket utifrån nämnd prissättning och period således skulle motsvara en total intäkt om ca 28 MSEK för Josab. Minimivolymerna är uppdelade på de tre första åren enligt:

- År 1: 200 ton, vilket skulle motsvara en intäkt om ca 4 MSEK för Josab
- År 2: 400 ton, vilket skulle motsvara en intäkt om ca 8 MSEK för Josab
- År 3: 800 ton, vilket skulle motsvara en intäkt om ca 16 MSEK för Josab

Totala avtalstiden är fem år, med en förlängning om två år vid utebliven uppsägning av avtalet.

Teckningsoptioner kan visa vägen för värderingen

Under december 2018 startade diskussionerna om ett licensavtal med WF men även att WF hade intresse av att investera i Josab, då det skulle stärka banden mellan bolagen och att de såg en stor potential för Josabs produkter, initialt på kinamarknaden. I december 2018 låg Josabs aktiekurs runt 2 SEK, vilket således återspeglar det pris som överenskommit i den riktade emissionen som ska göras om 7 miljoner aktier.

Investeringen är uppdelad i fyra olika steg:

1. Direktinvestering 7 miljoner aktier, 2 SEK/aktie, Josab tillförs 14 MSEK.
2. Teckningsoptioner Serie 1, 12 månaders löptid, 6 miljoner aktier, 6 SEK/aktie, Josab kan tillföras 36 MSEK.
3. Teckningsoptioner Serie 2, 24 månaders löptid, 10 miljoner aktier, 8 kr/aktie, Josab kan tillföras 80 MSEK.
4. Teckningsoptioner Serie 3, 36 månaders löptid, 10 miljoner aktier, 10 kr/aktie, Josab kan tillföras 100 MSEK.

Totalt skulle Josab således kunna tillföras 230 MSEK om alla optionsprogram löses fullt ut. Aktiekapitalet skulle med dessa emissioner öka med totalt 3 300 000 kronor, och antalet aktier med 33 Miljoner, med en utspädning om 30%.

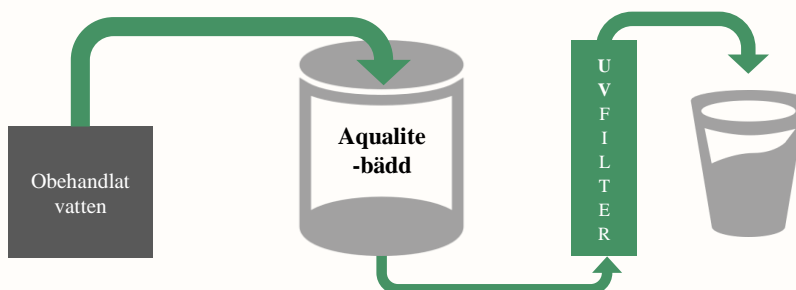
När teckningsoptioner förhandlas ligger det såklart i både utställarens och innehavarens intresse att nivån för optionsinlösen sätts på en nivå som båda parter med god sannolikhet tror kan uppnås, helst med bra marginal. Angivna nivåer för teckningsoptionerna kan således ses som en illustrativ värde-trappa som båda parter tror att Josab minst kan uppnå, vilket innebär att aktien ska stå i minst 6 kr om ett år, 8 kr om två år och 10 kr om tre år.

~28 MSEK
TOTAL
LÄGSTA
FÖRSÄLJNING
ÖVER 3 ÅR

BOLAGSBESKRIVNING

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

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



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

Intäktsmodell

Josab har historiskt sett genererat intäkter från tre olika produktgrupper:

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

Kostnadsdrivare

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

Strategisk utsikt

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

Gällande den kinesiska marknaden har uppstarten av JV-samarbetet i praktiken redan inletts. Dock, till följd av både det kinesiska nyåret och utbrottet av coronaviruset har processen drabbats av förseningar under inledningen av 2020.

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

MARKNADSANALYS

Marknaden för vattenrening

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

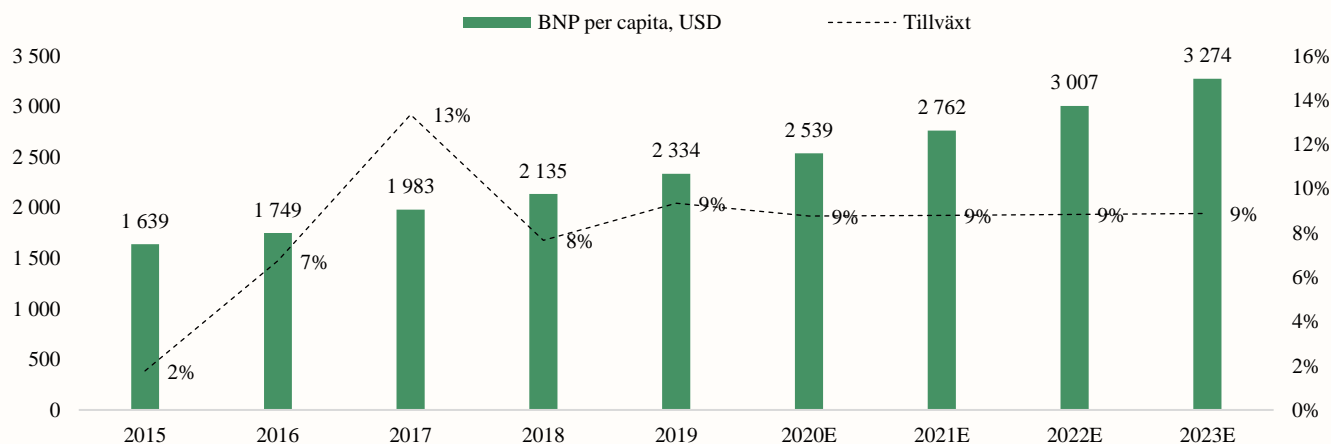
Ekonomins tillväxt väntas öka efterfrågan på rent vatten i Indien

Med en befolkning på drygt 1,3 miljarder utgör Indien världens näst största land sett till befolkning. Landet får betraktas som en utvecklingsekonomi med en BNP per capita om 1 983 USD 2017.² Samtidigt väntas den ekonomiska tillväxten vara stor de närmaste åren, med en genomsnittlig tillväxttakt i BNP per capita om 9 % till 2023. Utifrån en analys av vattenkonsumtion går det att utläsa att det existerar tydliga korrelationer mellan länders BNP per capita och utgifter för vattenrening.³ Det kan förmodligen härledas till att vatten är centralt för människans hälsa och att ökad konsumtion av vatten, både i termer av kvalitet och kvantitet, kan ha stor påverkan på hälsan. Således väntas den ekonomiska tillväxten i Indien på sikt leda till att efterfrågan på hälsosamt vatten ökar.

EFTERFRÅGAN
PÅ RENT VATTEN
FÖRVÄNTAS ÖKA

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

Prognos över BNP per capita till 2023E



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

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

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

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

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

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

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

MARKNADSANALYS

Konsumtionsbeteende

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

Konkurrerande tekniker

Bolaget konkurrerar primärt med två olika typer utav vattenreningstekniker.

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

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

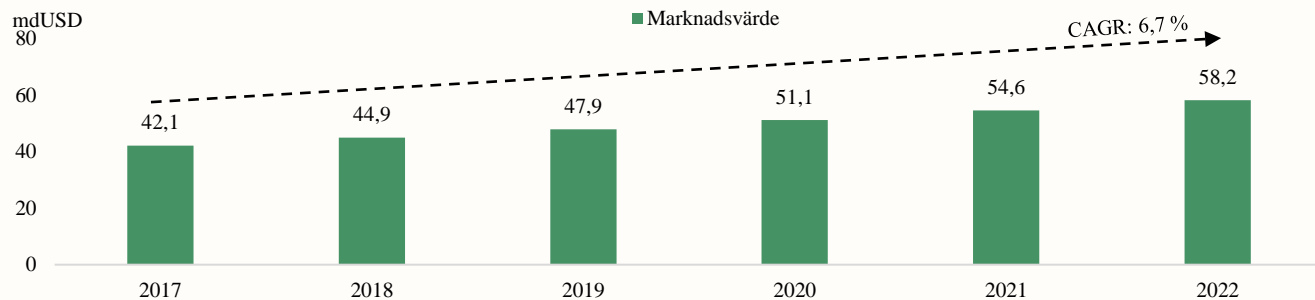
Priset på vatten i Indien varierar beroende på region och kvalitet. Priset för vatten på flaska antas kosta från 10 INR per liter och uppåt.⁶ Vattnet från Bolagets kiosker kostar för slutkonsumenten 1 INR per liter.

Kinesiska marknaden för vattenrening

Kina är idag världens största stat med en befolkning på knappt 1,4 miljarder invånare. Landet utgör ca 19,5 % av världens befolkning men innehar samtidigt endast 7 % av världens färskvattenreserver. Vidare uppskattas två tredjedelar av Kinas 660 städer lida av vattenbrist. Marknaden för vattenrening i Kina är mycket stor och väntas växa med en CAGR om 6,7 % till 2022.

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

Marknaden för vattenrening i Kina 2017-2022



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

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

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

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

FINANSIELLA PROGNOSE

Josab har historiskt inte visat någon omfattande försäljning och Bolaget har endast erhållit orders sporadiskt. I dagsläget utgörs Josabs försäljning primärt av försäljning av vatten i vattenkiosker på den indiska marknaden, samt material- och maskinförsäljning i Sverige och Ungern. Vidare har Bolaget även sporadiskt sålt större vattenreningsenheter på andra geografiska marknader. De finansiella prognoserna utgår från fortsatt försäljning av vattenkiosker på den indiska marknaden, och ökad försäljningsvolym för respektive kiosk. Prognoserna inkluderar nu även tillväxt och uppskattade marginaler hänförliga till det licensavtal Josab ingått med JV-bolaget på den kinesiska marknaden. Aktieägare till Josab kommer även få ta del av det värde som uppstår till följd av Josabs ägarandel om 49 % i JV-Bolaget. Exakt hur detta värde dock kommer att utvecklas och redovisas under kommande kvartal och år återstår ännu att se.

Försäljning av vattenkiosker

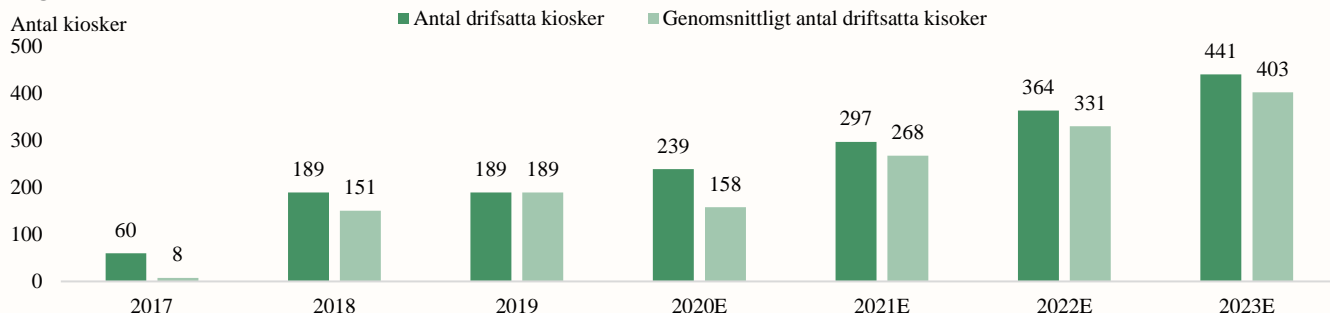
Vid utgång av Q4-18 hade Josab 189 installerade kiosker i drift. Utöver ovanstående har Bolaget erhållit orders om installation av ytterligare 160 kiosker. Bolaget har även tidigare kommunicerat att det från Hyderabad och Nagpur finns intresse för upp till 300 respektive 150 ytterligare kiosker. Framöver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

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

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

Antalet installerade kiosker estimeras uppgå till ca 441 st. vid utgången av 2023E.

Prognostiserad antal installerade kiosker 2020-2023E



Källa: Josab, Analyst Group prognos

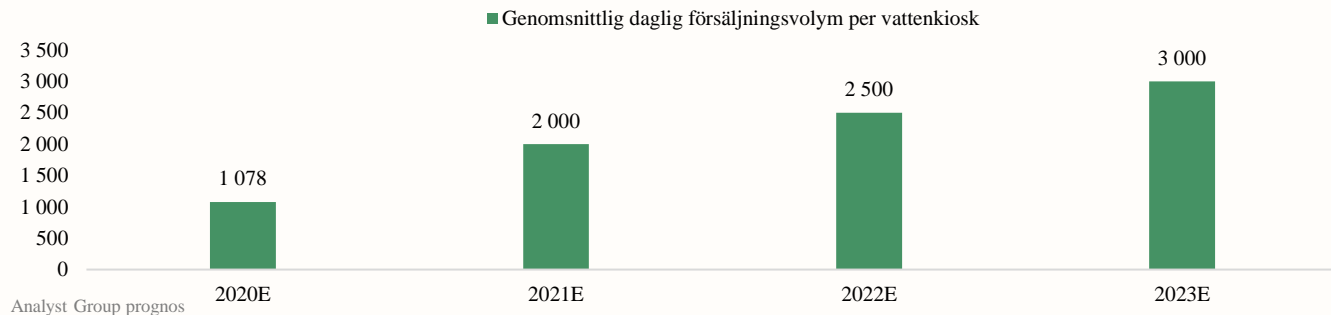
Försäljning per vattenkiosk

Josab säljer vattnet i sina kiosker i Indien för 1 INR per liter. Vid ett antagande om att cirka 1,3 MSEK av intäkterna under Q2-18 (används som mätperiod) härrörs från vattenkiosker motsvarar det en vattenförsäljningen om ca 15 miljoner liter och ca 1 200 liter per vattenkiosk och dygn. Den genomsnittliga vattenförsäljningen per kiosk förväntas kunna öka över tiden från den dagen den driftsatts allt eftersom konsumentbeteende förändras och fler konsumenter kan vinnas över. Då vattnet som erbjuds i kioskerna är hälsosamt och billigt väntas konsumenter inte i någon betydande utsträckning sluta använda kioskerna. Den genomsnittliga försäljningen per kiosk väntas stiga till drygt 1 900 liter 2023, vilket kan jämföras med en försäljning om 4 000 liter per kiosk som kommunicerades vid ordern i Hyderabad. Diskrepansen kan förklaras av att försäljning väntas tillta konstant över tiden från det att en kiosk driftsatts. 1 900 liter avser den genomsnittliga försäljningen vilket innebär att de kiosker som varit i drift en längre period har en betydligt högre försäljningsvolym.

FINANSIELLA PROGNOSE

Vattenförsäljningen per kiosk förväntas i genomsnitt uppgå till ca 3 000 liter 2023. Notera att det är ett genomsnitt, och enskilda kiosker kommer att ha högre försäljning.

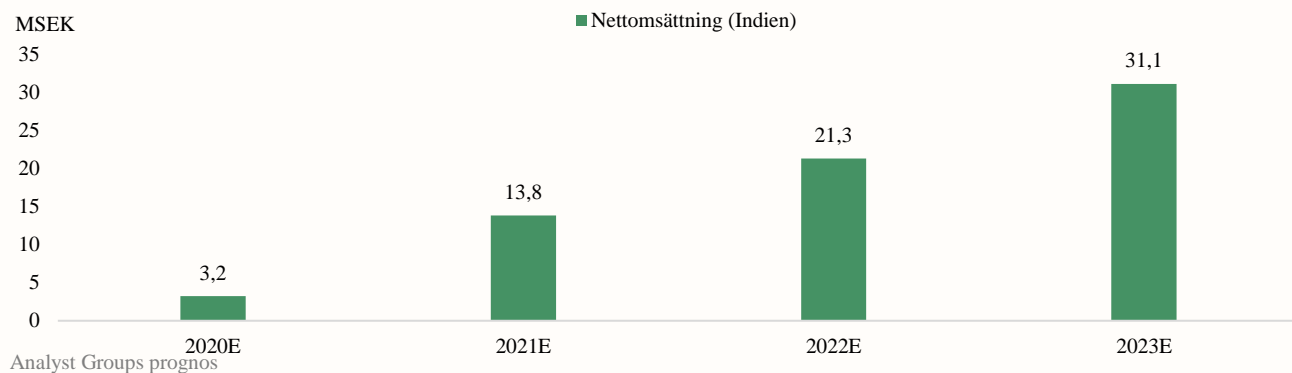
Prognostiserad vattenförsäljning per kiosk 2020-2023E



Då kioskerna har kapacitet att rena cirka 20 000 liter per dygn innebär det att möjligheten för enskilda kiosker att pumpa mer finns. Den implicita utnyttjandegraden estimeras 2023 i genomsnitt uppgå till 15 %. Detta gör att Bolaget inte drabbas av kapacitetsbegränsningar i det fall den långsiktiga efterfrågan skulle vara större än vad som förväntas, något som på förhand anses kunna vara svårt att bedöma. Den låga utnyttjandegraden bedöms också delvis kunna bero på att varje enskild kiosk antas täcka sina kostnader vid en försäljning om 650 liter per dygn (motsvarande drygt 3 % utnyttjande). Detta gör att vattenkioskerna kan placeras närmare varandra, så att de täcker kostnaderna initialt, men samtidigt kan adressera ett maximalt antal personer vartefter fler individer väljer att köpa Josabs vatten.

Vad avser utvecklingen i Indien har mellersta delarna av landet under slutet av 2019 / början av 2020, inklusive Hyderabad, drabbats av den värsta monsunperioden på mer än 10 år vilket drabbat Josabs kioskprojekt. Utrymme borde ännu finna för en bra utveckling.

Prognostiserad omsättning hänförligt till vattenkioskprojekten i Indien



Kostnader hänförlig till verksamheten i Indien

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

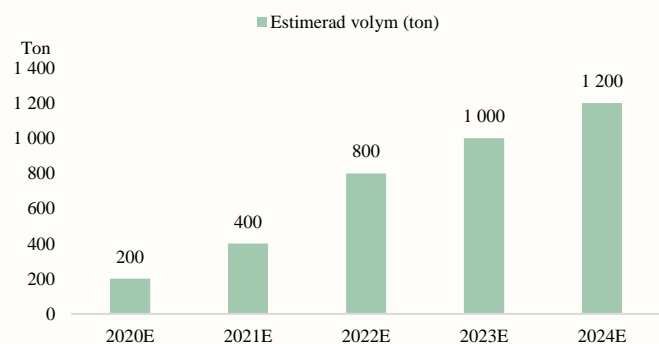
FINANSIELLA PROGNOSE

Licensavtal i Kina

JV-bolaget i Kina ska tillverka, marknadsföra och sälja Josabs teknologi för vattenrening baserad på användandet av Aqualite. För att tillhandahålla Aqualite erhåller Josab en licensavgift samt en intäkt per såld mängd. Den totala minimivolymer för de tre första åren är 1 400 ton Aqualite där minimikravet är att 50 % måste uppfyllas årligen, men när tre år har gått ska totalt 100 % ha köpts och levererats. Följande är en illustration av hur försäljningen skulle kunna utvecklas för Josab under kommande åren.

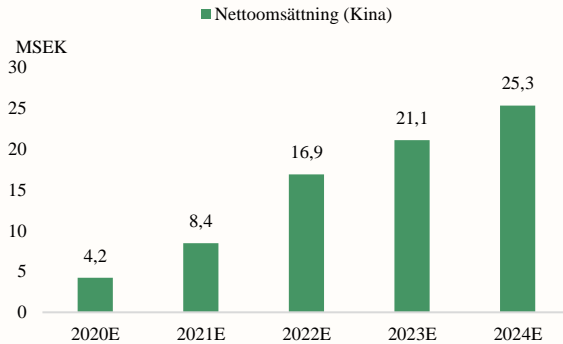
Potentialen från den kinesiska vattenmarknaden är minst sagt omfattande, där rådande licensavtal öppnar upp en ny intäktskälla för Josab.

Potentiell volym från licensavtalet om försäljning av Aqualite



Analyst Groups prognos

Potentiell omsättning från licensavtalet



Analyst Groups prognos

Räkneexempel för JV-bolaget i Kina

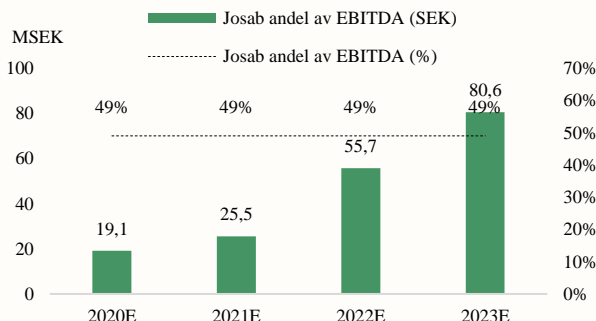
1 400 ton Aqualite skulle kunna användas för att bygga 2 300 st. S100-maskiner, alternativt 560 st. S500-maskiner. Efter sommaren erhöll Josab en initial order från Sichuan avseende tre S100-maskiner till ett totalt ordervärde om ca 1 MSEK, motsvarande ca 330 000 SEK per S100-maskin. Även om det inte har uttalats något exakt försäljningsmål av maskiner för JV-bolaget, samt hur då JV-bolaget skulle prissätta maskinerna, skulle ändå ett illustrativt räkneexempel kunna göras. Om ett genomsnittligt försäljningspris om ca 330-360 000 SEK per S100-maskin skulle appliceras framgent, så skulle 2 300 S100-maskiner motsvara en omsättning omkring 800 MSEK för JV-bolaget. Baserat på våra tidigare publicerade analyser, kan en bruttomarginal om lägst 50 % per enhet antas, vilket således skulle motsvara ett bruttoreultat omkring 400 MSEK för JV-bolaget. Hur sedan JV-bolagets rörelsekostnader kommer se ut under kommande år, är svårt att säga idag. Likväl kommer 49 % av JV-bolagets resultat att vara hänförligt till Josab, och kan då komma att redovisas som "resultat hänförligt till intressebolag" i Josabs egna resultaträkning. Detta är såklart ingen prognos, men visar likväl vilken enorm potential som finns i och med Kina-etableringen, utöver själva minimumintäkterna om ca 28 MSEK från licensavtalet. Viktigt att påpeka är även att ovan räkneexempel utgår från minimivolymer om 1 400 ton Aqualite. Det kan rimligen antas att Josab förväntar sig högre volymer, samt att ingen samarbetspartner skulle gå med på nämnda minimivolymer om de inte tror att detta med hög sannolikhet kan nås.

Följande är en illustration, ej prognos, av vilket värde som uppskattningsvis kan tillföras Josab från JV-bolaget.

Illustrativ utveckling av JV-bolaget i Kina

	2020E	2021E	2022E	2023E
Antal sålda S100-maskiner	300	400	700	900
Intäkter	108,0	144,0	252,0	324,0
Bruttoresultat	54,0	72,0	138,6	194,4
Bruttomarginal	50%	50%	55%	60%
Rörelsekostnader	-15,0	-20,0	-25,0	-30,0
EBITDA	39,0	52,0	113,6	164,4
EBITDA-marginal	36%	36%	45%	51%
Josab andel av EBITDA (%)	49%	49%	49%	49%
Josab andel av EBITDA (SEK)	19,1	25,5	55,7	80,6

Analyst Groups illustration



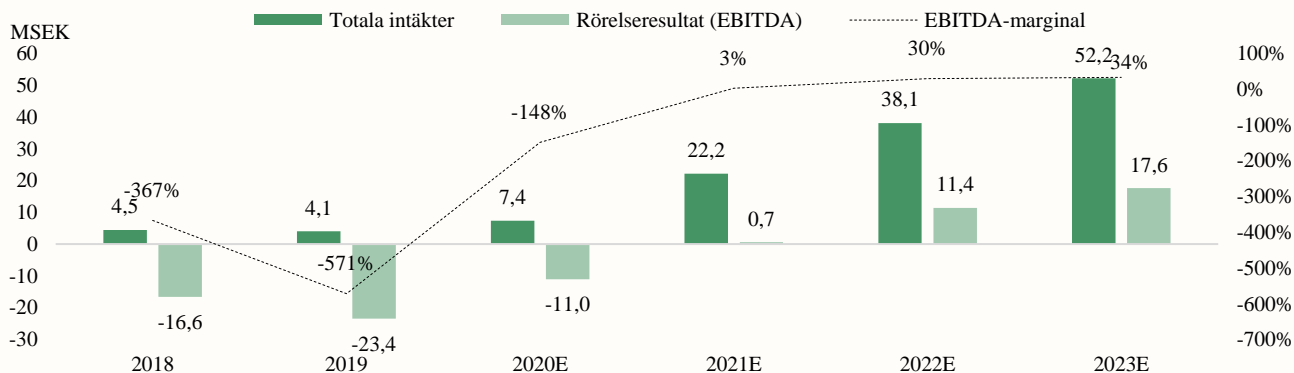
FINANSIELLA PROGNOSE

Följande är en sammanfattning av gjord prognos som sträcker sig till år 2023. Den ökade försäljningsvolymen drivs av ökad försäljning via befintliga samt tillkommande vattenkiosker i Indien, samt försäljningsutvecklingen på den kinesiska marknaden som rådande licensavtal förväntas generera. Prognoserna är kopplade till räkenskaperna för Josab Water Solutions AB (publ) och är således inte konsoliderade med, eller inkluderar, det värde som Bolaget kan tillföras från ägarandelen om 49 % i JV-Bolaget i Kina. Detta värde, om sådant uppstår, kommer troligen bokföras som "resultat hänförligt till intressebolag" i Josabs egna resultaträkning, och får i analysen uppdateras löpande. Omsättningstillväxten, i kombination med relativt fasta rörelsekostnader och bruttomarginal, genererar en högre lönsamhet för Josab. Omkring år 2021 estimeras Josab kunna uppvisa en positiv EBITDA-marginal.

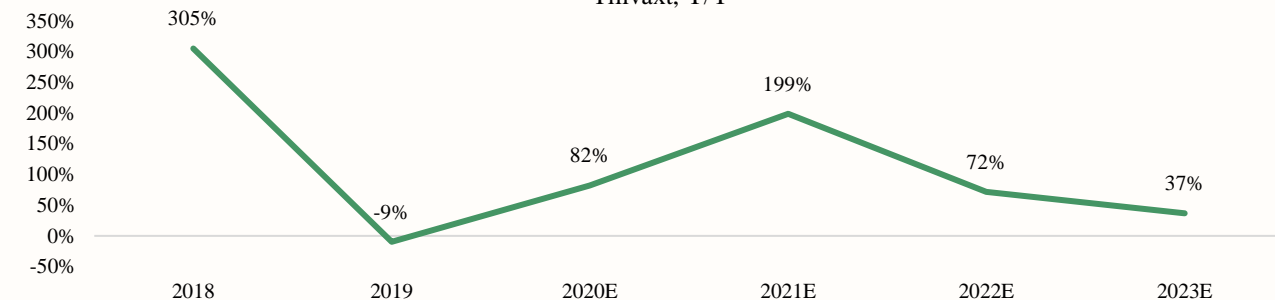
Gjord omsättningsprognos, i kombination med rörelsens fasta kostnader, resulterar i en succesivt stigande marginal.

Sammanfattning av Analyst Groups prognos för Josab Water Solutions AB (publ)

Base scenario, MSEK	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Indien (vattenkiosker)	4,0	2,8	3,2	13,8	21,3	31,1
Kina (licensavtal Aqualite)	n.a	n.a	4,2	8,4	16,9	21,1
Övrigt	0,5	1,3	0	0	0	0
Totala intäkter	4,5	4,1	7,4	22,2	38,1	52,2
Rörelsekostnader (inkl. bruttokostnader)	-21,1	-27,5	-18,5	-21,6	-26,7	-34,5
Rörelseresultat (EBITDA)	-16,6	-23,4	-11,0	0,7	11,4	17,6
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-367%</i>	<i>-571%</i>	<i>-148%</i>	<i>3%</i>	<i>30%</i>	<i>34%</i>



Tillväxt, Y/Y



Analyst Groups prognos

VÄRDERING

Josab verkar inom ett nischat område och har inga direkt jämförbara peers på den svenska börsen. En värdering av Josab går något utanför den traditionella mallen, motiverat av att Bolaget har flera olika verksamhets- och intäktsben, varför en typ av *sum-of-the-parts*-värdering tillämpas. Värderingen drivs primärt av följande övergripande faktorer.

- **Organisk tillväxt på befintliga marknader** - de finansiella prognoserna tar hänsyn till Bolagets förväntade utveckling på primärt den indiska marknaden, licens- och försäljningsavtalet av Aqualite till Kina samt övriga fristående orders.
- **Utvecklingen av JV-bolaget i Kina** - JV-bolaget tillkommer genom att Beijing Win Fortune Technologies Ltd och Global Green Development Capital Management Beijing Ltd. blir delägare i Josabs befintliga helägda kinesiska dotterbolag Josab China Ecological Water Treatment Systems Co., vilket omregistreras till en ny bolagsform som lämpar sig för den formen av verksamhet i Kina, det s.k. JV-bolaget. Josab kommer att äga 49 % där Josab står för det tekniska kunnandet, vilket på sikt kommer att överföras på lokal personal, utveckling och R&D, vilket kommer JV-bolaget till del där det är anpassat för kinesiska förhållande. Hur JV-bolaget utvecklas, och vilket värde Josabs ägarandel kan avkasta, återstår att se. Likväl anser Analyst Group att den potential som finns via ägarandelen, motiverar en högre värderingsmultipl för Josab-aktien.
- **Gruvtillgång** - Josab äger marken och bryträtten till gruvan där Bolagets zeolit utvinns. Fyndigheterna uppgår till cirka 5,7 miljoner ton och Bolaget innehar exklusiv bryträtt i 10 år med en maximal produktion om 500 ton per dag. Tidigare har Bolaget sålt Aqualite för ett pris om cirka 20 tSEK per ton, vilket kan ses som en stor indikation på fyndigheternas värde. Möjligheterna att sälja gruvan kan betraktas som en begränsning av nedsidan i det fall där den övriga verksamheten inte skulle utvecklas i en positiv riktning. Detta anses sänka risken, vilket motiverar en högre multipl.
- **Framtida tillväxtförväntningar** – vid tidpunkten för värderingen väntas Bolaget inte ännu vara i ett moget stadie. Givet att etablering på den indiska marknaden fortlöper, samt en lyckad expansion till Kina, väntas Bolaget kunna fortsatt växa i hög takt många år framöver, vilket således motiverar en högre multipl.

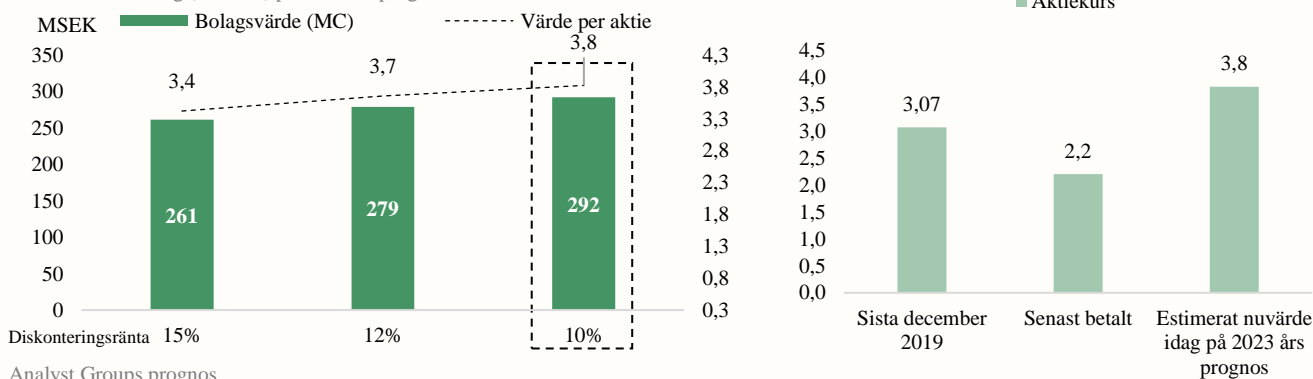
FLERA
FAKTORER
KAN
MOTIVERA EN
PREMIE I
VÄRDERINGEN

3,8 KR
PER AKTIE
PÅ GJORD
PROGNOS
(BASE)

Givet en målmultipl om P/S 7 på Josabs prognostiserade omsättning om ca 52 MSEK år 2023 ger det ett bolagsvärde om ca 370 MSEK. Givet tillämpad målmultipl, och en diskonteringsränta om 10 %, motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 3,8 kr i ett Base scenario på 2023 års prognos.

Med tillämpad målmultipl ger det en potentiell uppvärdering till omkring 292 MSEK idag, motsvarande ett nuvärde om 3,8 kr/aktie.

Potentiell värdering (nuvärde) på 2023 års prognos



Det kan inte uteslutas att Josab, utöver redan utestående optioner, kan komma att behöva ytterligare externa kapitalanskaffningar framgent. Med tanke på dagens karaktärsdrag är alternativ via aktiemarknaden mest troligt, t.ex. genom företrädesemission eller via riktad emission. Likt branschstandard kommer detta behöva ske till en marknadsrabatt, vilken vanligtvis brukar ställas i relation till en volymviktad historisk kurs under en viss föregående period av handelsdagar. I ett scenario där Bolaget skulle genomföra en kapitalanskaffning likt ovan, kommer det påverka värderingen. Det ska dock nämnas att om Josab utvecklas i linje med våra prognoser, är chanserna goda för att kapital kan inhämtas till en högre värderingsnivå än dagens rådande värdering.

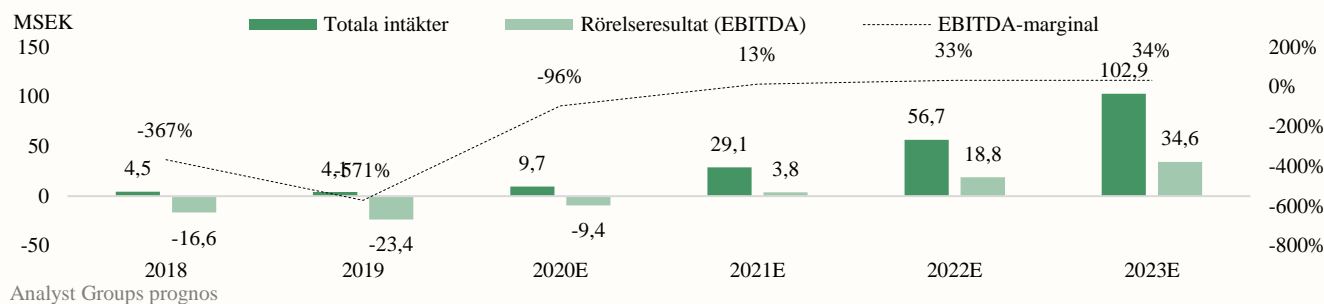
BULL & BEAR

I ett Bull scenario väntas Josab visa en högre installationsakt av vattenkiosker i Indien, vilket skulle innebära att fler människors vattenbehov adresseras. I scenariot väntas den inledande framgången i Hyderabad ta fart igen under 2020 och resultera i ytterligare orders från såväl Hyderabad som Maharashtra. Ett *Proof of Concept* underlättar för ytterligare orders från andra städer och regioner i Indien. För att generera högre försäljningsvolym är Bolaget beroende av att lokalbefolkningen övervinns och börjar förse sina vattenbehov från Josabs vattenkiosker. Försäljningen till lokalbefolkningen bedöms även påverkas av s.k. nätverkseffekter där befintliga konsumenter kan agera ambassadörer för nya potentiella konsumenter. Gällande den kinesiska marknaden, i ett Bull scenario, överstiger mängden såld Aqualite de minimivåer som licensavtalet kräver under de inledande åren om totalt 1 400 ton Aqualite. Högre nivåer än just minimikraven kan anses rimligt, då ingen samarbetspartner skulle gå med på nämnda minimivolymer om de inte tror att detta med hög sannolikhet kan nås. I ett Bull scenario estimeras Josab omsätta ca 100 MSEK år 2023 och nå *break even* under 2021. Baserat på en målmultipel om P/S 7, erhålls ett nuvärde idag om 7,5 kr per aktie på 2023 års prognos i ett Bull scenario.

7,5 KR
PER AKTIE
PÅ GJORD
PROGNOS
(BULL)

I ett Bull scenario tar tillväxten i Indien fart igen, samtidigt som utvecklingen i Kina går bättre än väntat.

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal (Bull scenario)

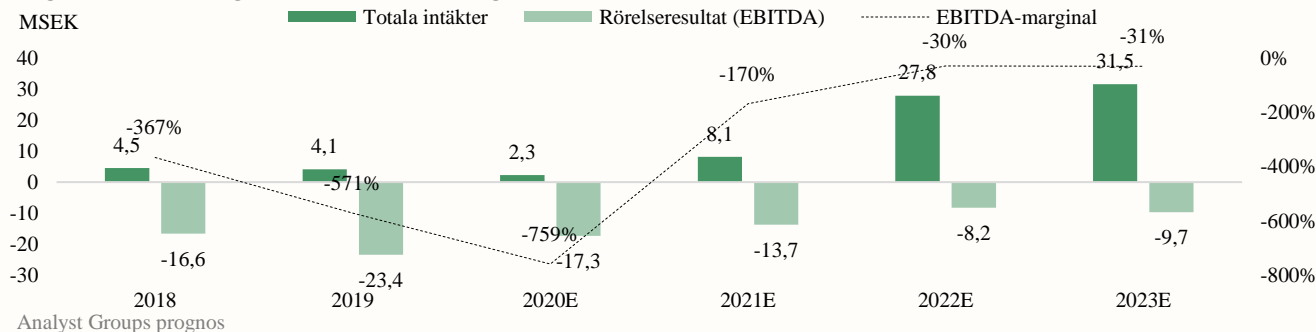


I ett Bear scenario väntas Josabs expansion i Indien gå sämre än väntat, där den förväntade expansionen snarare hamnar i en sidledes utveckling. I förlängningen väntas det få negativ påverkan på försäljningsarbetet i nya städer och regioner i Indien, detta med bakgrund av den skepsis som bedöms existera samt det förhållandevis stora åtagandet det innebär från lokala myndigheter att inleda samarbete med Josab. Den viktigaste faktorn för Bolagets framgång på de befintliga projekten är att Bolaget lyckas få lokalbefolkningen att ändra sina konsumtionsvanor. Om detta inte sker kommer Bolaget inte nå de försäljningsvolym som krävs för att vara lönsamma. Gällande Josabs utveckling i Kina antas nämnda minimivolymerna hänförliga till licensavtalet för försäljning av Aqualite ännu gälla. I ett Bear scenario skulle det dock kunna tänkas att efterfrågan utöver minimikravet om 1 400 ton Aqualite över tre år förblir låg. Som en bidragande konsekvens blir då ytterligare en drivare i ett Bear scenario att JV-bolagets tillväxt kan bli lägre än vad som estimerats i ett Base- och Bull scenario, vilket såldes motiverar en lägre värderingsmultipel. I ett Bear scenario estimeras Josab omsätta ca 32 MSEK år 2023, men dras likväl med fortsatta förluster i verksamheten. Baserat på en målmultipel om P/S 5, erhålls ett nuvärde om 1,6 kr per aktie på 2023 års prognos i ett Bear scenario.

1,6 KR
PER AKTIE
PÅ GJORD
PROGNOS
(BEAR)

I ett Bear scenario har Josab det fortsatt kämpigt med den indiska marknaden, samtidigt som förväntade värdeökningen från Kina drar ut.

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal (Bear scenario)



LEDNING & STYRELSE

Källa aktieinnehav: Holdings Modular Finance, 2020-03-31



Henry Koskela, t.f. VD och styrelseledamot

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



Zhu Yongjun, Styrelseordförande

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



Cai Jian Wen, Styrelseledamot

Cai var under åren 2014-2016 VD för InterChina Water Hong Kong Co. Ltd och under åren 2011-2014 CFO för Heilongjiang InterChina Water Treatment Company Ltd, noterat på Shanghai-börsen. Han innehar en MBA från China Europé Internatinal Business School och är medlem i Chinese Institute of Certified Public Accountants, vilket är motsvarigheten till FAR som är en branschorganisation för revisorer, redovisningskonsulter, skatterådgivare, lönekonsulter och specialister. *Äger 0 aktier i Josab Water Solutions.*



Johan Gillgren, Styrelseledamot

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



Stefan Östlundh, Styrelseledamot

Stefan har mellan åren 1999 och 2013 varit verksam inom konsulterande verksamhet inom handel mot Ryssland och Östeuropa på Right Management AB. Mellan åren 2003 och 2015 var han aktiv inom affärsutveckling mot Kina och Sydostasien på HKFP Ltd, och som VD för Daqing Dream City Investment Management Ltd under perioden 2011-2014. *Äger 1 289 249 aktier i Josab Water Solutions.*

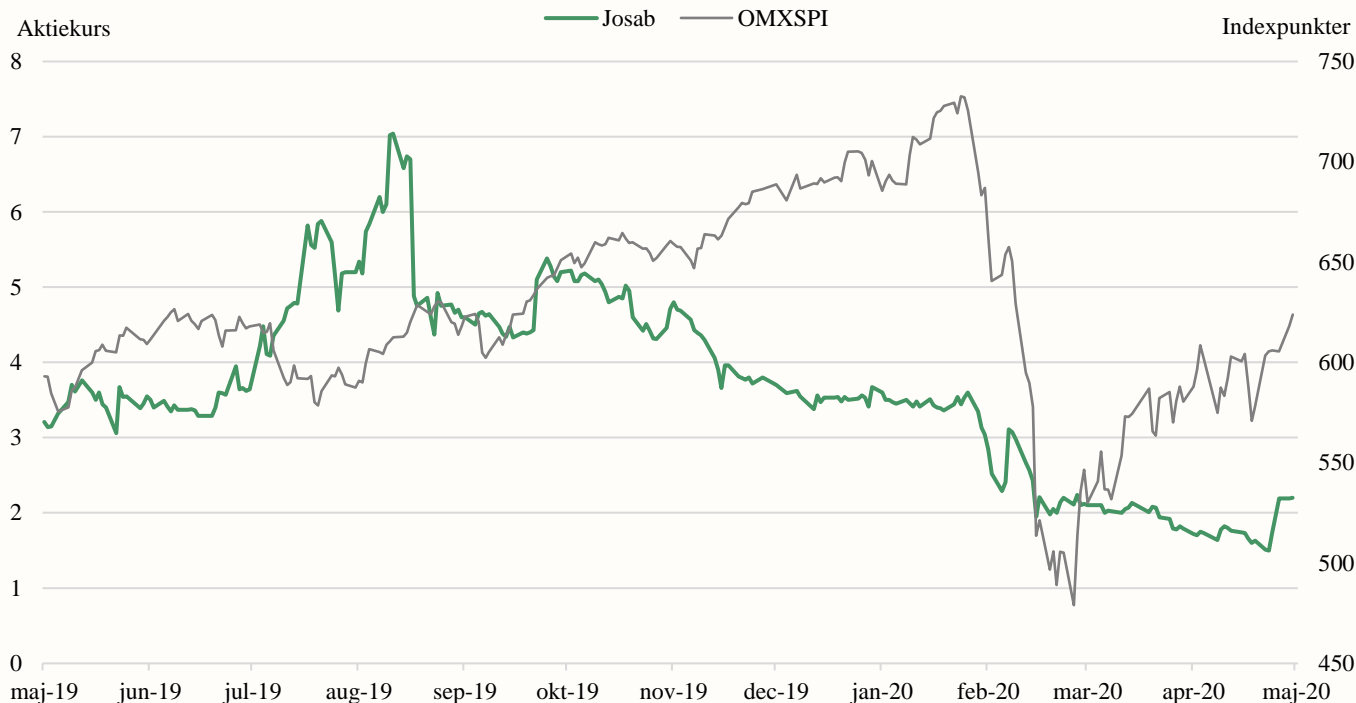


Per-Olof Seeman, Styrelseledamot

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

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



Resultaträkning (tSEK)	2018	2019	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q1-20
Nettoomsättning	4 005	2 765	1 092	1 544	877	492	360	607	1 349	449	358
Övriga rörelseintäkter	510	1 325	103	96	104	207	99	393	244	589	67
Totala intäkter	4 515	4 090	1 195	1 640	981	699	459	1 000	1 593	1 038	425
Råvaror och förnödenheter (COGS)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoresultat	4 515	4 090	1 195	1 640	981	699	459	1 000	1 593	1 038	425
Bruttomarginal (adj.)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rörelsekostnader	-21 075	-27 460	-5 090	-5 091	-4 247	-6 647	-4 226	-4 989	-5 211	-13 034	-4 377
EBITDA	-16 560	-23 370	-3 895	-3 451	-3 266	-5 948	-3 767	-3 989	-3 618	-11 996	-3 952
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	-816	135	-295	-338	-275
EBIT	-16 560	-23 370	-3 895	-3 451	-3 266	-5 948	-4 583	-3 854	-3 913	-12 334	-4 227
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Ränteintäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Räntekostnader	-2 826	-1 314	-188	-620	-637	-1 381	0	0	0	0	0
EBT	-19 386	-24 684	-4 083	-4 071	-3 903	-7 329	-4 583	-3 854	-3 913	-12 334	-4 227
Skatt	629	298	0	0	0	629	0	0	0	298	0
Nettoresultat	-18 757	-24 386	-4 083	-4 071	-3 903	-6 700	-4 583	-3 854	-3 913	-12 036	-4 227
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

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

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

Övrigt

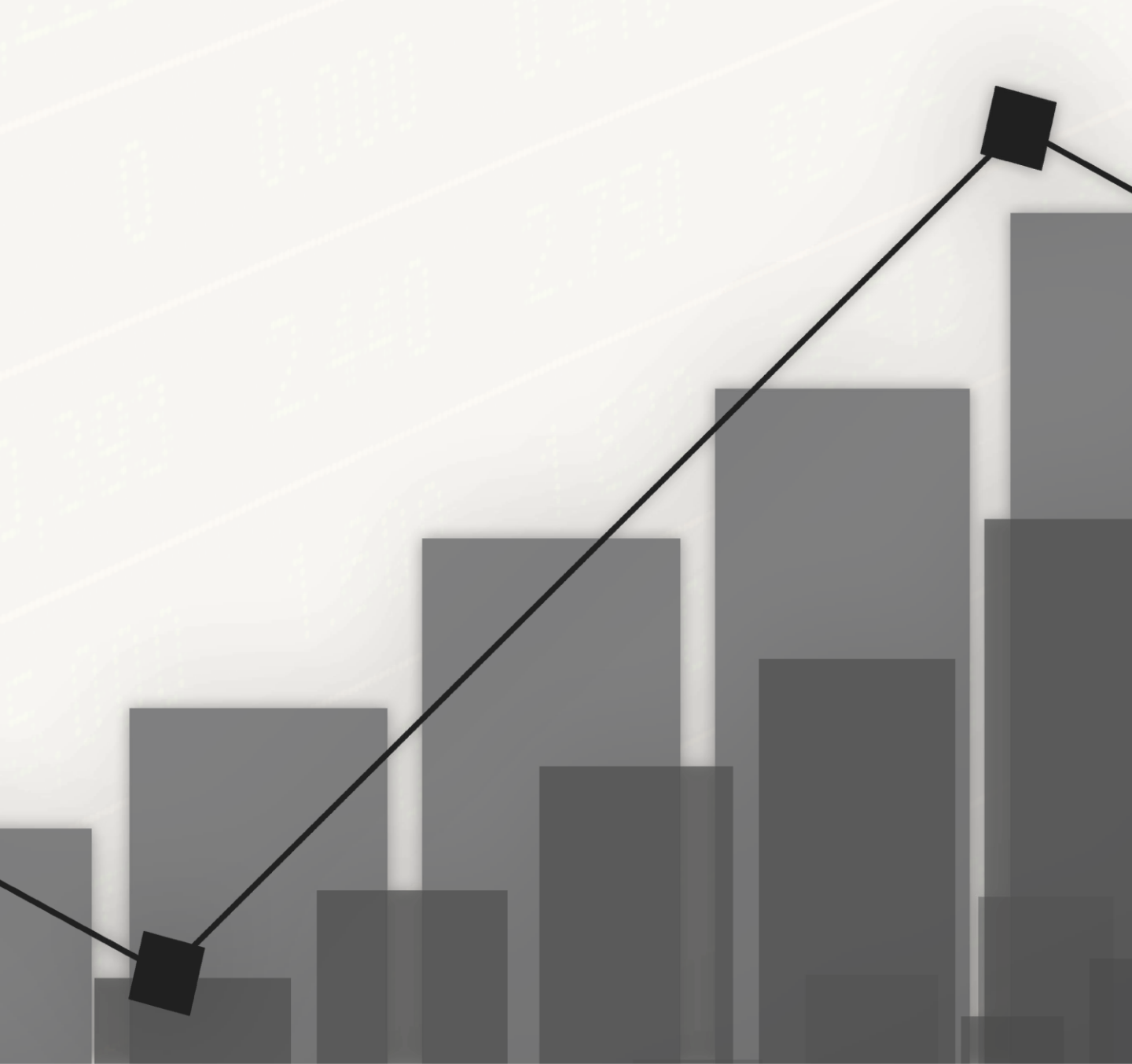
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Josab Water Solutions AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering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

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

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2020). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund