



INDUSTRY 4.0

UPPDRAGSANALYS
2 april 2019

H&D Wireless
ANALYSGUIDEN

Innehåll

Stora pengar i smart industri.....	2
Temperatur.....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
IoT tar steget in i industrin.....	4
Produkter och tjänster	5
Produktionsoptimering ger stora besparingar.....	6
Försäljning och befintlig kundbas.....	7
Förvärv av MVV Holding kan ge stora synergier	8
Marknad	9
Konkurrenter	10
Prognoser och värdering	11
DCF-värdering.....	13
Möjligt uppköp med Ubisense som förebild	14
Risker	15
Konjunktur och kundernas investeringsvilja	15
Långsammare utbyggnad av IoT än väntat	15
Teknik- och leveransrisker	15
Produktutveckling och produktansvar	15
Konkurrens.....	15
Kapitalbehov	15
Beroende av nyckelpersoner	15
Disclaimer	16

Stora pengar i smart industri

H&D Wireless har sålt över en miljon IoT RF-moduler sedan 2009. På senare tid har bolaget breddat sig med lösningar för industriell IoT (IIoT) där de riktar sig mot kunder inom tillverknings- och byggindustrin. Industriell IoT är en ny men mycket snabbt växande marknad där H&D Wireless satsar på att bli en nyckelspelare.



Begreppet Industri 4.0 introducerades för några år sedan i Tyskland och refererar till den fjärde industriella revolutionen. Genom att koppla ihop maskiner, delar och system så kan industriföretagen skapa intelligenta nätverk längs hela värdekedjan som automatiskt samverkar och optimerar processer och flöden. Centralt för Industri 4.0 är internet anslutning (IoT) och digitalisering till exempel genom positionering (RTLS) av maskiner, varor och råvaror. Tillsammans utgör de kärnan för det som kallas industriell IoT (IIoT).

H&D Wireless, som framgångsrikt arbetat med IoT i ett decennium, har vidareutvecklat sin produktportfölj med ett positioneringssystem och en molnbaserad mjukvara. Dessa kan tillsammans anpassas för stöd och optimering av tillverknings- och verksamhetsprocesser med stora produktionsbesparingar som följd (GEPS). Sedan en tid tillbaka har H&D Wireless en fördjupad dialog och pilotinstallationer med flera potentiella kunder som till exempel Scania, Skanska och Keolis.

H&D Wireless genomför just nu en nyemission som ska inbringa 26 miljoner kronor. Likviden ska användas för att accelerera försäljningen av bolagets produkter och säkra kontrakt med nyckelkunder som Scania och Skanska. Vi kommer i vår kassaflödesvärdering fram till en rikt Kurs på 6,1 kronor per aktie i vårt Bas-scenariot motsvarande 74 procent över teckningskursen, 3,5 kronor/unit, per nyemitterad aktie. Detta värde varierar från 2,2 kronor per aktie i det pessimistiska Bear-scenariot till 8,7 kronor i det optimistiska Bull-scenariot, där 3,5 kronor är en unit i pågående nyemission.

Utfall och riskjusterade prognoser, Bas-scenariot

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Omsättning	4,0	18,5	38,7	87,8	165,8	243,2
Rörelseresultat	-16,5	-29,5	-35,6	-21,4	11,1	44,5
Årets resultat	-16,5	-30,2	-36,3	-22,1	8,0	34,2
Resultat per aktie, kr	neg.	neg.	neg.	neg.	0,13	0,54
P/E-tal, ggr	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	22,5	5,3
Nettokassa*	26,7	6,2	0,2	1,8	2,5	16,3
Eget kapital*	44,5	40,3	53,7	71,6	89,6	123,8

*Inklusive antagna nyemissioner. Källor: Bolagets finansiella rapporter (historiska utfall), Jarl Securities (prognoser).

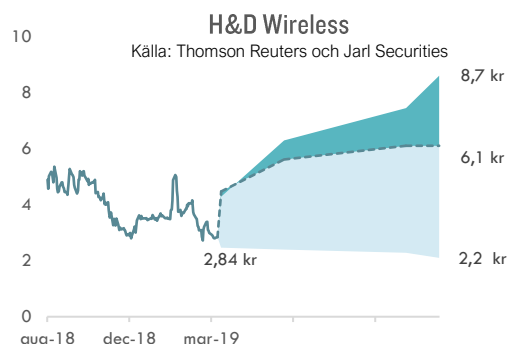
Datum: 2 april 2019
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: H&D Wireless
Lista: NASDAQ FIRST NORTH
Vd: Pär Bergsten
Styrelseordförande: Peter Dahlander
Marknadsvärde: 72 MSEK
Senast: 2,84 SEK
Kort om H&D Wireless: H&D Wireless har sedan starten sålt standardiserade moduler för trådlös uppkoppling mot internet. Bolaget har också utvecklat en egen IoT-plattform, "Griffin IoT Cloud Service" som gör det möjligt att trådlöst övervaka, analysera och styra flöden av information. Detta verktyg ger möjlighet att hjälpa främst industrikunder att digitalisera sin verksamhet. Bolaget har omkring 30 anställda med kontor i Kista, nordvästra Stockholm samt ytterligare 30 hos nyförvärvade bolaget MVV.

Möjligheter och styrkor: Bolaget behåller genom sin VD, grundare och huvudägare samt många i teamet runt grundaren, radioteknologi sedan 1980-talet. Bolaget har sedan 2009 sålt produkter riktade mot trådlösa applikationer vilket innebär att kontakterna i sektorn är väl upparbetade. Med sin molnlösning kan en attraktiv lösning erbjudas för industrikunderna att öka kontrollen över sina omfattande materialflöden och därmed spara betydande kostnader. Bolaget har en rad väletablerade referenskunder, inte minst genom förvärvet av MVV.

Risker och svagheter: Försäljningsprocesserna mot industrikunderna pågår i flera steg och är innan det blir kommersiella leveranser. Bolaget går fortfarande med förlust och behöver hålla en hög aktivitet inom forskning och utveckling samt därtill bedriva en omfattande försäljningsverksamhet. Flera nyemissioner har gjorts och ytterligare en genomförs nu i mars 2019. Bolaget adresserar en stor marknad, där konkurrensen från andra aktörer har ökat på senare tid.

Värdering: Bear 2,2 kr Bas 6,1 kr Bull 8,7 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Företagets ledningsgrupp består av nio personer varav nästan samtliga har minst 20 års erfarenhet inom sina områden som telekom eller teknologibolag, produkt-utveckling, försäljning och finansiell styrning. Även styrelsens ledamöter har genomgående en utbildningsmässigt tung telekombakgrund, där i stort sett alla är civilingenjörer.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



VD Pär Bergsten äger via holdingbolag 21 procent av kapitalet och 54 procent av rösterna i H&D Wireless. I ledningsgruppen återfinns även Carl Elgh (VP Marketing) samt Åke Jernberger (VP Engineering inom affärsområde LABS) bland de tio största delägarna med 1 till 2 procent av aktiekapitalet vardera.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Bolagets kassa minskade under 2018 från 27 till 6 miljoner kronor. Då tog bolaget ändå netto in 26 miljoner kronor under året. Bolagets kassaflödesmässiga förlusttakt låg under fjärde kvartalet 2018 på cirka 10 miljoner kronor. Nu tas 25 miljoner kronor in i en företrädesemission i mars-april 2019. Men bolaget behöver ändå öka sin försäljning kraftigt under 2019 för att inte kassan åter ska tryta mot slutet av innevarande år. Ett alternativ är att skaffa sig industriella partners vilket vara på gång med diskussioner och intresse.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets Finansiella ställning.

Potential



Att med hjälp av sin IoT-tjänst ha möjlighet att potentiellt spara hundratals miljoner kronor åt större multinationella industrikunder borde kunna rendera i order på åtminstone tiotals miljoner kronor på enskilda konton, dock sannolikt först mot slutet av 2019 eller början av år 2020. Givet nuvarande bredd med 25 kunder varav flertalet i tidig fas lär det stora intäktslyftet snarare komma år 2021 eller 2022.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



H&D Wireless verkar med en teknologi som är relativt ny och ännu inte utprovad i större skala. Samtidigt är den genom sin potentiella storlek intressant för andra aktörer, vilket medför att konkurrensen tilltar. Företaget är därtill beroende av att ledande befattningshavare med lång upparbetad kunskap inom radioteknologi stannar kvar i företaget. Köpet av MVV skedde dock till ett lågt pris och bör kunna minska risken något.

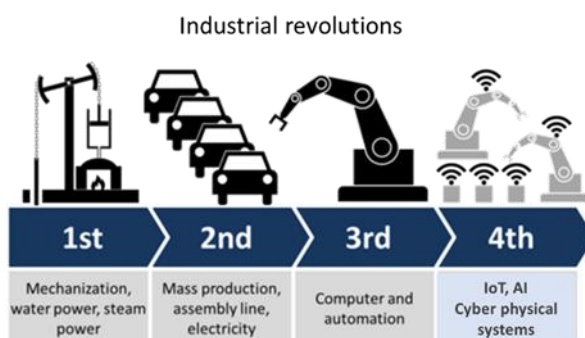
Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.

IoT tar steget in i industrin

I den första industriella revolutionen, för ca 200 år sedan, ersattes den mänskliga muskelkraften med kraften från ångmaskiner och vattenhjul. Produktiviteten ökade dramatiskt som en följd av det. Därefter har industrin genomgått flera paradigmskiften som vart och ett drastiskt har förbättrat produktiviteten och lett till en högre grad av automatisering. I dagens uppkopplade samhälle är nästa steg i utvecklingen att maskiner ska kunna kommunicera med varandra i fabriken i smarta nätverk. Industri 4.0. Det är en stark trend som startade i Tyskland för några år sedan, ett land som även varit ledande inom robotiseringen av sin industri i ett europeiskt perspektiv. Genom att koppla ihop maskiner, delar och system kan industriföretagen skapa intelligenta nätverk längs hela värdekedjan som automatiskt samverkar och optimerar processer och flöden. Centralt för Industri 4.0 är internet anslutning (IoT), digitalisering av processer och positionering (RTLS) av maskiner, varor och råvaror. Tillsammans utgör de kärnan för det som kallas industriell IoT (IIoT). Information om var material, verktyg och människor befinner sig i fabriken är värdefull för de tillverkande verkstadsbolagen. Främst gäller det hantering av materialflöden, där en lägre kapitalbindning kan spara stora pengar för kunden. Materialandelen varierar givetvis men inte sällan utgör den minst 50 procent och ibland mer av de som faktureras beställaren.

H&D Wireless har sedan starten 2009 levererat mer än 1,1 miljoner standardiserade radiomoduler som kan fästas på alla typer av utrustning och varor för anslutning till internet. Med en mycket stark bakgrund inom utveckling av RF-system beslutade företagsledningen för ett par år sedan att vidareutveckla verksamheten genom att ta fram en industrianpassad lösning för IoT tillsammans med tjänster som på olika sätt stöder industriella processer och verksamhet. Dessa möjliggör kvalitetsförbättringar och kostnadsbesparingar. Idag har H&D Wireless en färdig AaaS (Application as a Service) produktportfölj som de positionerar mot i första hand svenska industri-företag. Inom några år är målet att vara en ledande aktör inom nordisk IIoT.

Illustration av de fyra olika stegen inom den industriella revolutionen

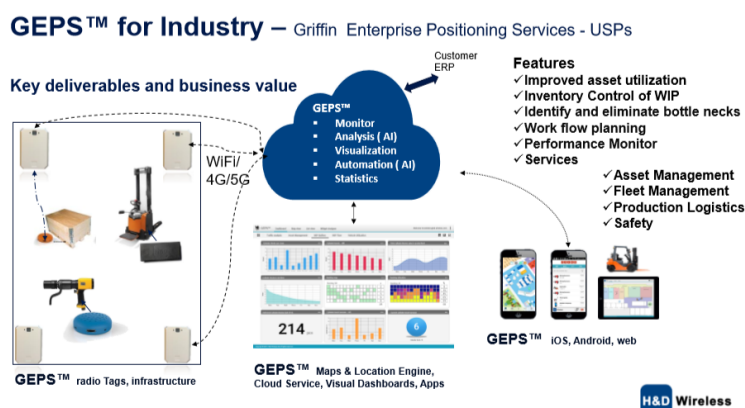


Källa: Bolagets finansiella rapporter

Produkter och tjänster

Kärnan i H&D Wireless lösningar är ett industrianpassat realtidspositioneringssystem som kallas Griffin Enterprise Positioning Services (GEPS). GEPS innehåller radiomoduler för internetanslutning samt snabb och noggrann positionering. Olika radioteknologier kan användas beroende på applikationskrav. En molnbaserad mjukvara svarar för informationsinsamling, analys och bearbetning av data. Grafiska gränssnitt presenterar den bearbetade datainformation för användaren. Molnmjukvaran kan kopplas till MES, ERP, CRM och andra affärstödssystem.

Illustration GEPS lösning för industriföretag - med positionering av verktyg, maskiner och människor samt lagring av information via en molnlösning (Griffin)



Källa: Företagets presentationsmaterial.

Ur GEPS utkristalliseras tre intäktsbringande produkter;

Connectivity och IoT: Utvecklar och säljer standardmoduler med tillhörande mjukvara som möjliggör trådlös uppkoppling mot internet. Detta produktområde jobbar med hård- och mjukvara till trådlösa moduler och på uppkopplingssidan med drivrutiner och mjukvarumodeller.

Labs (R&D): Utvecklar och säljer hela projekt och kundanpassade lösningar som möjliggör trådlös uppkoppling mot internet. Denna enhet ansvarar även för all teknisk utveckling inom koncernen. Labs jobbar inom samtliga tre områden: från hårdvara som anpassas till en specifik produkt, över uppkoppling (anpassning av mjukvara och drivrutiner) till värdeadderade tjänster (uppkoppling till internet-anpassade tjänster).

Enterprise Utvecklar och säljer GEPS system för positionering och övervakning av utrustning, inventarier, verktyg och människor i realtid. Enterprise jobbar enbart inom området värdeadderade tjänster. Intäkterna utgörs av licensavgifter för AaaS.

MVV har tre produktområden: Konsulter, MES programvara som molntjänst samt Collaborativ Robotstationer, se beskrivning om förvärvet senare.

Bilder på de fyra applikationsområdena för GEPS: Industri, bygg, buss (parkering) och Upplevelse (Lekland)

Applications – where real time data adds value



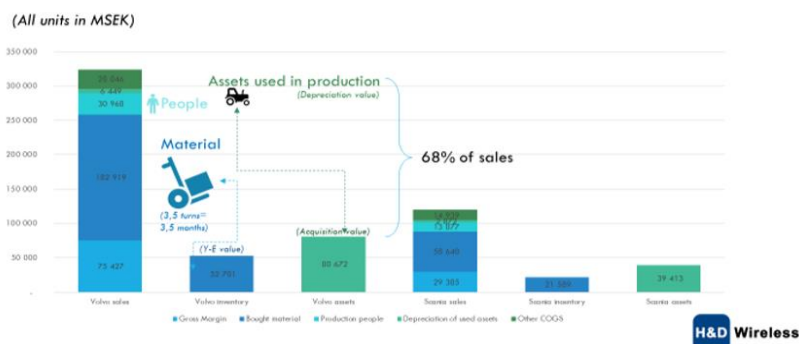
Källa: Bolagets presentationsmaterial.

Produktionsoptimering ger stora besparingar

Produktionslogistik, säkerhetsprocedurer samt ett effektivt utnyttjande av utrustning och transportfordon motsvarar mycket stora värden för tillverknings- och konstruktionsföretag. För tillverkande företag som t.ex Volvo och Scania motsvarar värdet i tillgångar, material och personal 2/3 av bolagens omsättning. Som ett exempel omsatte Volvokoncernen omkring 390 miljarder kronor och redovisade kostnad för dessa sålda varor på cirka 300 miljarder kronor helåret 2018). En optimering av processer och hantering kan skapa stora kostnadsbesparingar och möjlighet till kvalitetsförbättringar.

Illustration av fördelning och storlek på värdet av maskiner, verktyg och fordon hos ett industriföretag

GEPS IMPACT ASSETS, PEOPLE AND MATERIAL EQUIVALENT TO 68% OF SALES



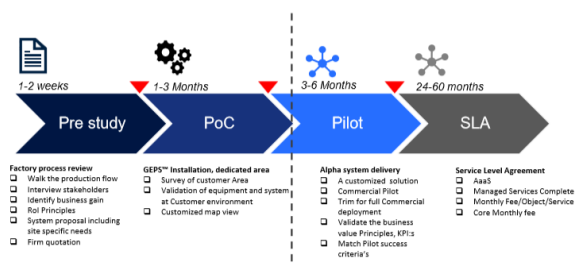
Källa: Företags presentationsmaterial.

Försäljning och befintlig kundbas

H&D Wireless potentiella kundbas utgörs främst av de stora skandinaviska tillverknings- och byggföretagen som t.ex Volvo, Scania, Atlas Copco och Skanska. Industriell RTLS och IIoT är relativt nya marknader. En av de stora utmaningarna för bolaget är att tjänsteerbjudandena måste kundanpassas och valideras, vilket leder till en komplex försäljningsprocess med långa säljcyklar.

Illustration av de fyra olika införsäljningsstegen gentemot kund för en industriell IoT-installation

GEPS™ Griffin Enterprise Positioning Services Customer Engagement process



Källa: Företags presentationsmaterial.

När väl en lösning är validerad och accepterad av en kund kan samma lösning implementeras på flertalet sites. Det innebär att varje kundrelation på sikt kan generera stora totala intäkter. Idag har H&D Wireless test- och pilotinstallationer med ledande tillverkning-, bygg- och bygghyrningsföretag som Scania, Skanska och Cramo samt genombrottsbeställningar från transportföretaget Keolis och leklandet Exploria. H&D Wireless är också delaktiga i den smarta fabrikstestanläggning som Scania byggt i Södertälje. Denna utgör ett fantastiskt marknadsfönster och plattform för försäljning även mot andra industrikunder som besöker anläggningen.



H&D Wireless är involverade och representerade i Scantias konceptanläggning för Smart Factory i Södertälje. Man har

dessutom flera pågående test- och utvärderingsprojekt samt att GEPS kommunicerar över Ericssons 5G-nät som är installerat här.



H&D Wireless driver ett pilotprojekt tillsammans med Skanska som adresserar säkerheten på byggarbetsplatser. Genom realtidspositionering av personal och säkerhetskritisk verksamhet kan olyckor förebyggas.



H&D driver ett pilotprojekt tillsammans med Cramo där uthyrda verktyg realtidspositioneras för att förbättra spårbarheten av bolagets tillgångar.



H&D Wireless har tecknat avtal med Keolis avseende en lösning och värdeskapande tjänst där bussar positioneras på en av bolagets depåer i Stockholm. Man har dessutom tecknat ett Lol för installation på Keolis samtliga depåer i Stockholm.



H&D Wireless har tecknat avtal med Exploria, Europas största inomhuslekpark, en lösning och värdeskapande tjänster kopplade till realtidspositionering av lekande barn och kontantlös betalning.

Förvärv av MVV Holding kan ge stora synergier

I mars 2019 beslutade Bolaget att man har åtagit sig att lämna ett frivilligt offentligt bud på samtliga aktier i MVV Holding AB (publ) org.nr 556557-8142 i enlighet med Kollegiet för svensk bolagsstyrnings Takeoverregler för vissa handelsplattformar. MVV Holding AB säljer produkter och tjänster inom fordonsindustrin och redovisade 2018 intäkter på 35 miljoner kronor. De båda bolagens erbjudanden kompletterar varandra väl och förväntas ge goda synergier. Dess majoritetsägare KUREN AB org.nr 556464-6510, som äger 52,85 procent av röstetalet i MVV Holding AB har åtagit sig att acceptera det Publika Budet. Det Publika Budet ska genomföras skyndsamt, och i enlighet med gällande regelverk. MVV Holding AB beräknas att konsolideras i H&D Wireless-koncernens räkenskaper från andra kvartalet 2019.

MVV grundades 1990 och har sedan starten levererat kvalificerade produkter och tjänster inom effektiva industrialiseringsprocesser främst riktad mot kundernas monteringslinor. Bolaget är en nischad leverantör med fokus på globala kunder, i första hand verksamma inom fordonsindustrin. Bland bolagets kunder kan nämnas Volvo AB, Volvo Car Corporation AB, Parker Hannifin AB, Borg Warner AB och Nevs AB. Geografiskt är bolaget verksamt mellan Väner och Vättern med ett par centrala etableringar vid Volvos fabriker i Vara och Skövde.

De två verksamheterna ser en tydlig möjlighet med en gemensam produktplan för tillverkande industri. Därigenom har de en stor potential att möta många av de frågeställningar som svensk och europeisk industri har framför sig där man nu sätter in stora resurser för att digitalisera och effektivisera, dvs det som allmänt benämns Industry 4.0 och Smart Factory.

MVVs kunder har ett snabbt ökande behov av IoT lösningar för maskin och processövervakning vilket förväntas ge en ökad försäljning av IoT enheter redan 2019. MVV och HDW har samma kundbas men produkterna kompletterar varandra. MVV har en mjukvaruprodukt, Casat™, för monteringslinan och HDW har ett positioneringssystem GEPS™ för hantering av materialflödet till monteringslinan. De två systemen kan dra stor nytta av realtidsinformationen sinsemellan, vilket även till en del kunder kommer att kunna erbjudas som ett paket. Casat™ 4.0, som släpps 2019 beräknas tillföra en betydande omsättningsökning från 2020.

Illustration av att H&D Wireless och dess förvärv MVV Holding har synergier (1+1=3)



Källa: Företags presentationsmaterial.

Marknad

IoT-marknaden kan beskrivas som en värdekedja i tre olika delar,

Först en kommunikationshårdvara för anslutning av sensorer till internet. Dessa utgörs främst av moduler som via olika tekniker (t.ex. WiFi, UWB eller Bluetooth) kan kommunicera mot en server, smartphone eller tablet.

I nästa steg behövs det en mjukvara för att samla in data från sensorerna.

I sista steget tillkommer de värdeadderande tjänsterna, där data från sensorerna lagras, bearbetas och sedan analyseras av någon som kan använda informationen till att exempelvis åtgärda flaskhalsar och/eller se till att material transporteras från punkt a till punkt b. Alternativt att undvika att beställa nytt material när det redan finns på plats.

Generellt på marknaden för IoT är analytikerna ganska eniga om att värdemässigt väntas hårdvaran och uppkopplingarna utgöra omkring 20 procent eller mindre av den totala IoT-marknadens värde. Samtidigt bedöms de värdeadderande tjänsterna motsvara 80 procent eller mer år 2025 enligt McKinsey. Tillväxten väntas vara relativt störst inom de värdeadderade tjänsterna de närmaste åren.

Den globala och totala IIoT- och smarta fabriksmarknaden bedöms idag vara värd ca 160 miljarder USD för att under de närmaste åren växa med cirka 10 procent i genomsnittlig årstakt.

Illustration av den industriella IoT-marknaden som ett processflöde och dess storlek (225 miljarder USD).



Tot: \$225 billions

Källa: Bolagets presentationsmaterial

Konkurrenter

H&D Wireless affärsområden är länkade till varandra och utgör tillsammans lösningar och tjänster för industriell IoT. Marknaden för industriell IoT är ny och håller fortfarande på att definieras. Betraktas områdena var för sig möter bolaget olika konkurrenter för varje affärsområde.

Inom affärsområde Enterprise finner vi idag en mängd aktörer som arbetar med lösningar för realtidspositionering (RTLS). Det är en marknad med drygt ett decennium på nacken. Där hittar vi det brittiska företaget Ubisense som har en stark ställning inom automatisering och digitalisering av fordonsindustrin och som nyligen renodlade sin RTLS verksamhet. Där finns även amerikanska bolag som Zebra och Airista som båda har RTLS-lösningar som en del i bredare positionerings-erbjudanden.

Inom affärsområde Labs (försäljning av projekt och kundanpassade lösningar) möter H&D Wireless konkurrens från teknikinriktade konsultföretag som Tieto, ÅF och Sigma Connectivity. Men även telekomoperatörer som DT och Telenor vill klättra i värdekedjan.

Inom affärsområde Connectivity som jobbar med att utveckla standardmoduler med tillhörande mjukvara för trådlös uppkoppling mot internet hittar vi konkurrenter inom modulförsäljning som Redpine Signals Inc, Telit, u-blox, Panasonic US/EU, Alphas EU och Murata US/EU.

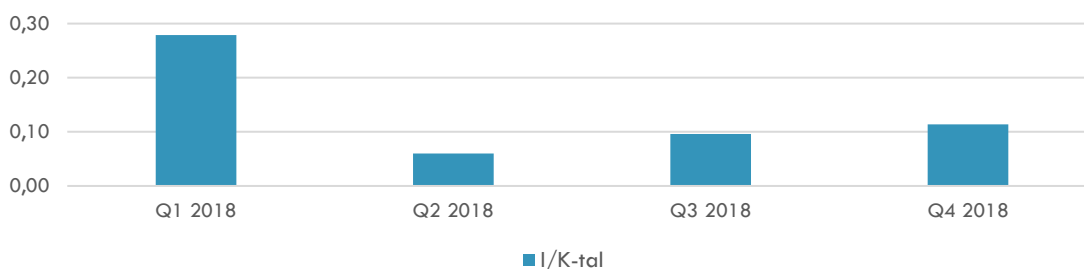
Sammantaget är dock inte konkurrensen det största hotet mot bolaget på kort sikt. Det kommer att bli mer aktuellt i takt med att H&D Wireless etablerar sig på marknaden.

En konsolidering av denna sektor kan förväntas precis som i de flesta nya och växande områden på sikt möter. Det skulle kunna leda till uppköp av H&D Wireless, något som nuvarande VD och huvudägare inte är främmande inför.

Prognoser och värdering

H&D Wireless behöver öka sina intäkter snabbt för att kunna nå break-even och undvika flera nyemissioner efter den som nu genomförs i mars/april 2019. Bolaget hade endast intäkter på omkring 1 miljon kronor per kvartal under 2018, medan kostnaderna uppgick till omkring 30 miljoner kronor på helåret. Redovisningsmässigt aktiverade bolaget kostnader på närmare 13 miljoner kronor under helåret 2018. Det gjorde att resultatet efter finansnetto stannade på minus 29,5 miljoner kronor. Bolaget måste alltså upp mot intäkter på nivån 40 miljoner kronor i årstakt innan de kan redovisa ett nollresultat utan att samtidigt behöva aktivera några kostnader. Men det sistnämnda är mest av balansräkningsmässigt intresse. Det är kassaflödet som räknas för att hålla uppe likviditeten i bolaget.

Långt kvar till break-even, HD Wireless I/K-tal kvartal 1 - 4, 2018



Källa: H&D Wireless.

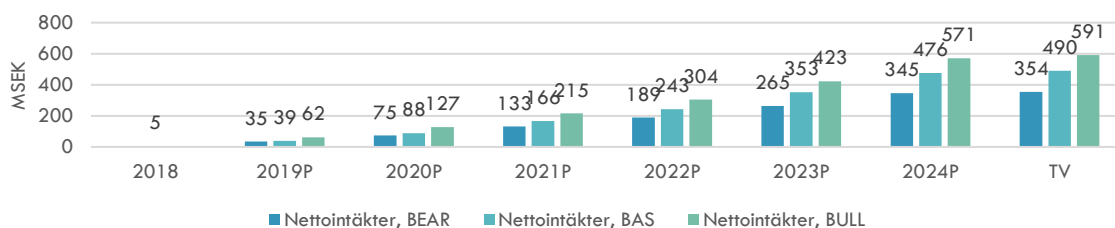
Förvärvet av MVV Holding förändrar dock bilden till det bättre. H&D Wireless har via en apportemission av nya H&D Wireless-aktier köpt en årlig omsättning på cirka 39 miljoner kronor för litet drygt 8 miljoner kronor i börsvärde vilket endast ger en utspädning av befintlig aktiestock med omkring 7 procent. Det betyder att koncernen proforma inklusive MVV Holding som konsolideras från andra kvartalet 2019 ligger på en omsättning på cirka 50 miljoner kronor. MVV Holding ligger för närvarande enligt vår bedömning på en mindre förlust om några enstaka miljoner kronor i årstakt. Detta kan förbättras bland annat om försäljningen av mjukvaran Casat kommer igång.

I två grafer på nästa sida illustrerar vi våra intäkts- och rörelseresultatprognoser för H&D Wireless-koncernen för perioden 2019-2024 inklusive MVV Holding. Utgångspunkten är att 2019 blir ett år av fortsatta pilotstudier och kvalificering för pilotstudier av GEPS-systemet ute hos industrikunder (flertalet av bolagets 25 kunder ligger i första eller andra fasen av totalt fyra innan det blir ett kommersiellt kontrakt). Men vi tror samtidigt på ökade intäkter från och med andra halvåret 2019. Det är först från och med första kvartalet 2020 som vi förutser att försäljningen mot industrisegmentet tar fart på allvar. Lönsamheten är helt avhängigt av försäljningsmixen, där vår tes är att resultatbidraget blir väsentligt högre om bolaget säljer sina lösningar till exempelvis Scania och Volvo jämfört med till Keolis. Värdet för industrin av positionerings-tjänsterna i verkstadsmiljö är högre eftersom det handlar om mycket stora värden i att effektivisera materialflödena och därmed minska kapitalbindningen.

Smarta parkeringstjänster (Keolis) är väsentligt lägre prissatta, vilket vi har sett flera exempel på. H&D Wireless egen målbild är att omkring 70 procent av koncernens intäkter (före MVV-förvärvet) skall komma från affärsområde Enterprise år 2023, det vill säga i huvudsak värdeadderade tjänster med de högsta rörelsemarginalerna.

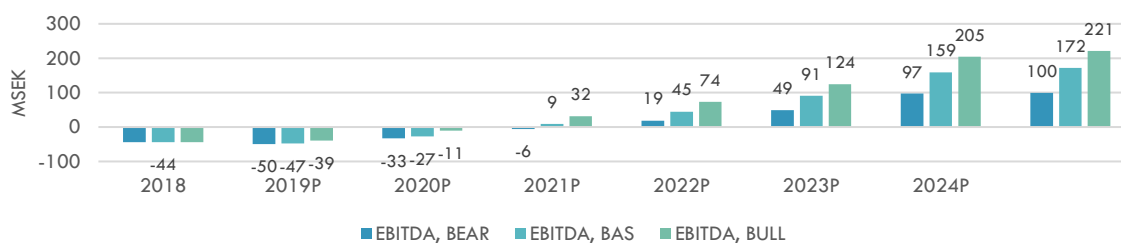
Vi har byggt våra prognoser på kvartalsbasis i Bas-scenariot och sedan antagit högre respektive lägre intäkts- och som en konsekvens av det rörelseresultatutfall i våra Bull- respektive Bear-scenariot. En extra försäljningskrona har antagits på marginalen öka eller minska koncernens rörelseresultat initialt med 40 procent för att mot slutet av prognosperioden öka till en resultateffekt på 50 procent. Det sammanhänger med att vi antar att en växande andel av koncernens intäkter kommer att utgöras av värdeadderade tjänster med högre marginaler jämfört med försäljning av hårdvara och grundläggande uppkopplingstjänster. Men också att kostnaden för skräddarsydda kundanpassningar av tjänstelösningar med GEPS-systemet kommer att minska över tid, i takt med att fler kundcase delvis kan återanvändas på nyttillkommande kunder.

Prognoser, Intäkter



Källa: Jarl Securities

Prognoser, EBITDA



Källa: Jarl Securities

DCF-värdering

Vi har beräknat nuvärdet av bedömda framtida kassaflöden med en diskonteringsränta om 15,7 procent. Denna är härledd som riskfri ränta på en tioårig svensk statsobligation om cirka 0,18 procent, Med hänvisning till PwC:s rapport "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" har vi satt riskpremien för en väldiversifierad aktieportfölj till 6,5 procent och adderat en småbolagspremie på 3,9 procent. Vidare har vi antagit ett beta-tal på 1,2 ggr. Slutligen har vi lagt till en företagsspecifik riskpremie om 3 procent för att nå fram till den tidigare nämnda kalkylräntenivån. För att beräkna restvärdet har vi antagit att koncernen kan nå en årlig intäktstillväxt om 3 procent bortom prognosperioden i Bas-scenariot, en parameter som varierar från 2,5 procent evig tillväxt i Bear-scenariot till 3,5 procent i Bull-scenariot.

En viktig del av vår kassaflödesvärdering har också varit att studera hur mycket och när i tiden bolagets kassa behöver fyllas på. Det antas ske genom nyemissioner till 7,5 procent kursrabatt. Trots höga intäkter och vinster mot slutet av prognosperioden (2023 - 2024) i samtliga tre scenarion bedömer vi samtidigt att bolaget i början av perioden (2019 - 2021) behöver tillskjuta nytt kapital och att antalet aktier därmed kommer att öka. Antagna nyemissionsbelopp är angivna för vart och ett av våra tre scenarion i tabellen nedan. I dessa belopp ingår nu beslutad företrädesemission med 24,7 miljoner kronor i samtliga tre fall.

Vi kommer fram till ett motiverat värde för H&D Wireless-aktien på 6,1 kronor i Bas-scenariot. Detta värde varierar från som lägst 2,2 kronor per aktie i Bear-scenariot till 8,7 kronor per aktie i Bull-scenariot. En viktig förklaring till skillnaderna i slutvärdena är att i Bear-scenariot kommer bolaget inte upp i mer än 28 procent EBITDA-marginal i slutet av prognosperioden, vilket begränsar nuvärdet av sista årets kassaflöde markant.

DCF-värdering

	Bear	Bas	Bull
Wacc	15,7%	15,7%	15,7%
CAGR, 2019 – 2024p	55%	65%	71%
Tillväxt, evighetsvärde	2,5%	3,0%	3,5%
EBITDA-marginal år 2024	28%	33%	36%
Rörelsekapitalbindning/omsättning per år	7,0%	8,0%	9,0%
Rörelsevärde (EV), mkr	127,0	325,7	476,5
Nettokassa, mkr*	30,9	30,9	30,9
Nyemissioner 2019 -2022, mkr	124,7	99,7	74,7
Nuvärde teckningsoptioner, mkr	-	31,8	31,8
Aktievärde, mkr	157,9	388,4	539,2
Antal aktier efter utspädning, miljoner	73,2	63,7	62,1
Värde per aktie, SEK	2,2	6,1	8,7
Implicit EV/Sales, 2022P	0,7x	1,3x	1,6x
Implicit EV/EBITDA, 2022P	6,7x	7,3x	6,5x

Nettokassa per 31/12 2018 plus nyemission 24,7 miljoner kronor i mars/april 2019. Källa: Jarl Securities

Möjligt uppköp med Ubisense som förebild

Marknaden för RTLS lösningar har under senare tid genomgått en fas av omstrukturering och konsolidering. På en ny marknad som industriell IoT, som kontinuerligt definieras och omformas, utgör H&D Wireless en potentiell uppköpskandidat, speciellt om bolaget fortsätter att växa sina intäkter och kundbas. Bolagets ledning har dessutom god erfarenhet av framgångsrik försäljning av teknikbolag i tidiga skeden.

Mjukvarubolag betalas normalt i 5 - 6 ggr sina årsintäkter på New Yorkbörsen, medan ett bolag med blandad hårdvara/mjukvara prissätts i omkring 3 ggr årsintäkterna. Skillnaden är 80 procent bruttomarginaler för mjukvarubolagen mot omkring 35 procent för ett mixat hårdvaru-/mjukvarubolag.

Den 9 januari 2019 offentliggjorde Investcorp Technology Partners förvärvet av Ubisense, som är verksam inom H&D Wireless sektor (affärsområde Smart Space) för 35 miljoner brittiska pund. Mått på Ubisense Smart Space affärsområdes omsättning om 10,8 miljoner brittiska pund år 2017 motsvarar det en EV/Sales-multipel om cirka 3,25 ggr. Applicerar vi denna multipel på vår intäktsprognos för H&D Wireless år 2021 i basscenariot (166 miljoner kronor) och diskonterar tillbaka från mitten av 2021 till 2 april 2019 med 15,7 procent kalkylränta hamnar vi på ett obelånat företagsvärde om 389 miljoner kronor. Det motsvarar en aktiekurs om 7,1 kronor enligt vårt Bas-scenariot om bolaget skulle kunna göra en "Ubisense-repris".

<https://www.investcorp.com/news-and-media/article/investcorp-technology-partners-announces-the-acquisition-of-ubisense>

Risker

Konjunktur och kundernas investeringsvilja

Även om industrikunderna har starka incitament att rationalisera sina materialflöden då det handlar om stora belopp som binds i varulager, så gör en svagare konjunktur investeringar mindre akuta. Dessutom eliminerar en svagare efterfrågan i stort sett alla utmaningar med så kallade flaskhalsar i produktionslinorna. Detta eftersom färre produkter ska processas igenom på kort tid.

Långsammare utbyggnad av IoT än väntat

Utbyggnaden av IoT har gått mycket långsammare än många i branschen väntat sig. Även om det ser ut att ta fart nu, finns alltid risker med ytterligare förseningar.

Teknik- och leveransrisker

Teknikutvecklingen inom data och telekom med trådlösa applikationer är en än så länge ganska ny marknad, där förändrad teknik kan förskjuta de bästa lösningarna i en för H&D Wireless ofördelaktig riktning. Även kvaliteten på de komponenter som H&D Wireless använder kan råka ut för kvalitetsproblem och leveransstörningar vilket i så fall kan påverka koncernens intäkter och kundkontakter på ett negativt sätt.

Produktutveckling och produktansvar

När produkter och lösningar utvecklas i ett sent skede finns en risk att H&D Wireless fattar felaktiga beslut som att exempelvis satsa på en lösning som sedan inte visar sig fungera alternativt tar lång tid och kostar orimligt mycket att färdigställa.

Då H&D Wireless produkter och lösningar spelar en central funktion för att lösa problem i för kunderna strategiska produktionslinor och är avgörande för deras lönsamhet, kan en fallerad funktionalitet leda till skadeståndskrav från kunderna riktade mot H&D Wireless. Även om bolaget har försäkringar mot sådana händelser kan beloppen bli stora och utmanande att hantera.

Konkurrens

En bransch där stora multinationella industrikunder har möjlighet att spara mycket stora belopp på att hantera sina materialflöden kan locka till sig nya aktörer. Dessa kan ha betydande finansiella resurser vilket gör att de kan expandera snabbt både inom försäljning och produktutveckling på bland annat H&D Wireless bekostnad.

Kapitalbehov

H&D Wireless har de senaste åren genomfört ett antal nyemissioner, vilket triggats av det kapitalbehov som uppkommit för bland annat produktutveckling. Då intäkterna från nya kontrakt kan komma att dröja ytterligare en tid, kan det inte uteslutas att bolaget inom en relativt snar framtid åter behöver göra en nyemission.

Beroende av nyckelpersoner

Ett relativt fåtal nyckelpersoner inom H&D Wireless-koncernen sitter på den avgörande kunskapen om företags produkter och lösningar samt har kontakten med de största och viktigaste kunderna. Skulle en eller flera av dessa personer lämna företaget kan betydande värden försvinna eller reduceras för företaget del.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.