

Meltron AB (publ)

Ljuset i tunneln för pandemidrabbat Meltron

Analys: Andreas Eriksson | **Datum:** 2021-12-20 09:30 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se emergers.se.

Efter ett tufft år med omfattande påverkan av pandemin har Meltron växlat om till en ny partnerdriven strategi för att möjliggöra en aggressiv tillväxt av bolagets högpresterande LED-produkter, samtidigt som man inlett jakten på en ny säljorienterad VD. Med minskade restriktioner under 2022 ser vi goda möjligheter att bolaget får utväxling på partnerstrategin och även kan kapitalisera på bolagets satsningar i Mellanöstern. Med höjd tagen för förnyat kapitalbehov på ca 20 MSEK under nästa räkenskapsår till följd av utdragen Covideffekt under vintern, ger vår kombinerade DCF- och multipelvärdering nu stöd för ett motiverat värde på 0,13-0,17 (0,19-0,22) SEK per aktie på 1-2 års sikt.

Pandemidrabbat segment kämpar vidare

Trots en rekordstor pipeline bestående av både konkretiserade och potentiella projekt har andra halvåret gått fortsatt tungt för Meltron, där pandemin kopplat nytt grepp under vintern vilket gör det svårt att etablera nya kundkontakter. Meltron har under hösten stuvat om i ledningsgruppen med styrelseordförande Göran Lundgren som tf VD medan sökandet efter en ny, säljorienterad VD pågår för fullt. Samtidigt har installation av bolagets flaggskeppsprodukt, den explosionssäkra MEX gjorts hos ett globalt pharmabolag, som stärker vår förväntan om större återkommande beställningar.

Högintressant aktivitet i Mellanöstern

Meltron har sedan några år tillbaka etablerat en närvaro i Mellanöstern där det finns planer på stora infrastruktursatsningar i flertalet länder, exempelvis Oman, där Meltron har funnits på plats och bearbetat marknaden i över tre års tid. Oman har, med stöd från bl a IMF inlett ett omfattande omstruktureringsarbete, kallat Vision 2040, i syfte att till en början locka till sig utländsk teknikindustri till de stora projekt som i närtid ska genomföras, för att så småningom få dessa utländska aktörer att etablera sig i landet. Meltron beskriver diskussionerna som långt gångna för dessa projekt, samtidigt som de sedan ett år tillbaka har ett nära samarbete med en lokal potentiell framtida partner, med goda relationer till regering och myndigheter.

Fortsatt tilltro till partnerdriven utväxling

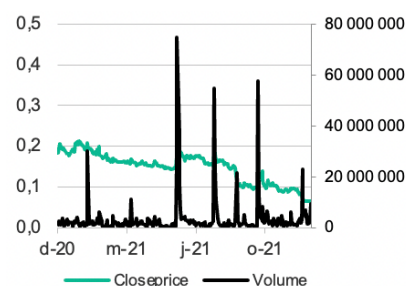
Vi är fortsatt positiva till att den partnerdrivna strategin ska kunna vända den historisk tröga försäljningen. Det är inte mycket som krävs för att försäljningen ska lyfta till nya nivåer, samtidigt som Meltron får stöd av flera återkommande beställningar från befintliga kunder. Till följd av en utdragen motvind under vintern väljer vi att ta höjd för förnyat kapitalbehov på ca 20 MSEK under räkenskapsåret 22/23, vilket enligt vår kombinerade DCF- och multipelvärdering stöder ett motiverat värde på 0,13-0,17 (0,19-0,22) SEK per aktie på 12-24 månaders sikt. Samtidigt håller vi ett förväntansfullt öga på utvecklingen i Mellanöstern där vi bedömer att det finns goda möjligheter för större enskilda beställningar med tanke på de omställningar och satsningar som görs på bred front.

Meltron

Fair Value, SEK (12-24 m)	0,13 - 0,17
Current Price, SEK	0,06
No. of Shares (Millions)	576,4
Market Cap (MSEK)	35
Net Debt (MSEK)	-19
EV (MSEK)	16
Market	NGM Nordic SME

MSEK	19/20	20/21E	21/22E	22/23E	23/24E
Revenue	3	6	18	38	55
EBITDA	-18	-18	-17	-8	-1
EBIT	-21	-22	-21	-13	-6
EPS Adjusted	-0,14	-0,09	-0,04	-0,02	-0,01
Sales Growth, %	195%	81%	215%	111%	45%
EBITDA Margin, %	-556%	-318%	-92%	-22%	-3%
EBIT Margin, %	-667%	-380%	-114%	-33%	-11%
EV/Sales	11,04	8,25	2,04	1,21	0,94
EV/EBITDA	-1,99	-2,60	-2,23	-5,52	-37,48
EV/EBIT	-1,65	-2,17	-1,79	-3,67	-8,95
P/E	-1,33	-1,82	-1,64	-3,81	-7,99

Källa: Emergers



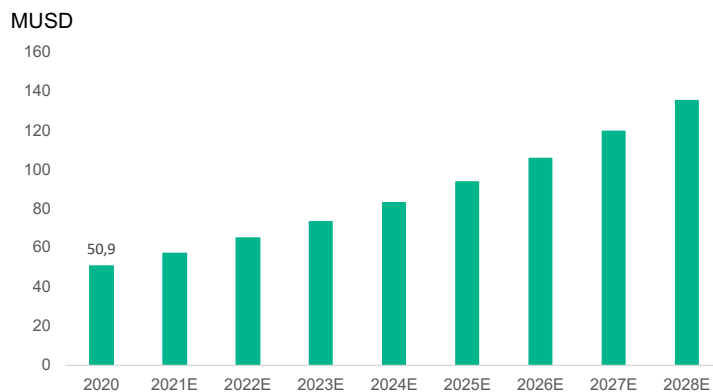
30 år som expert på belysning och optik

Sedan 80-talet har Meltron löpande utvecklat belysningsprodukter med en spetskompetens inom branscher som industri, vägar, jordbruk, energi och läkemedel, branscher som alla ställer höga krav på alla komponenter i infrastrukturen för att säkerställa kvalitet, medarbetarnas säkerhet och kanske framförallt hållbarhetsaspekten, som blir allt viktigare för alla. Idag återfinns de största kunderna inom icke-explosiva produkter, väg- och gatubelysning samt industri.

LED – en mångmiljardmarknad med höga krav

Enligt analysbolaget [Grandviewresearch](#) beräknas LED-marknaden växa till 136 miljarder USD 2028, med en årlig tillväxttakt på 12,5% mellan 2021 – 2028, och det är inom de områden som ställer högst krav på produkterna som tillväxten beräknas vara som högst. Utvecklingen drivs av starka strukturella underliggande drivkrafter, som att gamla belysningslösningar regleras bort, förbjuds och fasas ut för att ersättas med den nya generationens LED, som både är billigare i längden och normalt en betydligt mer miljövänlig lösning.

Globala marknaden för LED-belysning



Källa: Emergers, Grand View Research

Värdering och scenarioanalys

DCF Key Assumptions

WACC	15%
Long-term EBITDA-margin	19%
Long-term CAPEX as share of sales	3%
Terminal Value EBITDA-multiple	9x
Total NPV, MSEK	181
NPV per share, SEK	0,31

Source: Emergers

Base case

Vår beräkning av motiverat värde för Meltron i vårt basscenario bygger på en DCF- och multipelvärdering. Den baseras på en mer konservativ prognos där uppskalningen av försäljningen väntas ta längre tid än vad bolaget självt räknar med. Trots det räknar vi med att försäljningen kommer att öka kraftigt till följd av lyfta pandemirestriktioner och nå nivåer på 18 MSEK 2021/22, 38 MSEK 2022/23 och 55 MSEK 2023/24 samtidigt som bruttomarginalen succesivt ökar till 40% 2023/24. Detta scenario ligger till grund för en kassaflödesvärdering som visar ett motiverat värde på 0,22 SEK per aktie, med ett antagande om en diskonteringsränta (WACC) på 15% och en residualmultipel på 9x EBITDA, samt en rabatt på 30% med hänsyn tagen till

bolagets historik samt osäkerheten kring att exekvera den nya strategin. En multipel på 2x omsättningen 2023/24 motsvarar ett motiverat värde på 0,19 SEK per aktie inklusive samma rabatt på 30%. Bägge dessa metoder tar hänsyn till en utspädningseffekt efter kapitaltillskott på totalt 26 MSEK som vi räknar med kommer att behövas för att ta bolaget till positiva kassaflöden.

Bull case

Bolagets egen prognos återspeglas i bull caset, där man räknar med att den stora orderboken ska räcka för att nå en försäljning på 32 MSEK redan nästa år. Dessutom förväntas i det här scenariot en kraftig utväxling på de partnerskap man väntas ingå samtidigt som man bygger ut den egna försäljningskapaciteten. Därmed väntas försäljningen nå 200 MSEK 24/25 och ligger till grund för en kassaflödesvärdering som visar ett motiverat värde på 1,04 SEK per aktie.

Bear case

I det mer pessimistiska bear caset har vi prognostiserat för en mer dyster utveckling där man inte alls får fart på maskineriet och endast når hälften av den försäljning vi räknar med i vårt base case de första fyra åren, och därefter samma tillväxt som i base caset. Detta skulle enligt en kassaflödesvärdering indikera ett motiverat värde på 0,03 SEK per aktie.

Scenarioanalys

	Sales 23/24 (MSEK)	DCF (inkl. rabatt)
Bull	120	1,04
Base case	55	0,22
Bear	27	0,03

Källa: Emergers

Risker

Störningar i värdekedjan

Pandemin slog hårt mot Meltron, och trots att stora delar av världen börjar öppna upp dröjer eftereffekterna kvar i form av stora förseningar på nyckelkomponenter. Meltron har adresserat problemet genom att köpa in och bygga ett lager av dessa viktiga komponenter, och ser samtidigt hur saker borde återgå till det mer normala under kommande år. Men, det ger samtidigt en tydlig indikation om hur känsligt bolaget är för störningar.

Brand recognition

Avgörande för ett bolag som konkurrerar med kvalitet istället för pris är att produkterna tas väl emot ute på marknaden och att de fungerar så väl som Meltron säger att de gör. Att en produkt skulle orsaka någon katastrof är tämligen liten, och bolagets förtroende för sina egna produkter återspeglas i den generösa garantin på fem år man ger sina kunder.

Bolagsstyrning

Mikko Sola tillträdde rollen som CFO under 2020. Sola har en MBA från Tampere universitet, lång erfarenhet inom investment banking och som managementkonsult. Bland annat tillbringade han elva år på SEB Finland och som managementkonsult arbetade han med de största industriföretagen i Finland.

Göran Lundgren har varit Styrelseordförande sedan 2016. Med en MSc i teknisk fysik från KTH har han över 40 års erfarenhet av affärsverksamheter i Europa som bl a Vd för Arlanda Express, Vattenfall Eldistribution AB och Vattenfall Produktion i Norden. Lundgren sitter även som styrelseordförande i Solarus Sunpower Holding AB och Sustainable Energy Angels AB.

Meltron

Income Statement

MSEK	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	1,8	1,1	3,2	5,7	18,0	38,0	55,0
Operating Costs	-9,3	-5,7	-20,7	-23,9	-35,1	-45,0	-55,1
EBITDA	-7,5	-4,6	-17,6	-18,1	-17,1	-7,0	-0,1
Depreciation	-1,9	-2,0	-3,5	-3,6	-3,8	-3,9	-4,1
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-9,4	-6,6	-21,1	-21,7	-20,9	-10,9	-4,2
Non-recurring Items	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
Net Financial Items	-0,1	0,0	-2,1	-3,6	-1,0	-1,0	-1,0
Pre-tax Result	-9,5	-6,6	-23,2	-25,3	-21,9	-11,9	-5,2
Tax	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
Net Result	-9,5	-6,6	-23,2	-25,3	-21,9	-11,9	-5,0

Capital Expenditure

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	2,3	0,0	2,4	1,8	3,8	3,9	4,1
As a Pct of Sales	126,2	-1,9	74,7	30,7	20,9	10,4	7,5
Depreciation Multiple	1,2	0,0	0,7	0,5	1,0	1,0	1,0

Key Ratios

Share Price: SEK 0,13

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	0,27	0,54	0,19	0,16	0,13	0,13	0,13
Number of Shares (Millions)	18,64	18,64	160,11	288,22	577,11	577,11	577,11
Market Cap	5,1	10,0	30,9	46,1	75,0	75,0	75,0
Enterprise Value	4,8	9,7	34,9	47,2	70,2	77,5	77,8
EPS (Reported)	-0,51	-0,36	-0,14	-0,09	-0,04	-0,02	-0,01
EPS (Adjusted)	-0,51	-0,36	-0,14	-0,09	-0,04	-0,02	-0,01
CEPS	-0,51	-0,36	-0,14	-0,09	-0,04	-0,02	-0,01
P/CEPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Book Value/Share	0,7	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
P/BV	0,4	1,0	2,4	3,5	4,4	14,2	241,7
Dividend	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
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	2,7	9,1	11,0	8,3	3,9	2,0	1,4
EV/EBITDA	-0,6	-2,1	-2,0	-2,6	-4,1	-11,1	-962,8
EV/EBIT	-0,5	-1,5	-1,7	-2,2	-3,4	-7,1	-18,4
P/E (Adjusted)	-0,5	-1,5	-1,3	-1,8	-3,4	-6,3	-15,1
Sales Growth, Y/Y (%)	-	-39,9	194,6	80,8	215,0	111,1	44,7
EBIT Growth, Y/Y (%)	-	-29,6	217,7	3,0	-4,0	-47,7	-61,3
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	-	-30,4	-59,3	-39,5	-56,8	-45,5	-58,3
EBITDA Margin (%)	-419,7	-432,4	-556,0	-317,5	-95,0	-18,3	-0,1
EBIT Margin (%)	-528,4	-618,7	-667,4	-380,1	-115,9	-28,7	-7,7
Return on Equity (%)	-	-128,2	-199,4	-194,9	-144,7	-106,1	-177,8
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1

Financial Position

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	0	0	4	1	-5	2	3
Net Debt/Equity	0,0	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,5	8,9
Equity Ratio	0,9	0,8	0,6	0,6	0,5	0,2	0,0
Net Debt/EBITDA	0,0	0,1	-0,2	-0,1	0,3	-0,4	-34,3

Source: Emergers, Company reports

Andreas Eriksson | Tel: 073 7307335 | Mail: andreas@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. 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.

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