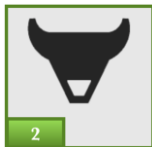


Envirollogic AB

Value Drivers



Quality of Earnings



Risk Profile



Quality of Management



- En enorm potentiell marknad på 10 miljarder SEK för Envirollogic i Europa**

Bolaget har idag en nettoomsättning som understiger 10 MSEK och det är endast 0,1 % av den potentiella nettoomsättningen som denna stora marknad skulle kunna ge.

- Ny styrelse är tillsatt**

En ny styrelse blev tillsatt efter att det infördes handelsförbud av aktien. Den nya styrelsen består av storägare (Ramsta Innovation AB) och grundare till bolaget som har starka incitament att arbeta efter vad som är bäst för bolaget.

- Bolaget har en hög bruttovinstmarginal på 51 %**

Denna höga marginal har bolaget lyckats hålla över 50 % de senaste åren och denna marginal har tillsammans med en ökad försäljning förutsättningar för att skapa attraktiva resultat.

Analytiker

Sebastian Kejlberg

Aktiekurs 1,6

52 v högsta / lägsta 6,40/1,01

Antal aktier 4 616 100

Börsvärde (MSEK) 7,39

Nettoskuld (MSEK) 2,31

EV (MSEK) 9,7

Sektor Industrials

Lista / Kortnamn ENVI B

Nästa rapport 2014-05-22

Utveckling

1 mån - 2,6%

3 mån -46,7 %

1 år -70,9%

YTD -63,6 %

Huvudägare

Ramsta Innovation AB 47,38

Erik Hedlund 14,77

Jan Sandberg 6,26

Lars-Inge Kinge 5,7

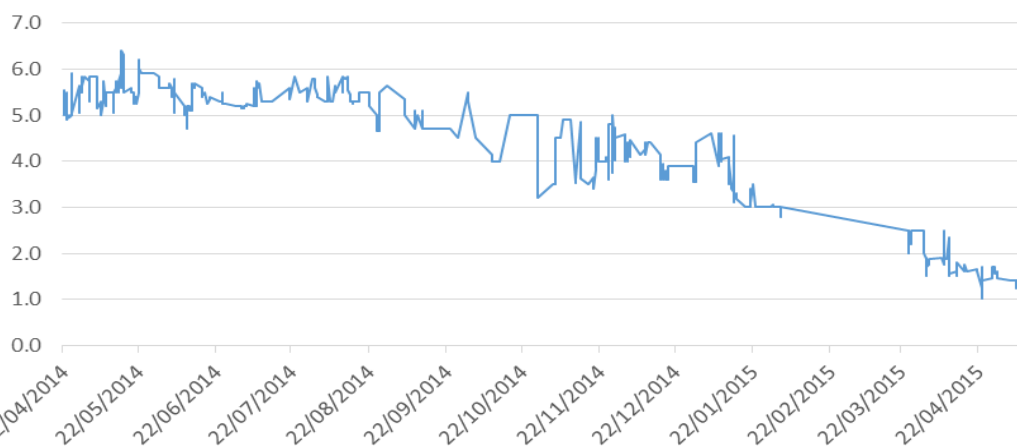
Christer Pamrim Företagssupport 6,91

Ledning

VD/CEO Jan Sandberg

Styrelseordförande Christer Pamrim

Stock Performance



Value Drivers

Fler ordrar utanför Europa (Japan)

Försäljning i Danmark tar fart

Försäljning för andra branscher ökar (Mälterier, bilindustri)

Det ryska importstoppet upphävs

Investment Thesis

Det finns i västra Europa en väldigt stor potentiell marknad för robotsystem inom lantbrukssektorn.

Enbart i Tyskland finns en marknadspotential för 11 000 robotar. Envirologic har i dagsläget mindre än 0,1 % av den potentiella tyska marknaden. I Sverige har Envirologic sedan 2001 har sålt robotar och bolaget har mer än 30 % av marknaden vilket kan jämföras med Danmark där bolaget har idag 4 % av marknaden. Men det är värt att beakta att marknaden i Danmark är avsevärt mycket större än Sveriges eftersom Danmark producerar betydligt mer griskött än Sverige. Den stora marknadspotentialen gör Envirologic till ett väldigt intressant bolag eftersom de är ledande på världsmarknaden inom det här området och har en väldigt hög marknadsandel, men har endast en bråkdel av den potentiella marknaden.

Bolaget är etablerat och har tämligen unika produkter och det finns nästintill ingen konkurrens förutom traditionell manuell tvättning.

De två uttalade konkurrenterna till tvättrobotar för djurstall är Nilfisk-Alto och Swinerobotics. Men dessa två har endast sålt i 60 respektive 40 exemplar. De bör inte ses som direkta substitut till Envirologics produkter eftersom konkurrenternas produkter är för enkla och det är en för stor teknisk skillnad mellan dem och Envirologics produkter.

Bolaget har en bra bruttovinstmarginal för robotarna på 51 % men klarar Envirologic av att sälja robotarna?

Envirologic nettoomsättningen för 2014 uppgick till 9,7 miljoner vilket innebar att nettoomsättningen minskade för andra året i rad. Detta rimmar väldigt dåligt med företagets höga målsättning med 50 % årlig tillväxt för sin expansion. Tidigare har bolaget lyckats uppnå en nettoomsättning på 21,8 miljoner för år 2007 och 15,1 miljoner för år 2008. Visserligen har bolagets kunder en mer pressad marknad på

grund av prisfallet på kött i Europa sedan Ryssland infört importförbud. Men med det införskaffade kapitalet från nyemissionen och den uttalade stora marknadspotentialen, borde bolaget ha uppnått en större nettoomsättning för 2014. Exempelvis borde expansionen i Danmark, där bolagets har haft egna säljkontor sedan 2013, bidragit till en ökad nettoomsättning enligt den uttalade målsättningen. Detta ställer frågan om Envirologic klarar av att sälja sina robotar. Ytterligare ett orosmoln är att bolaget under Q4 2014 och Q1 2015 saknade en beslutsmässig styrelse, vilket ledde till att det infördes handelsförbud på aktien. Det råder en del oklarheter kring den situationen och det ska tillsättas en oberoende utredning av händelserna.

Den nya tillsatta styrelsen består av huvudägare och grundare.

Den nya styrelsen som äger mer än hälften av bolaget och består av grundare av bolaget, verkar betydligt mer fokuserad än den gamla styrelsen på att minska och anpassa kostnader till marknadsläget som bolaget upplever som svår. Den nya styrelsen består av VD Jan Sandberg, Christer Pamrim och Anders Lif. De är även ledamöter i storägaren Ramsta Innovation ABs styrelse. Det stora ägandet styrelsen har över bolaget ger dem starka incitament till att arbeta efter vad som är bäst för bolaget. Den aviserade kostnadsminskningen behövs eftersom utan en ökad nettoomsättning blir den goda bruttovinstmarginalen uppäten av de två stora utgiftsposterna personalkostnader och externa kostnader. Utifrån intervjun med bolagets VD anses dessa kostnader minska för 2015. Men kostnadsminskningen blir sannolikt inte stor nog för att vända det negativa resultatet om inte nettoomsättningen ökar för 2015. Vi tror inte att nettoomsättningen kommer att öka för 2015.

Bolagsbeskrivning

Envirologic är ett miljövårdsbolag som utvecklar, tillverkar och säljer robotsystem för rengöring av hälsovådliga utrymmen med stora rengöringsbehov med hjälp av högtryckstvätt. Dessa utrymmen är främst stallar hos grisproducenter. Bolaget har sedan 2001 sålt ca 600 högtryckstvättande robotar till ett 20-tal länder, vilket ska motsvara ett försälj-

ningsvärde på 165 miljoner kronor.



Värdering

Utifrån företagets målsättning

Med utgångspunkten från att bolagets memorandum (2014) och att deras "långsiktiga mål" uppfylls för perioden 2015-2019 ser vi följande i tabellen nedan. Att den 50 % årliga tillväxten och en rörelsemarginal på lägst 20 % ska år 2019 generera en avsevärt mycket högre omsättning på 98,5 MSEK och ett EBIT på 19,7 MSEK. Dessa siffror är inte rimliga och avspeglar inte dagens verklighet och dessa resultat blir minst förskjutet i några år. Detta eftersom expansionsplanerna har blivit inbromsade och det är inte rimligt att anta att bolaget kommer fördubbla omsättningen för 2015 i det aktuella marknadsläget.

Företaget har sedan 2012 haft negativa fria kassaflöden och en minskad omsättning.

Detta går återigen inte i linje med de uttalade målen från bolagets memorandum. Bolaget har däremot uppehållit en stabil bruttovinstmarginal på över 50 % och det anses troligt att bolaget kan bibehålla denna runt 50 % för de närmsta åren framöver. Men omsättningen måste öka. Den är för låg för att den och bruttovinstmarginalen ska täcka den stora kostnadsposten personalkostnader som ger bolaget ett negativt EBIT. Dessa kostnader räknar vi med att de kommer att minskas för 2015. Men tanke på det anstränga marknaden idag och oklarheterna kring bolagets gamla styrelse tror vi inte att omsättning för 2015 kommer att kunna öka nämnvärt.

Oroligheter kring handelsstoppet har sänkt aktiekursen efter att handelsstoppet hävdes. Detta har gett ett lågt EV/S på 1,0 och ett lågt P/S på 0,76.

Vi anser att Envirollogic idag är lågt värderade i förhållande till dess potential, men en köpare bör avvakta tills utredning om handelsstoppet är klart och eventuella tvivel om det fortfarande råder konflikt/oenighet i styrelsen är undanröjda. Ett bolag av denna storlek har inte råd med konflikter i styrelsen som tar tid och pengar från bolaget, vilket skedde Q3 2014 och Q1 2015.

Ytterligare en sak att ha i åtanke är att bolaget troligtvis kommer behöva ytterligare en nyemission. Detta dels för att täcka de troligt kommande förlusterna för 2015 och 2016, men även för att kunna finansiera en återupptagning av expansionsplanen när marknadsförutsättningarna återigen är goda.

KSEK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Omsättning	12 153	11 894	9 729	19 458	29 187	43 781	65 671	98 506
Rörelsemarginal	2,6%	1,0%	-18,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Rörelseresultat (EBIT)	320	124	-1 759	3 892	5 837	8 756	13 134	19 701
Bruttoresultat	6 241	6 388	4965					
Bruttovinstmarginal	51,4%	53,7%	51,0%					

Disclosure:

Sebastian Kejlberg – äger inte aktier i Envirollogic AB

Intervju

Intervju med Jan Sandberg, VD.

Hur många robotar tillverkade ni 2014?

20 stycken.

Hur många robotar sålde ni 2014?

20 stycken.

Hur mycket av nettoomsättningen står Sverige för?

Sverige står för cirka 50 %

Vilka är era största konkurrenter i dagsläget?

Manuell tvätt.

Era nuvarande lokaler, kan de fortfarande "bara" tillverka 200 robotar per år?

Det stämmer.

Stämmer det att ni under 2014-2015 har anställt åtminstone två personer i syfte att säja på den tyska marknaden? Tänker främst på Alexander Post (säljchef) och Leo Langkamp. Är dessa personer kvar i organisationen efter att ni skulle bromsa in expansionen?

Dessa två personer är inte längre kvar i organisationen. Vi är inte nöjda med säljresultatet för 2014 som beror på den ansträngda marknaden orsakad av Rysslands förbud på köttimport. Vi har anpassat våra kostnader oss till den ansträngda marknaden.

Ni har aviserat att ni ska bromsa in expansionen, menar ni då att ni har kvar era två kontor i Danmark och sedan er personal som jobbar för Tyskland?

Vi har idag inga egna säljare i Tyskland och inga egna kontor i Danmark, utan har gått över till arbeta mer med distributörer.

Envirologic AB har bildat ett dotterbolaget Envirologic Technology AB. Detta dotterbolag skulle fokusera på utveckling, tillverkning, produktsupport samt Service. För detta dotterbolag skulle Jan Sandberg vara VD för och för Envirologic AB skulle det rekryteras en ny VD. Är detta en plan som fortfarande gäller med den nya styrelsen?

Hela planen är reviderad. Den ombildade styrelsen arbetar för att anpassa bolaget till marknadsläget. Detta genom att anpassa och minska kostnaderna. Det är det som skiljer den nya styrelsen från den gamla. Det var vi huvudägare som gick in och styrde upp det. Den gamla styrelsen ville fortsätta göra av med pengar i ett marknadsläge som är svår.

Den närmsta planen är att fokusera på marknaden i Sverige och för utlandet med fungerande distributörer i Tyskland, Frankrike, Holland och så vidare.

Vad är kostnadsposten övriga externa kostnader i er resultaträkning? Den var 2,7 miljoner kronor år 2014 och året innan 2,2 miljoner kronor. Är det bland annat lokalkostnader?

Ja. Men mycket konsultkostnader ingår där. Kostnader som vi nu drar ned på.

Är det då rimligt att anta att denna kostnadspost kommer att minskas för 2015?

Ja, det är det.

Hur kommer ni finansiera er expansion framöver? Nyemission? Lån?

För en ytterligare expansion räknar vi med en nyemission. Den ligger en bit fram i tiden och kommer nog inte bli i år (2015).

Intervju

Hur sannolikt är målet om en dubblad omsättning 2015? En 50 % tillväxt per år till 2019? Behövs de målen revideras?

Det är reviderat. Hela alltet förskjuts några år. Allt hänger på marknadsläget.

Hur sannolikt är målet om en dubblad omsättning 2015? En 50 % tillväxt per år till 2019? Behövs de målen revideras?

Det är reviderat. Hela alltet förskjuts några år. Allt hänger på marknadsläget.

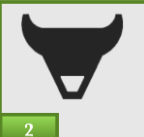
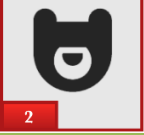
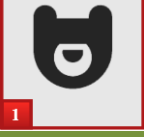
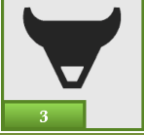
Vid ett hearing värderade du bolaget till 100 MSEK med en framtida P/E på 10. Hur skulle du värdera bolaget idag?

Långsiktigt är det en jättestor marknad som inte kommer att minskas. Den kommer att öka. Samtidigt som behovet av en bättre arbetsmiljö kommer att öka. Framtidsutsikterna är inte förändrade.

Hur ser du ut på andra marknader än grisproduktion, såsom mälteri och tvätt av fraktcontainrar?

De kommer få en ökande betydelse. Dessa marknader är inte döda. Vi lägger fler fria resurser på dessa marknader, men ingen av dessa nya marknader är lika stor som marknaden inom grisproduktion. Men det finns en del användningsområden för våra robotar som vi inte ens har tänkt på. Vi trodde till exempel aldrig att vi skulle installera en robot hos Daimler Benz.

Bull or Bear

	Value Drivers	Det som främst kan driva upp värderingen framöver är en ökad försäljning. Bolaget har robotar i ett flertal länder och en ökad försäljning är inte omöjlig att uppnå även om marknaden idag är ansträngd.
	Quality of Earnings	Bolaget har inte genererat positiva resultat sedan 2012 och nettoomsättningen har minskat två år i rad. Men bolaget har en bra bruttovinstmarginal och en stor potentialmarknad som kan ge en framtida lönsamhet.
	Risk Profile	Bolaget är visserligen ledande inom sitt område. Men bolaget är även väldigt litet och uppnådde 2014 en förlust på nära 1,9 miljoner kronor. Detta skapar en del oro om bolaget kommer behöver leva på nyemission efter nyemission för att överleva vilket skulle späda ut nuvarande aktieägares ägarandel av bolaget
	Quality of Management & Ownership	Den nya styrelsen anses väl känna till bolagets affärsidé och har starka incitament till bolagets bästa. Men frågetecken kring hur bolaget tidigare kunde sakna en beslutsfattande styrelse sänker betyget.
	Overall View	Envirologic har en väldigt intressant och stor potentiell marknad som idag inte ger frukt. Den ansträngda marknaden och turbulensen kring den förra styrelsen ställer frågan om bolaget kommer kunna öka omsättningen och därmed förutsättningar för att kunna bli ett lönsamt bolag.



Analyst Group



Disclaimer

Analystgroup.se drivs och ägs av AG Equity Research AB. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som AG Equity Research AB bedömer som tillförlitliga. AG Equity Research AB kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. AG Equity Research AB kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG Equity Research AB, någon medarbetare eller person med koppling till AG Equity Research AB alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG Equity Research AB frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB.

AG Equity Research AB har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen

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. Det indikerar en tro på förbättring.

Definition Bear; Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Det indikerar en tro på försämring.

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