

Rentunder Holding AB

Genombrottsordrar på flera viktiga marknader banar väg för fortsatt expansion

Analys: Johan Widmark och Andreas Eriksson | **Datum:** 2021-05-31 | 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 flera strategiskt viktiga ordrar från kunder i Europa och bolagets patentsökta helautomatiserade tvättar är vi fortsatt positiva till bolagets utveckling där högre priser och en högre försäljningstakt än vi tidigare räknat med motiverar en höjning av vår prognos. Med hänsyn tagen till en potentiell förstärkning av kassan för att accelerera utvecklingen ser vi nu ett motiverat värde på 1,6–2,0 SEK per aktie på 12–24 mån sikt.

Nästa generation av båttvätt på väg ut på marknaden

Vi följer med spänning utvecklingen av Rentunders helautomatiserade båttvättar, som man inom en snar framtid ska kunna leverera ut till sina operatörer, efter att en patentansökan skickades in i slutet på april. Den automatiserade tvätten är ett möjligt tillägg till deras befintliga tvättar av nyare modell, vilket alltså innebär att en uppgradering inte kräver installation av en helt ny produkt. För operatörens del innebär det kraftigt reducerade personalkostnader, då tvätten inte kräver bemanning. Dessutom kan öppettiderna lätt förlängas vilket gör det mer flexibelt för båtägarna att använda tvätten när det passar dem själva.

Utökad försäljningsnärvaro på flera viktiga marknader

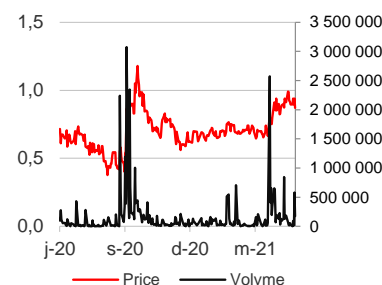
Rentunder har under våren ingått flera kontrakt med distributörer i framför allt Europa. Bland annat har bolaget redan presenterat försäljning i Finland, Schweiz och Frankrike, utöver den tidigare etableringen i Kroatien och USA. Detta är positivt inte enbart på grund av försäljningen i sig självt, utan även att varje etablering på en ny marknad ger ytterligare en referensanläggning där man kan demonstrera hur väl tvätten fungerar för potentiella operatörer, distributörer och båtägare.

Högre ordervärde och försäljningstakt motiverar justering

De senaste beställningarna av båttvättar har skett till ett något högre ordervärde än vi tidigare räknat med, på 3,0 MSEK per båttvätt jämfört med vårt modellantagande på 2,0 MSEK, även om olikheter i konfiguration och kostnader för transport och installation också skiljer orderarna åt, och sannolikt gör nettoeffekten för Rentunder lägre än vid första anblick. Samtidigt motiverar framgångarna i bolagets expansion en förstärkning av bolagets organisation, för att både bearbeta nya marknader och stötta befintliga distributörer, vilket kan accelerera bolagets utrustning. Sammantaget har vi därför justerat upp vår prognos som nu ger stöd för ett motiverat värde på 1,6–2,0 SEK per aktie på 12–24 månaders sikt.

MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	9	8	16	25	33
EBITDA	0	-3	-1	2	4
EBIT	-1	-4	-2	1	3
EPS Adjusted	-0,07	-0,11	-0,06	0,01	0,05
Sales Growth, %	188%	-16%	96%	59%	34%
EBITDA Margin, %	-4%	-41%	-7%	7%	12%
EBIT Margin, %	-14%	-54%	-14%	2%	9%
EV/Sales	1,29	2,56	0,26	0,97	0,70
EV/EBITDA	-30,18	-6,23	-3,71	14,73	5,70
EV/EBIT	-9,44	-4,77	-1,88	45,27	7,96
P/E	-9,99	-5,48	-15,47	121,11	17,51

Källa: Emergers



Rentunder

Fair Value, SEK (12-24 m)	1,6 - 2
Current Price, SEK	0,88
Number of Shares (Millions)	37,3
Market Capitalisation (MSEK)	33
Net Debt (MSEK)	-3
Enterprise Value (MSEK)	30
Market	NGM Nordic SME

Kort om Rentunder

Rentunder producerar stationära och mobila båtbottentvättar som de antingen säljer, hyr ut, deläger 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 skrapningar av regulatoriska krav på minskade utsläpp av kopparfärg i hamnar och hav, förbud mot olika sorters båt-färg, 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. En grov 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, 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.

Svåröverblickbar intäktsmodell döljer återkommande intäkter

Stort intresse från flera marknader

Rentunder har en än så länge inte helt tydlig 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 bolaget 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.

Fokus på USA

2020 präglades till stor del 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 båtvtättar 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 båtvtättar 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 båtvtättar 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 båtvtättar per år vid 2024.

I Sverige räknar vi med ett fortsatt lågt ensiffrigt antal båtvtättar sålda närmaste åren, och på övriga marknader som ligger längre bak i cykeln räknar vi med ett enstaka antal pilotinstallationer, men på ett växande antal marknader, 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 marginell vinst 2022 och en god utväxling på partnernätverk och återkommande intäkter därefter.

Rentunder

Income Statement

MSEK	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	14,8	3,3	9,5	7,9	15,5	24,7	33,0	47,6
Operating Costs	-13,7	-8,4	-9,9	-11,2	-16,6	-23,0	-29,0	-38,9
EBITDA	1,1	-5,1	-0,4	-3,3	-1,1	1,6	4,1	8,7
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	-2,1	0,5	2,9	7,5
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	-2,1	0,5	2,9	7,5
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,4
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	-2,1	0,4	2,9	7,1

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	6,7	4,5	3,5	2,5
Depreciation Multiple	2,5	3,8	1,4	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0

Key Ratios

Share Price: SEK 0,88

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	5,40	1,31	0,70	0,63	0,88	0,88	0,88	0,88
Number of Shares (Millions)	13,60	18,64	18,64	37,29	37,29	57,74	57,74	57,74
Market Cap	73,4	24,4	13,1	23,3	32,8	50,8	50,8	50,8
Enterprise Value	71,4	23,6	12,2	20,3	4,0	24,0	23,1	20,3
EPS (Reported)	0,05	-0,31	-0,07	-0,11	-0,06	0,01	0,05	0,12
EPS (Adjusted)	0,05	-0,31	-0,07	-0,11	-0,06	0,01	0,05	0,12
CEPS	0,05	-0,31	-0,07	-0,11	-0,06	0,01	0,05	0,12
P/CEPS	107,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	121,1	17,5	7,1
Book Value/Share	0,2	0,2	0,2	0,1	0,7	0,5	0,5	0,6
P/BV	22,2	5,5	4,2	5,5	1,3	1,9	1,7	1,4
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	0,3	1,0	0,7	0,4
EV/EBITDA	64,4	-4,6	-30,2	-6,2	-3,7	14,7	5,7	2,3
EV/EBIT	91,3	-4,1	-9,4	-4,8	-1,9	45,3	8,0	2,7
P/E (Adjusted)	107,5	-4,2	-10,0	-5,5	-15,5	121,1	17,5	7,1
Sales Growth, Y/Y (%)	n.a.	-77,8	187,6	-16,2	95,8	59,0	33,9	44,2
EBIT Growth, Y/Y (%)	n.a.	-831,2	-77,4	229,5	-50,1	-125,0	448,2	158,4
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	n.a.	-715,3	-77,3	62,8	-50,1	-112,8	591,6	145,5
EBITDA Margin (%)	7,5	-156,0	-4,3	-41,1	-6,9	6,6	12,3	18,3
EBIT Margin (%)	5,3	-174,0	-13,7	-53,7	-13,7	2,1	8,8	15,8
Return on Equity (%)	41,3	-261,8	-84,0	-115,5	-14,0	1,6	10,4	21,6
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1

Financial Position

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	-2	-1	-1	-3	-29	-27	-28	-30
Net Debt/Equity	-0,6	-0,2	-0,3	-0,7	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8
Equity Ratio	0,3	0,5	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	0,7
Net Debt/EBITDA	-1,8	0,2	2,1	0,9	26,8	-16,5	-6,8	-3,5

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. Investerares uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.

Emergers
Incirrata AB
Enbacken 16
187 44 Täby

Tel: 0739 – 19 66 41
Email: johan@emergers.se
Org nr: 556815-7837,
företaget innehar F-skattsedel