

Rentunder Holding AB

Försäljningsnätverk på plats för utväxling på höglönsamma marknader

Analys: Johan Widmark | **Datum:** 2021-04-19 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se disclaimer på emergers.se.

Med ett 30-tal båtvtättar installerade rider Rentunders lösning på starka underliggande drivkrafter som ökade krav på minskade utsläpp av tungmetaller i hamnar. Med en förstärkt försäljningsnärvaro i USA ser vi goda chanser för en islossning och trots ett svåröverblickbart affärsupplägg ser vi stora dolda värden och en hög tillväxt framöver. Med höjd tagen för en förväntad emission ser vi ett motiverat värde på 1,4-1,7 SEK per aktie på 12-24 mån.

Rentunder löser ett annars svårlöst problem

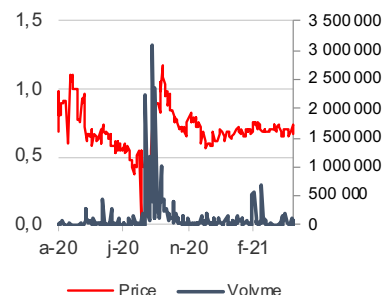
Bottenmålning är idag den dominerade lösningen för att hantera påväxt på båtskrov, men det är en både kostsam och tidskrävande lösning. En ökad hänsyn till miljöproblemen förknippade med bottenfärg, såsom utsläpp av plaster och metaller, har gjort färgen mindre effektiv att hålla skrovet rent från påväxt, vilket i sin tur ökar bränsleförbrukningen. Rentunders båtvtätt kan minska färganvändning från småbåtar med över 1000 liter årligen, vilket sänker bränsleförbrukning, ökar farten och minskar CO2-utsläppen.

Svåröverblickbar intäktsmodell döljer återkommande intäkter

Även om tvättarna är kommersiellt lönsamma i Norden, som dagens försäljning till Finland visar, erbjuder marknader med tre gånger längre säsong en tre gånger högre intäktsmöjlighet. Med över 30 miljoner fritidsbåtar globalt som målgrupp har Rentunder påbörjat sin distributörsdrivna internationella expansion. Efter utdragna processer för miljögodkännande och pilotinstallationer på allt fler platser på bolagets viktigaste marknad USA räknar vi med en större islossning i takt med att covid-läget stabiliseras. Genom hel- eller deläggande i tvättarna skapas också en royalty-likt dimension i intäkterna, samtidigt som hälftenägandet av distributören i USA döljer ett värde motsvarande halva börsvärdet, helt osynliga i Rentunders räkenskaper.

Starka hållbarhetsteman som drivkraft

Med alltifrån marinor som vill utöka sitt serviceerbjudande, båtägare som vill minska bränsleförbrukningen, till hamnar med tvingande krav att minska utsläppen (som i San Diego), ser vi starka underliggande hållbarhetsteman och drivkrafter för Rentunder. Med vårt antagande om 35% bruttomarginal på en såld tvätt och ökade investeringar i sälj och marknadsföring så räknar vi med vinst som tidigast 2023 och en god utväxling på partnernätverket därefter. Justerat för utspädningen från ett förmodat kapitaltillskott för att driva expansionen ser vi ett motiverat värde på 1,4-1,7 SEK på 12-24 månaders sikt till en medelhög risk, där de huvudsakliga osäkerheterna utgörs av varierande affärsupplägg med partners och risk för förseningar.



Rentunder

Fair Value, SEK (12-24 m)	1,4 - 1,7
Current Price, SEK	0,80
Number of Shares (Millions)	37,3
Market Capitalisation (MSEK)	30
Net Debt (MSEK)	-3
Enterprise Value (MSEK)	27
Market	NGM Nordic SME

MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	9	8	10	16	28
EBITDA	0	-3	-2	0	4
EBIT	-1	-4	-3	-1	2
EPS Adjusted	-0,07	-0,11	-0,08	-0,02	0,04
Sales Growth, %	188%	-16%	20%	65%	78%
EBITDA Margin, %	-4%	-41%	-21%	0%	13%
EBIT Margin, %	-14%	-54%	-32%	-7%	9%
EV/Sales	1,29	2,56	0,44	1,56	0,92
EV/EBITDA	-30,18	-6,23	-2,14	384,66	7,25
EV/EBIT	-9,44	-4,77	-1,39	-23,65	10,76
P/E	-9,99	-5,48	-9,95	-46,20	20,13

Källa: Emergers

Kort om Rentunder

Rentunder producerar stationära och mobila båtbottentvättar som de antingen säljer, hyr ut, delägar eller driver i egen regi. Motor- och segelbåtsägare som använder bolagets båtbottentvättar slipper bottenmåla sina båtar, vilket sparar både tid och pengar för båtägaren genom minskat behov av bottenmålning och bättre energieffektivitet, samtidigt som det bidrar till en bättre miljö till havs genom minskade utsläpp av plaster och tungmetaller.

Pågående skräpningar av regulatoriska krav på minskade utsläpp av kopparfärg i hamnar och hav, förbud mot olika sorters båtfärg, lokala regler och krav från båtklubbar, samt höga bränslepriser och stigande skatter på bränsle på många håll, skapar en gedigen bas av underliggande drivkrafter för ökande efterfrågan på Rentunders båtbottentvättar.

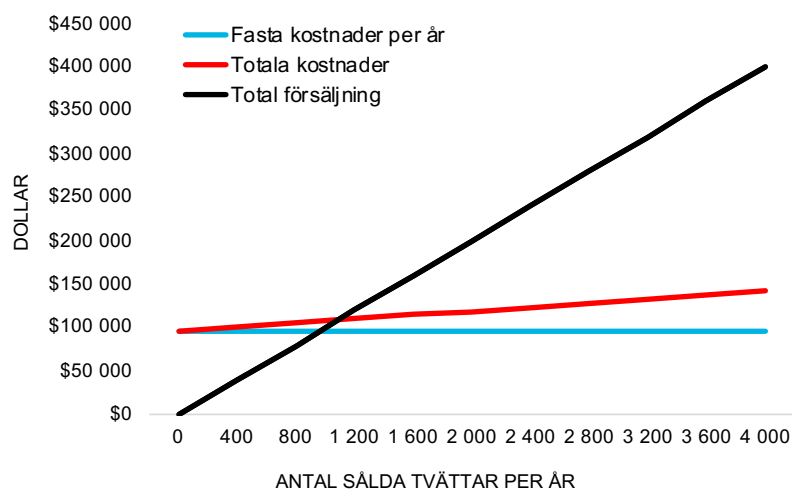
Gynnsam enhetsekonomi för en båtbottentvätt

För en svensk kund kostar en båtbottentvätt ca 2 MSEK, lite beroende på konfiguration. För en kund i USA tillkommer kostnad för frakt, installation och distributörens, och en eventuell underdistributörs, marginal. Det innebär att kostnaden för en amerikansk kund uppgår till minst 375 000 USD. Samtidigt är prisläget och betalningsviljan för tvättarna, och framförallt säsongen och därmed antalet tvättar per säsong, högre. Nedanstående graf visar en kalkyl med antagande om ett pris på båtbottentvätten på 375 000 USD, ett pris per tvätt på 100 USD, alla fasta kostnader på ca 100 000 USD vid en avbetalning på 5 år inräknade, och rörliga kostnader på 11 USD per tvätt. Kalkylen visar att breakeven går vid ca 1100 tvättar. Det är att betrakta som ett relativt lågt antal tvättar för de flesta platser i USA där säsongen är längre än i Sverige och som kan jämföras med bolagets båtbottentvätt i Vaxholm som tvättade ca 1000 tvättar under 2020.

I Sverige är dock priset på själva båtbottentvätten lägre och priset för en enskild tvätt varierar mellan 500-1500 kr beroende på paketpris, säsongskort etc., vilket ger en god enhetsekonomi vid volymer under 1000 tvättar per säsong.

Breakevenanalys för en båtbottentvätt

Båtbottentvätt i USA



Källa: Emergers, Rentunder

Svåröverblickbar intäktsmodell döljer återkommande intäkter

Stort intresse från flera marknader

Rentunder har en än så länge inte helt tydligt affärsmodell där man både säljer och behåller ett deläggande i tvättarna man säljer, samt hyr ut och även driver en handfull tvättar i egen regi.

I dagsläget har bolag fyra helägda tvättar, två i Sverige, en i Finland och en i San Diego, USA. Därtill är man delägare i ytterligare några, bland annat en i Kroatien. I det kroatiska avtalet har man 50% ägande, där partnern bär alla rörelsekostnader och Rentunder erhåller en royalty på 20% av intäkterna.

Vid sidan av Kroatien har bolaget även avtal med distributörer och agenter i Finland, Australien, Nya Zeeland, Kanada, Frankrike, Schweiz, Tyskland, Luxemburg, Österrike, Korsika och Monaco, de spanska öarna Mallorca, Menorca och Ibiza. Än så länge har dessa sistnämnda avtal inte omsatts i nämnvärda affärer.

Fokus på USA

2020 har till stor del präglats av att stärka försäljningsnärvaron i USA. På den viktiga amerikanska marknaden hälftenäger Rentunder bolagets distributör, men konsoliderar inte innehavet. Detta distributionsbolag behåller också ett mindre innehav (ca 10-20%) i de tvättar de säljer, vilket inte syns i Rentunders räkenskaper. Den amerikanske distributören har rättigheterna för hela USA förutom västkusten som Rentunder bearbetar självt.

Särskilt intressant att notera är att det finns ett starkt intresse drivet av hårdare regulatoriska krav, där exempelvis hamnen i San Diego betalat bolaget för att etablera en tvätt och möjliggöra för hamnen att hitta nya sätt att minska utsläppen. Detta har noterats även av underleverantörer, där exempelvis en underdistributör i staten Washington betalade Rentunders distributör 100 000 USD för den exklusiva rättigheten att sälja bolagets båttvättar i Washington.

Effekten av delägandet i tvättar är att bolaget bygger upp en stock av återkommande intäkter i tillägg till försäljningen av enheter, och effekten av det amerikanska distributörsavtalet blir också att detta hälftenägda bolag bygger upp en stock av minoritetsandelar i båttvättar som inte reflekteras i Rentunders redovisning. Hur stor andel de återkommande intäkterna utgör av totala intäkter, och kan förväntas utgöra i framtiden, och hur stort värdet är på det amerikanska distributionsbolaget och detta bolags minoritetsandelar i sålda tvättar, är mycket svårt att avgöra.

Klart är dock att när det amerikanska distributörsbolaget tog in ytterligare minoritetsägare för att kapitalisera upp bolaget, så gjordes det till en värdering på 3 MUSD, motsvarande ca 25 MSEK, vilket är nära att motsvara hela Rentunders börsvärde på 27 MSEK. Det är även värt att notera att värderingen 3 MUSD gjordes för nästan ett år sedan, precis när covid-19 slagit till, och att mycket positivt har skett sen dess med installationer av maskiner och uppbyggande av distributörsnätverk. Ingen ny emission har skett i bolaget sen dess.

Prognos

Vi räknar med att bolaget ökar försäljningen av båttvättar i takt med att restriktionerna släpper. För den amerikanska marknaden, där bolaget satsat starkt på att etablera distribution, räknar vi med att de enstaka enheter som

levererats hittills ska öka till en takt på tvåsiffrigt antal båttvättar per år vid 2023.

I Sverige räknar vi med ett fortsatt lågt ensiffrigt antal båttvättar sålda närmaste åren, och på övriga marknader som ligger längre bak i cykeln räknar vi med ett enstaka antal pilotinstallationer, som bygger upp till ett framtida genombrott bortanför vår prognoshorisont, 2024E.

Dessutom räknar vi också med att bolaget fortsätter bygga en bas av återkommande intäkter i form av royalty-avtal och deläggande i sålda anläggningar. Alla intäkter från dessa minoritetsandelar väntas dock inte synas i bolagets egen rapportering, utan kommer bolaget till del genom värdetillväxt och eventuellt framtida utdelningar. Därtill kommer en mindre andel service- och underhållsintäkter som också kommer växa i takt med att den installerade basen ökar.

Vi räknar också med att bolaget kommer behöva fortsätta satsa i marknadsföring och förstärkt organisation, vilket betyder att även om bolaget visade vinst vid tidigare toppåret 2017, då en omsättning på knappa 15 MSEK möjliggjorde en EBITDA-marginal på 7,5% och 0,7 MSEK i nettoresultat, så gör den högre nivån av kostnader idag att det kommer behövas något högre intäkter för svarta siffror. Med vårt antagande om 35% bruttomarginal på en såld tvätt och ökade investeringar i sälj och marknadsföring så räknar vi med vinst som tidigast 2023 och en god utväxling på partnernetverk och återkommande intäkter därefter.

Sålda enheter, omsättning och EBITDA

MSEK

MSEK	2020	2021E	2022E	2023E
Antal sålda enheter	3	4	7	13
Intäkt enheter	6,0	8,0	14,0	26,0
Övriga intäkter	1,9	1,5	1,7	1,8
Totala intäkter	7,9	9,5	15,7	27,8
EBITDA	-3,3	-2,0	0,1	3,5

Källa: Emergers

Värdering visar hög potential med stora osäkerhetsfaktorer

För att värdera Rentunder använder vi en kombination av målmultiplar och en diskonterad kassaflödesanalys. Som vi framhållit innehåller dock prognosen ett särskilt högt inslag av osäkerhet då affärsmodellen varierar mellan marknader och det är oklart vilken nivå de återkommande intäkterna kan förväntas utgöras av totalen. Samtidigt ser vi två år av förluster på rörelsenivå framför bolaget, vilket innebär att vi räknar med att man kommer behöva stärka kassan genom en nyemission på omkring 18 MSEK. Justerat för utspädningen från en sådan emission någon gång under de kommande 12 månaderna och baserat på målmultiplar och en DCF med 12% diskonteringsränta så visar vår modell ett kombinerat motiverat på 1,4-1,7 SEK per aktie på 12-24 månaders sikt.

DCF Key Assumptions

WACC	12%
Long-term EBITDA-margin	22%
Long-term CAPEX as share of sales	2%
Terminal Value EBITDA-multiple	9x
Total NPV, MSEK	81
NPV per share, SEK	1,4

Source: Emergers

Känslighetsanalys och risker

Det finns ett flertal rörliga parametrar och osäkerhetsfaktorer som gör det svårt att bedöma utsikter och värdering av Rentunder med säkerhet. En viktig sådan osäkerhetsfaktor och risk är bolagets affärsmodell som omfattar både sålda enheter, uthyrning, deläggande och direkt eget ägande. Hur balansen mellan dessa affärsformer utvecklas framåt kommer ha en avgörande betydelse för bolagets intjäningsprofil, kapitalbindning och riskprofil. Denna osäkerhetsfaktor innebär samtidigt en möjlighet till högre intjäning och motiverat värde genom att ta del i produktens framtida kassaflöde, samtidigt som diversifieringen på olika affärsmodeller kan innebära en minskad verksamhetsrisk.

Andra viktiga känsligheter är antal sålda enheter och den bruttomarginal bolaget kan väntas ha. Tabellen nedan visar EBITDA 2023E som en funktion av antal sålda båttvättar och antagen bruttomarginal.

EBITDA 2023

MSEK, som funktion av antal sålda båttvättar och bruttomarginal

		Antal sålda enheter				
		7	10	13	16	19
Antagen bruttomarginal	15%	-3,8	-2,9	-2,0	-1,1	-0,2
	25%	-2,3	-0,8	0,7	2,2	3,7
	35%	-0,7	1,4	3,5	5,6	7,7
	45%	0,9	3,6	6,3	9,0	11,7
	55%	2,5	5,8	9,1	12,4	15,7

Källa: Emergers

Två andra parametrar som har stor betydelse för värderingen är diskonteringsräntan och omsättningen 2023, som i modellen är vägledande för utvecklingen 2024E och bortanför vår prognoshorisont.

Motiverat värde i DCF

SEK, som funktion av diskonteringsränta och omsättning 2023

		Diskonteringsränta				
		8%	10%	12%	14%	16%
Omsättning 2023	14	0,22	0,17	0,13	0,10	0,07
	21	1,04	0,88	0,75	0,65	0,55
	28	1,84	1,58	1,37	1,18	1,03
	35	2,65	2,29	1,98	1,72	1,50
	42	3,46	2,99	2,59	2,26	1,97

Källa: Emergers

Bolagsstyrning

Jan Alvé, styrelseordförande, har en bakgrund som ingenjör med specialistkompetens inom hydraulik och över 40 års erfarenhet av företagsbyggande. Jan Alvé är bolagets störste ägare med 39,5% av aktierna.

Mikael Alvé, VD och styrelseledamot, har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm och 1 års studier Teknisk Fysik på Kungliga Tekniska Högskolan. Mikael har arbetat med bygg- och fastighetsutveckling i egen regi och sitter med i styrelsen för flera mindre bolag. Mikael Alvé är bolagets näst störste ägare med 6,5% av aktierna

Karl Fredmark, styrelseledamot, har byggt upp Powerbox International AB som grundare, och som VD från 1974 till 1999 och som ordförande fram till 2013. Powerbox byggdes upp med 16 syster- och dotterbolag med försäljning i 21 länder och en omsättning upp till ca 500 mkr.

Karl-Axel Bartholf, styrelseledamot och tillika grundare av Rentunder, har en bakgrund som Byggnadsingenjör och arbetar idag med CAD-ritning och konstruktion i eget företag. Huvuddelen av jobben görs åt Forsmarks Kärnkraftsverk.

Rentunder

Income Statement

MSEK	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	14,8	3,3	9,5	7,9	9,5	15,7	27,8	40,0
Operating Costs	-13,7	-8,4	-9,9	-11,2	-11,5	-15,6	-24,3	-32,5
EBITDA	1,1	-5,1	-0,4	-3,3	-2,0	0,1	3,5	7,5
Depreciation	-0,3	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,8	-5,7	-1,3	-4,3	-3,0	-1,0	2,4	6,3
Non-recurring Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Associated Companies	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Financial Items	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pre-tax Result	0,7	-5,7	-1,3	-4,3	-3,0	-1,0	2,4	6,3
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	0,7	-5,8	-1,3	-4,3	-3,0	-1,0	2,4	5,9

Capital Expenditure

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	0,8	2,3	1,3	0,3	1,0	1,1	1,2	1,2
As a Pct of Sales	5,5	68,5	13,5	4,2	11,0	7,0	4,1	3,0
Depreciation Multiple	2,5	3,8	1,4	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0

Key Ratios

Share Price: SEK 0,80

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	5,40	1,31	0,70	0,63	0,80	0,80	0,80	0,80
Number of Shares (Millions)	13,60	18,64	18,64	37,29	37,29	59,79	59,79	59,79
Market Cap	73,4	24,4	13,1	23,3	29,8	47,8	47,8	47,8
Enterprise Value	71,4	23,6	12,2	20,3	4,2	24,5	25,6	23,1
EPS (Reported)	0,05	-0,31	-0,07	-0,11	-0,08	-0,02	0,04	0,10
EPS (Adjusted)	0,05	-0,31	-0,07	-0,11	-0,08	-0,02	0,04	0,10
CEPS	0,05	-0,31	-0,07	-0,11	-0,08	-0,02	0,04	0,10
P/CEPS	107,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,1	8,0
Book Value/Share	0,2	0,2	0,2	0,1	0,7	0,4	0,4	0,5
P/BV	22,2	5,5	4,2	5,5	1,2	2,0	1,8	1,5
Dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	4,8	7,2	1,3	2,6	0,4	1,6	0,9	0,6
EV/EBITDA	64,4	-4,6	-30,2	-6,2	-2,1	384,7	7,2	3,1
EV/EBIT	91,3	-4,1	-9,4	-4,8	-1,4	-23,6	10,8	3,7
P/E (Adjusted)	107,5	-4,2	-10,0	-5,5	-10,0	-46,2	20,1	8,0
Sales Growth, Y/Y (%)	n.a.	-77,8	187,6	-16,2	20,0	64,7	77,7	43,8
EBIT Growth, Y/Y (%)	n.a.	-831,2	-77,4	229,5	-29,6	-65,5	-329,8	163,5
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	n.a.	-715,3	-77,3	62,8	-29,6	-78,5	-329,5	150,3
EBITDA Margin (%)	7,5	-156,0	-4,3	-41,1	-20,5	0,4	12,7	18,7
EBIT Margin (%)	5,3	-174,0	-13,7	-53,7	-31,5	-6,6	8,5	15,7
Return on Equity (%)	41,3	-261,8	-84,0	-115,5	-20,3	-4,2	9,4	20,1
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1

Financial Position

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	-2	-1	-1	-3	-26	-23	-22	-25
Net Debt/Equity	-0,6	-0,2	-0,3	-0,7	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8
Equity Ratio	0,3	0,5	0,3	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Net Debt/EBITDA	-1,8	0,2	2,1	0,9	13,2	-367,5	-6,3	-3,3

Source: Emergers, Company reports

Johan Widmark | Tel: 0739196641 | Mail: johan@emergers.se

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. För att undvika intressekonflikter har Emergers skribenter inga innehav i de noterade bolag vi skriver om. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.