

Rentunder Holding AB

Fortsatt högtryck för Rentunders båttvättar

Analys: Johan Widmark och Andreas Eriksson | Datum: 2021-07-28 | 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 en framgångsrik etablering i Europa där distributionsnätverket fortsätter att växa efter att flera nya avtal ingåtts under sommaren ser utrollningen ut att gå enligt plan. Ännu en försäljning av en patenterad båttvätt och planer på en ökad marknadsföring ger fortsatt stöd för ett motiverat värde på 1,6–2,0 SEK per aktie på 12–24 mån sikt, med hänsyn tagen till en framtida utspädning.

Fortsatt lyckosam bearbetning av viktiga marknader

Rentunder har under sommaren etablerat sig på ett flertal nya marknader med utbyggnaden av bolagets distributionsnätverk. Senast beskedet från bolaget är att man ingått avtal med en distributör verksam i Portugal och stora delar av Spanien. Distributören är densamme som man sålt en av sina tvättar via i Frankrike. I samband med avtalet lades en order på den miljövänliga BOATWASH med ett ordervärde på 3,0 MSEK. Även samarbetet med bolagets schweiziska distributör har utökats och omfattar nu även den italienska marknaden. Att bolaget så tätt kan presentera nya avtal och försäljningar ser vi som ett kvitto på att det finns en hög efterfrågan på bolagets lösning och att utrollningen fortsätter att gå enligt plan.

Ökad marknadsföring för att nå nya kunder utomlands

Samtidigt finns det en stor obearbetad marknad. Rentunder har därför valt att öka sin marknadsföring utomlands och som ett led i detta kommer man att ställa ut sin båttvätt på Metstrade i Amsterdam 16–18 november. Metstrade är världens största mässa för kommersiella aktörer inom fritidsbåtar där besökare kommer från hela världen. Vi bedömer att den här typen av aktiviteter tillsammans med att distributionsnätverket får allt fler referensanläggningar i drift kommer att skapa tillräckligt med uppmärksamhet för att utrollningen ska dra igång på allvar under nästa år.

Ljusa utsikter men med vissa frågetecken

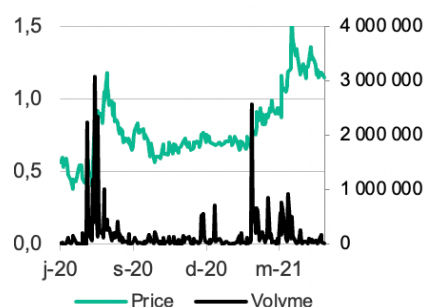
Vi ser fortsatt ljust på framtiden för Rentunder. De politiska drivkrafterna kommer enligt oss att bana väg för den här typen av produkter och tjänster som minimerar miljöpåverkan inom annars smutsiga branscher. Vi saknar dock närmare besked om utvecklingen på den viktiga amerikanska marknaden som man så framgångsrikt etablerade sig på under 2020 med det 50% ägda bolaget och ett flertal underdistributörer. Sammantaget behåller vi vår prognos för Rentunder, och eftersom försäljningen utvecklas i linje med vår prognos ser vi fortsatt stöd för ett motiverat värde på 1,6–2,0 SEK per aktie på 12–24 månaders sikt, justerat för utspädningen vid en förväntad framtida nyemission för att stärka kassan.

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	0,91	1,38	1,00
EV/EBITDA	-30,18	-6,23	-13,08	20,91	8,18
EV/EBIT	-9,44	-4,77	-6,63	64,29	11,43
P/E	-9,99	-5,48	-20,21	145,11	20,98

Källa: Emergers

Rentunder

Fair Value, SEK (12-24 m)	1,6 - 2
Current Price, SEK	1,15
Number of Shares (Millions)	37,3
Market Capitalisation (MSEK)	43
Net Debt (MSEK)	-3
Enterprise Value (MSEK)	40
Market	NGM Nordic SME



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 båttvättar 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 båttvättar.

Gynnsam enhetsekonomi för en båttvätt

För en svensk kund kostar en borsttvätt 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 båttvätten 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 båttvätt i Vaxholm som tvättade ca 1000 tvättar under 2020.

I Sverige är dock priset på själva båttvätten 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 delägarande 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 royaltypå 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 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 2024.

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, 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 partner nätverk 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 1,15

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	5,40	1,31	0,70	0,63	1,15	1,15	1,15	1,15
Number of Shares (Millions)	13,60	18,64	18,64	37,29	37,29	52,94	52,94	52,94
Market Cap	73,4	24,4	13,1	23,3	42,9	60,9	60,9	60,9
Enterprise Value	71,4	23,6	12,2	20,3	14,1	34,0	33,2	30,4
EPS (Reported)	0,05	-0,31	-0,07	-0,11	-0,06	0,01	0,05	0,13
EPS (Adjusted)	0,05	-0,31	-0,07	-0,11	-0,06	0,01	0,05	0,13
CEPS	0,05	-0,31	-0,07	-0,11	-0,06	0,01	0,05	0,13
P/CEPS	107,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	145,1	21,0	8,5
Book Value/Share	0,2	0,2	0,2	0,1	0,7	0,5	0,6	0,7
P/BV	22,2	5,5	4,2	5,5	1,6	2,3	2,1	1,7
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	0,9	1,4	1,0	0,6
EV/EBITDA	64,4	-4,6	-30,2	-6,2	-13,1	20,9	8,2	3,5
EV/EBIT	91,3	-4,1	-9,4	-4,8	-6,6	64,3	11,4	4,1
P/E (Adjusted)	107,5	-4,2	-10,0	-5,5	-20,2	145,1	21,0	8,5
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	-113,9	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.