

Norrlandsindustrier, jo det rullar på...

- **Samarbete med BAE Systems Hägglunds öppnar miljardmarknad**
- **Förbereder notering av aktien under 2010**
- **Affärsmodellen gynnsam och skapar mervärden från dag ett**
- **Fordonsmarknaden spås öka med elva procent 2010**

Sammanfattning

Ledningen för Norrlandsindustrier, ett industrifokuserat investeringsbolag, har under de senaste två åren arbetat med att konsolidera och utveckla den befintliga verksamheten. I och med detta har denna lagt grunden för en notering aktien och som ett sista steg inför detta görs en så kallad *offensiv emission* till de befintliga ägarna.

De likvida medlen skall användas till att finansiera köp av ytterligare industriföretag, något som ledningen för Norrlandsindustrier tror att den kan göra till p/e tal mellan tre och fem. Axier håller det inte för orimligt att det redan finns ett eller kanske till och med två bolag som skall inhandlas, och att det är därför kassan nu fylls på.

2009 har förvisso inte varit ett bra år för svensk industri, i synnerhet inte för de bolag som arbetar mot fordonssektorn. Det kommer att medföra att Norrlandsindustrier redovisar ett negativt resultat i år, att jämföra med förra årets vinst om 4,4 Mkr. På sikt finns det emellertid anledningen att tro att detta resultat kommer att förbytas mot svarta siffror som överraskar marknaden.

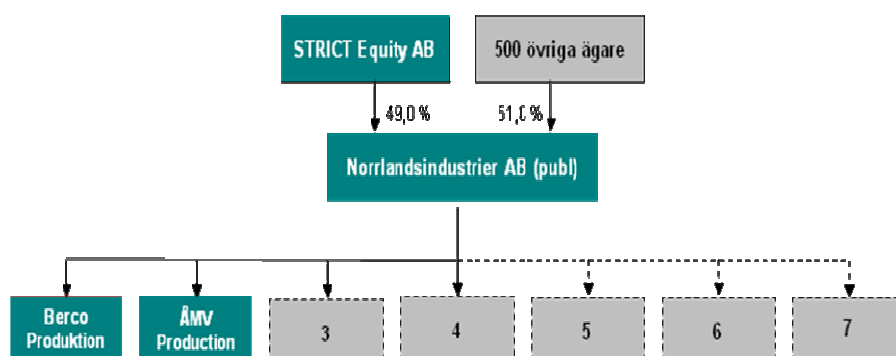
Det är främst *MLI-samarbetet* med *BEA Systems Hägglunds* rörande civila och militära bandvagnar som kommer att börja ge effekter redan under 2010 och som kan leda till att en helt ny miljardmarknad öppnas för Norrlandsindustrier. Den stora effekten syns emellertid i framtida resultaträkningar. Med hjälp av dessa leveranser och en naturlig återhämtning i marknaden bedöms Norrlandsindustrier kunna öka omsättningen med närmare 35 procent under 2010 – allt under lönsamhet. Axier rekommenderar således teckning av aktien.

Antal aktier	2 500 000*
Notering	Onoterat, notering planeras under första halvåret 2010
Styrelseordförande	Ronny Bergström
Största ägare (%)	STRICT Equity AB, 49 %
Webb	http://www.norrlandsindustrier.se
Market Cap	15 Mkr*
Axiers rekommendation	Teckna
Risk	Medel
Potential	Hög

*Pre-Money värdering innan den förestående nyemissionen

Beskrivning av verksamheten

För närvarande består koncernen Norrlandsindustrier AB (publ) av de aktiva dotterbolagen Berco Produktion AB och ÅMV Production AB.



Norrlandsindustriers mål är att innan utgången av 2011 ha byggt upp en koncern bestående av mellan fem och sju industriföretag vilka har naturliga samarbetsmöjligheter och som tillsammans omsätter över 500 MSEK. Genom aktivt stödarbete är målet att den genomsnittliga vinstmarginalen för de enskilda företagen inom Norrlandsindustrier, sett över en konjunkturcykel, skall uppgå till mellan 7 och 12 procent.

Under 2009 bedöms Norrlandsindustrier omsätta drygt MSEK 100. STRICT Equity är huvudägare i Norrlandsindustrier med en ägarandel på 49 procent. Norrlandsindustrier planeras att tas upp till handel under de det första halvåret 2010. Ett första steg mot en notering har tagits genom att STRICT under 2009 delade ut aktier till sina 500 aktieägare. Axier har för avsikt att återkomma med en omfattande analys av Norrlandsindustrier under den kommande tolv månadersperioden. Norrlandsindustrier kommer inom kort att stärka på sin kassa genom en mindre emission som i första hand vänder sig till bolagets egna aktieägare. STRICT har för avsikt att delta i denna emission och försvara sin ägarandel om 49 procent.

Berco

Verksamheten inom nuvarande Berco startades redan på 1960-talet. Grunden var i form av en bilverkstad med namnet Bil & Plåt AB. 1994 köpte före detta Bil & Plåt, då omdöpt till Berco Produktion AB upp AB Plastkarosser. Detta innebar att Berco tog upp tillverkningen av AB Plastkarosserns produkt, transportskåp till tunga och lätta lastbilar.

Redan under 1980-talet påbörjades ett långsiktigt samarbete med BAE Systems Hägglunds AB i Örnsköldsvik där Bil & Plåt konstruerade och tog fram påbyggnader till bandvagnar. Med Hägglunds som samarbetspartner, arbetar Berco Produktion AB sedan 1987 med påbyggnader för militärt bruk vilket har vuxit till en betydande del av Bercos verksamhet.

Berco har idag ett flertal stora kunder. Beträffande lätta lastbilar är Volkswagen Transportbilar en av de största. Samarbetet med Volkswagen har bland annat utmynnat i skåpkonceptet VOLYMAX, vilket säljs över hela Sverige genom Volkswagens rikstäckande återförsäljarnät.

Berco har vuxit kraftigt under 2000-talet. Anpassning har skett från ett litet till ett medelstort företag med insatser inom bland annat kvalitet, miljö och organisation. Sedan 1999 är bolaget ISO-certifierat enligt standarderna SS-EN ISO 9001 samt SS-EN ISO 14001.

Terrängfordon i samarbete med BEA Systems Hägglunds

Inom Berco finns i dag en verksamhet som är inriktad mot terrängfordon, såväl civila som militära. På sikt har ledningen för avsikt att bolagisera denna del av Berco, varvid detta kan komma att utgöra Norrlandsindustriers tredje dotterbolag. Sedan mitten av 1980-talet har Berco samarbetat med BEA Systems Hägglunds kring produktionen av bandvagnar. Ursprungligen avsåg detta samarbete påbyggnader till dessa, men under årens lopp har samarbetet utvidgats och även lett till att Norrlandindustrier genom Berco kan erbjuda marknaden ett eget terrängfordon för civilt bruk.

BAE har sålt närmare 11,000 exemplar av Bandvagn 206 som inte längre säljs. Intresset för denna är emellertid fortsatt stort, och det finns både civila och militära användare som vill uppgradera sina bandvagnar. Det program som Berco och BAE inlett, *MLI, Mid Life Improvement*, innebär en helrenovering av bandvagnarna vilken medför att dess livslängd förlängs samtidigt som dessa miljöanpassas. För Bercos del innebär det i första hand att bolaget byter ut drivlina, el- och hydraulik. I praktiken innebär detta att kunden erbjuds ett begagnat fordon med en garanti – till ett pris som ligger väsentligt under nyanskaffningskostnaden. Renoveringskostnaderna uppgår till mellan en och två miljoner kronor per fordon, vilket gör att det kan komma att medföra ett betydande tillskott till bolagets befintliga orderstock.

Skulle Berco kunna renovera endast en promille av alla de bandvagnar som finns på marknaden i dag innebär detta en potential att varje år bearbeta 110 stycken terrängfordon, vilket innebär en möjlig omsättning om närmare 200 Mkr. Denna siffra skall ställas i relation till den omsättning som ledningen prognostiserat för hela Norrlandsindustrier under 2009, 100 Mkr. Då har ingen hänsyn tagits till eventuella tilläggsbeställningar där Norrlandsindustrier monterar växelflak, tankar och kranar på fordonen.



Tillsammans med BAE Systems Hägglunds AB i Örnsköldsvik utfördes under 2008 åtta stycken påbyggnationer av bandvagnar för militärt bruk. Bercos roll i samarbetet är att baserat på chassin som produceras av BAE Systems Hägglunds producera specialbyggnationer på bandvagnens bakvagn. Berco tillverkar även en egen framtagna bandvagn för civilt bruk.

ÅMV

Åsele Mekaniska Verkstad AB startades 1991 och i och med förvärvet av Scantec AB 1994 som sysslade med grovsmide och konstruktioner, utvecklades ÅMV till en plåtbearbetningsverkstad. Under åren skaffade sig Åsele Mekaniska Verkstad en position i marknaden som en kunnig legoleverantör inom plåtsektorn.

I syfte att kunna erbjuda allt större och mer avancerade arbeten utvecklades successivt ett samarbete med ytterligare en handfull företag, den så kallade Inlandsgruppen. En medveten satsning på gemensam marknadsutveckling inleddes 2001 och frukterna av denna började kunna skönjas med en expansion i slutet av 2001.

Den kraftiga expansionen i kombination med en sämre konjunktur ledde dock till Åsele Mekaniska Verkstad AB fick sättas i konkurs i februari 2002. Nya ägare köpte emellertid ut verksamheten från konkursboet genom nuvarande ÅMV Production vilket blev starten för ökade marknadssatsningar. Därefter har ett flertal nya kunder tillkommit och försäljningen har ökat successivt under de senaste åren.

I dag är ÅMV en leverantör av alla på marknaden förekommande typer av plåtarbeten. I bolagets 4,200 kvadratmeter stora anläggning i Åsele arbetar bolagets personal med uppdrag som stansning, bockning, nibbling och svetsning bland mycket annat.

Maskinbearbetning med efterföljande svetsning har sedan länge varit bolagets kärnverksamhet men under senare år har ökade kundkrav gett upphov till mer avancerade arbeten och detta innebär mer systemleveranser av halvfabrikat.

Bolagets fabriksanläggning kan vid behov byggas ut, något som gör att det finns utrymme att växa. Redan i dag är denna utrustad med en omfattande maskinpark,

bland annat ett antal mindre fleroptionsmaskiner och en laserskärmaskin. På detta sätt kan ÅMW även svara mot de allt mer avancerade och komplexa önskemål som bolagets kunder ställer på sina leveranser.



Affärsmodellen

Såväl Berco som ÅMV är i grunden två stycken välskötta företag. Trots detta fann STRICT Equity i samband med att dessa köptes in att det fanns ett betydande antal samordningsvinster att göra.

Ju större ett företag är, desto enklare är det att uppnå samordningsvinster i till exempel inköpsrutinerna. Genom att hänvisa till att det två företag som köper, inte bara ett, så kan leverantörerna förmås att ge de olika bolagen lägre inköpspriser. På sikt är det också möjligt att anta att det kan komma att bli möjligt att ha en gemensam administration och en inköpsorganisation. Det går också att använda sig av bolagens interna överskottslikviditet för att finansiera varandra under vissa perioder. En koncernkonto räknar samman saldot på de olika företagens konton, vilket gör att bolagen inte måste betala räntor.

Detta är emellertid de små fördelarna. Ledningen för Norrlandsindustrier har identifierat ett stort antal företag med årsomsättningar i storleksordningen 50 till 200 Mkr där ägarna inte förfogar över tillräckligt med kapital för att kunna expandera ytterligare. Vidare drivs många av dessa företag av så kallade *40-talister*, som har för avsikt att gå i pension under de närmaste åren. Ofta saknas en klar successionsplan, och det är svårt att sälja ett sådant företag bland annat för att de potentiella och intresserade köparna oftast saknar likvida medel för att överta verksamheten.

Genom att Norrlandsindustrier kommer att noteras har bolaget en valuta som

andra köpare saknar, sin egen aktie. Genom att använda en mix av egna aktier, banklån och kassa kan Norrlandsindustrier således komma att förvärva befintliga vinstdrivande verksamheter till så pass låga vinstmultiplar som mellan tre och fem. I och med att en del av betalningen erläggs i form av aktier har säljaren möjligheten att både *äta kakan och ha den kvar*. Denne säljer sitt företag, men får aktier som kan komma att stiga i värde, något som gör att denne har en ytterligare uppsida. Norrlandsindustrier har dessutom som krav att den nuvarande ledningen skall finnas tillgänglig även i framtiden. Ett skolboksexempel på detta är, Anders Westman som är koncernchef i ÅMW. Han var en av de två ursprungliga ägarna till denna koncern och har valt att växla delar av sina aktier i detta bolag mot ett ägande i Norrlandsindustrier.

Ledningen har emellertid inte för avsikt att köpa enbart för köpandet skull, det skall finnas klara synergieffekter, men de företag som köps skall också uppfylla Norrlandsindustriers hårt uppsatta mål, bland annat:

- Försäljningen skall uppgå till mellan 50 och 200 Mkr, och det skall finnas förutsättningar att öka den organiska försäljningen med minst 25 procent.
- Vinstmarginalen skall uppgå till mellan 7 och 12 procent
- Förvärvet skall kunna göras till ett pris som inte överstiger en vinstmultipl på fem, och den skall kunna bankfinansieras till åtminstone hälften.

Detta sätt att arbeta på är förekommande då det gäller större företag, det finns ett antal riskkapitalbolag och *venture capitalbolag* som arbetar med detta sätt med med mål att notera de förvärvade bolagen inom en femårsperiod. Bland de mindre bolagen har vi egentligen endast identifierat en enda konkurrent som har arbetat på samma sätt, de två börsnoterade koncernerna Optegra/Pilum som en gång i tiden ingick i samma företagskonstellation använde sig med mycket goda resultat av samma arbetssätt.

Genom att bibehålla nuvarande ägare kan Norrlandsindustrier uppfylla sitt mål att maximera avkastningen för aktieägarna, säljarna av de förvärvade bolagen är ju likaledes ägare de med och arbetar för att öka värdet på den egna investeringen. På detta sätt skapas mervärden genom ett egengenererat affärsflöde och en industriell förädlingsmodell där koncernens bolag dra nytta av varandras kompetens och produktutbud.

Fordonsmarknaden

De stora lageruppbbyggnaderna som fanns i början av året har nu reducerats och är näst intill borta, vilket medför att det sektorn åter börjar producera i takt med en normal efterfrågan. I och med de stora kostnadsbesparingarna som denna sektor tvingats till det senaste året, i vissa fall upp till tio procent, ser vi tecken på att utsikterna åter börjar se positiva ut för sektorn i sin helhet.

Axier förväntar sig emellertid att även 2010 kommer vara ett tungt år för branschen

eftersom det produktionstapp vi sett de senaste åren varit så pass stort som 50 procent. Historiskt sett har det alltid tagit fordonsmarknaden åtminstone två år att återhämta sig från recessioner. Läger vi därtill att den europeiska fordonsflottan fortfarande är relativt modern och att transportsektorn ännu inte återhämtat sig i samma takt som många andra branscher gör vi bedömningen att fordonsindustrin som helhet kommer att tvingas genomleva ytterligare ett tungt år under 2010, om än betydligt bättre än 2009. Axier gör bedömningen att vi kommer se en förbättring av orderläget inom fordonsindustrin under slutet av nästa år.

Analysföretaget JD Powers förutspår att vi kommer att ta del av en tillväxt på lastbilsmarknaden som inte fasar ut innan slutet av 2013 – som tidigast. Det är bland annat de historiskt låga försäljningssiffrorna som kommer att bidra till detta då köparna valt att skjuta på investeringar i nya fordon som en följd av den ekonomiska situationen. I takt med att denna förbättras och att den ekonomiska livslängden på fordonens når sitt slut måste dessa emellertid ersättas vilket skapar en kraftigt ökad efterfrågan.

Industriproduktionsindex



Diagrammet visar den procentuella förändring av industriproduktionsindex från föregående månad, uppräknat till årstakt. Uppgifterna är beräknade i fasta priser, säsongrensade och utjämnade med skattning av trendcykeln. Industriproduktionsindex är ett mått på den totala produktionen inom industrin. Med industri avses gruvor och mineralbrott samt tillverkningsindustri. Industriproduktionsindex är en indikator på industrikonjunkturen. Källa SCB.

Aktien och den förestående emissionen

Ägarstruktur

Namn	Aktier	Andel
STRICT Equity AB	1 225 000	49,00%
Nygren Invest AB	574 976	23,00%
Laccord Ltd	184 439	7,38%
Anders Westman Advice AB	114 887	4,60%
LB Intressenter	114 887	4,60%
Stapeda AB	108 995	4,36%
Övriga cirka 500 ägare	176 816	7,07%
Summa	2 500 000	100,00%

* Per den 30 september 2009 kompletterat med de för Axier senast kända uppgifterna Källa: Euroclear (fd VPC)

Intressant är att notera att Anders Westman Advice AB och LB Intressenter AB, de förre detta ägarna till ÅMV-koncernen fortfarande finns kvar i verksamheten. Dessa har också för avsikt att teckna sig för sin andel i den kommande emissionen.

Per den 30 september 2009 har Norrlandsindustrier drygt 500 aktieägare, varför Aktietorget spridningskrav är uppfyllt redan före nyemission.

Kommande emission

Den som på avstämningsdagen den 18 november var registrerad som aktieägare i Norrlandsindustrier erbjuds att med företrädesrätt teckna sig för en ny aktie per tvåtal innehavda aktier till kursen 6,00 SEK. Teckningstiden löper till och med den 11 december.

Motivet till den kommande emissionen är att attrahera så kallat expensionskapital för att kunna förvärva ytterligare så kallade *generationsskiftesbolag* (se också rubriken *Beskrivning av verksamheten*) som omsätter omkring 50 till 200 Mkr per år och kan integreras i koncernens övriga verksamheter.

Bolagets huvudägare, STRICT har meddelat att de har för avsikt att försvara sin andel i den kommande emissionen. I denna värderas bolaget till 15 Mkr, *pre-money*, vilket kan anses som lågt.

Emellertid, detta är en företrädesemission som i första hand riktar sig till bolagets befintliga aktieägare. I och med att det inte är en emission som är riktad till allmänheten brukar dessa alltid göras till en förmånligare värdering än vad en emission där aktier säljs till helt nya investerare innebär.

Här ser Axier ett tillfälle för den som ser potentialen i den verksamhet som Norrlandsindustrier bedriver. I det fall som emissionen inte fulltecknas kommer det att finnas möjligheter för externa placerare att teckna sig för de aktier som av olika anledningar inte utnyttjas av de befintliga ägarna. Teckning sker genom Aktieinvest.

Observera att Norrlandsindustrier i dagsläget inte är noterat och att det inte är säkert att en sådan kommer att ske under 2010. Bolagets styrelse har emellertid aviserat att denna har för avsikt att arbeta för att en sådan kommer till stånd redan under årets första halvår. Den som tecknar sig för aktier bör således ha en längre placeringshorisont. Vi tror emellertid på en snabb notering då en noterad aktie i Norrlandsindustrier utgör en stark valuta om och när bolaget skall förvärva nästa företag.

Ekonomiska data

Det saknas i dag riktigt bra sätt att göra jämförelser mellan årets resultat och föregående perioder. Detta beror bland annat på den finansiella krisen som dragit ned resultatet kraftigt men också på att koncernen under tidigare år inte haft samma sammansättning och det har förekommit olika ägarandelar över tiden. För

att på bästa sätt visa hur verksamheten ser ut i dag jämfört med föregående år har vi därför valt att dela upp jämförelsesiffrorna på Berco och på ÅMW, dels summerat dessa. Vi har då inte tagit hänsyn till minoriteten, men vi anser att detta ger en bra överblick på den kapacitet som finns i den verksamhet som Norrlandsindustrier bedriver genom sina dotterbolag.

	Koncernen Jan- sept 2009	Berco 2008	ÅMW 2008	Koncernen 2008
Rörelsens intäkter	72 680	97 345	53 664	151 009
Övriga rörelseintäkter	924			
Summa intäkter	73 604	97 345	53 664	151 009
Rörelsens kostnader				
Råvaror	-37 030	-58 355	-25 548	-83 903
Övriga kostnader	-15 468	-10 986	-5 907	-16 893
Personalkostnader	-25 963	-23 712	-15 996	-39 708
av- och nedskrivningar	-3 191	-1 495	-975	-2 470
Summa kostnader	-81 652	-94 548	-48 426	-142 974
Rörelseresultat	-8 048	2 797	5 238	8 035
Resultat finansiella poster				
Fordringar	-750			
Ränteintäkter	60	91	64	155
Räntekostnader	-1 459	-1 119	-954	-2 073
Resultat efter finansnetto	-10 197	1 769	4 348	6 117
Minoritetsintresse	147			
Uppskjuten skatt		64		
Skatt	104	-463	-1 275	-1 738
Periodens resultat	-9 946	1 370	3 073	4 379

Per den 21 oktober kommunicerades det att Berco Produktion hade genomfört en extra reservering på 2,8 Mkr. Reserveringen beror på garantiåtaganden som avser skåppåbygggnader för drygt 500 lätta lastbilar som levererades under åren 2007-2008. Reserveringens storlek återspeglar det maximala belopp som Bercos ledning bedömer kan komma att drabba bolaget i form av extra kostnader.

Axier är av den åsikten att denna reservering togs med målsättningen att "allt skall fram" och för att förhindra att det finns oredovisade händelser som kan komma att ha en negativ effekt i framtida resultaträkningar. Vi blir således inte förvånade om en del av denna reservering återförs Bercos resultaträkning nästa år.

Avsättningen är en så kallad *extraordinär kostnad*, vilket även ett antal andra kostnader uppgående till 1,1 Mkr varit varvid det ordinarie resultatet för kvartalet är minus sex miljoner. Med tanke på hur det finansiella läget sett ut under i alla fall

det första halvåret så är detta inte så pass illa som det ser ut vid första anblicken. En stor del av kostnaderna för koncernen är fasta, till exempel löner och lokaler, kostnader som bolaget har oavsett om produktion sker eller inte.

Vi vet till exempel att andra större företag dragit ned arbetstiden från fem till fyra dagar för sin personal för att denna saknat beläggning. Att Norrlandsindustrier har redovisat en förlust för årets första nio månader är således inte något som är så pass konstigt. Som tabellen ovan visar ser vi att omsättningen årets första nio månader uppgår till hälften av vad som redovisades under 2008, men det finns få företag som klarat sig undan den finansiella härdsälta som rådde under början av året. Ett normalår kommer resultatet istället vara positivt och Axier är av den åsikten att år 2009 är att betrakta som ett förlorat år, inte bara för Norrlandsindustrier, utan för hela verkstadssektorn.

Vid en fundamental bedömning av Norrlandsindustrier och den verksamhet som bolaget bedriver så bör inte vikten läggas vid ett enskilt år, det är istället de framtida vinsterna som skall värderas och vi har sett att bolaget kan leverera, bara marknaden vänder. Vi tror att den har gjort detta.

Prognoser

I och med att Norrlandsindustrier är ett onoterat företag så är informationskraven som ställs väsentligt lägre än vad som ställs på noterade och listade företag. Norrlandsindustriers ledning har också varit synnerligen försiktig med att komma med prognoser, något som Axier ser som både positivt och negativt. Fördelen är att bolaget inte förser marknaden med alltför förhoppningsfulla prognoser som sedan måste skrivas ned. Nackdelen är att det blir betydligt svårare att bedöma det framtida kassaflödet i bolaget.

Vi vet emellertid att det under december kommer att göras ett antal upprevideringar av bolagets interna budgetmål och vi tror att det kommer medföra att marknaden kommer att uppdateras med dessa siffror.

I och med att en del av Norrlandsindustriers affärsidé är att förvärva andra företag, dels med kontanter, dels med banklån och egna aktier innebär det att en prognos måste baseras på den nuvarande verksamheten. Det går inte att gissa sig till vad som ett eventuellt framtida köp medför i fråga om omsättning och resultatpåverkan, minst av allt då verksamheten som ett framtida uppköpt bolag bedriver är okänd.

Vi gör emellertid bedömningen att Norrlandsindustrier bör ha en god förutsättning att inför nästa år utvecklas i paritet med fordonsindustrin i sin helhet, vilket torde betyda att nästa års omsättning – allt annat lika – bör öka till minst 110 Mkr. Till detta skall läggas *MLI-projektet* som bedrivs tillsammans med BEA Systems Hägglunds. Redan 2008 utfördes åtta stycken påbyggnationer av bandvagnar för militärt bruk varför det finns all anledning att tro att även MLI-projektet kommer att tas emot väl. Med en genomsnittlig intäkt, extra tillbehör oräknade, om 1,5 Mkr bör

vi se hur Berco kommer att kunna öka omsättningen med ytterligare 15 Mkr. Det är fortfarande en bra nit under den redovisade omsättningen för 2008 som uppgick till 151 Mkr, men vi är inte helt säkra på att fordonsindustrins återhämtning kommer att ge fullt genomslag under 2010 varför vi väljer att inta en försiktig hållning.

I och med att fordonsmarknaden sätter fart igen ser Axier det som rimligt att anta att Norrlandsindustrier kommer att visa svarta siffror 2010, men lägre än den som koncernen har som mål för en konjunkturcykel. Vi gör emellertid bedömningen att bolaget kommer att kunna visa upp en vinstmarginal på strax under 5 procent, vilket ger Norrlandsindustrier ett överskott om 4,81 Mkr efter skatt, eller ett p/e tal om 4,7. Detta skall ställas i relation till det genomsnittliga verkstadsföretaget på Stockholmsbörsen som handlas till en vinstmultipel om 17. I denna prognos har vi emellertid inte tagit någon som helst hänsyn till justeringar eller återföringar av tidigare års reserveringar.

Axier gör bedömningen att en del av den reservering som Berco Production som genomfördes under oktober månad i år kommer att visa sig vara för stor. Att så pass mycket som 2,8 Mkr reserverades under oktober 2009 tror vi var ett sätt för bolaget att rensa undan detta från böckerna. Samtidigt så ger det Norrlandsindustrier betydligt mer börsfäihgt i och med att det inte finns några lik i lasten som kan komma att överaska marknaden efter noteringen. I och med att en eventuell återföring av hela eller delar av denna reservering inte är att betrakta som en extraordinär intäkt har vi valt att låta denna står utanför. Vi gör emellertid bedömningen att så pass mycket som 1,1 Mkr kan komma återföras.

Risker och möjligheter

En av de stora riskerna som Axier ser med att investera i mindre bolag på de mindre listorna är att de sällan uppmärksammas i den omfattningen de förtjänar. Många av de bolagen som finns noterade på dessa listor beläggs därför med en riskpremie på grund av avsaknaden av information. Eftersom bolaget är tämligen nytt så vet vi i dag inte hur pass "aktieägarvänligt" det kommer att vara i sin kommunikation.

Axier förespråkar att de företag som noteras på de mindre listorna ägnar tid åt sina aktieägare och den finansiella kommunikationen gentemot dessa. Görs detta på ett korrekt sätt så kommer antalet aktieägare att öka, men framförallt kommer handeln att bli mer genomlyst. Bolag med alltför få aktiva ägare drabbas ofta av såväl en låg likviditet som en stor *spread*. En av riskerna med att investera i ett bolag som noteras på en av de mindre listorna är således att det kan vara svårt att sälja alltför stora poster vid ett tillfälle som en ägare önskar. Den placerare som väljer att investera i Norrlandsindustrier i detta skede måste vara medveten om att detta problem är ännu större för ett onoterat bolag. Riskpremien blir således betydligt högre. I gengäld anser Axier att bolagets *pre-money* värdering speglar detta, och att prislappen om 15 Mkr tar hänsyn till en viss *informationsbias*.

Den allra största risken som Axier ser med en investering i Norrlandsindustrier är att konjunkturen inte vänt, eller kommer att göra detta inom en överskådlig framtid.

Prognoserna visar emellertid att det ser ut som till och med fordonsindustrin är på väg upp just nu.

Under oktober månad reviderade branschorganisationen Bil Sweden upp prognosen för antalet nyregistrerade personbilar i år med 10 000 bilar till 205 000. Detta ska ses i ljuset av att en normal marknad i en tioårscykel är 250 000 bilar. För nästa år bedöms antalet nyregistreringar öka till 220 000 bilar.

Vidare ser vi att prognosinstituten J.D. Power och CSM räknar med att den globala bilproduktionen förväntas minska med 16,4 procent under helåret 2009, jämfört med tidigare prognos som var -17,3 procent. Det är således en upprevidering av tidigare prognoser vi ser.

I det tredje kvartalet förväntas den totala globala bilproduktionen minska med 7,8 procent och i det fjärde kvartalet spås den öka med 6,6 procent. Tidigare spådde J.D. Power och CSM att produktionen skulle minska med 9,9 procent i det tredje kvartalet och öka 4,8 procent i det fjärde kvartalet.

Vi ser också hur såväl bilföretagen Nissan och Toyota har höjt sina prognoser för helåret som att underleverantörer som Autoliv officiellt valt att kommentera att de ser en ljusare framtid för fordonssektorn än vad som tidigare förutspåts.



Baltic Dry Index, som sammanställs av Londonbaserade *Baltic Exchange*, visar på utvecklingen för kostnaderna för torrlaster på 40 rutter världen över, vilket gör det till en bra konjunkturmätare. Det är inte perfekt, men många använder sig att detta för att se vad som händer med ekonomin.

Under vecka 46 steg detta index med höga 21 procent, och stängde på 4,111, vilket skall jämföras med samma siffra vid årsskiftet. Den 2 januari i år stod detta index i 773. Det är förvisso en bra bit kvar till toppnoteringen 11,709 som indexet stod i för drygt ett år sedan, men Axier tolkar uppgången som att marknaden bestämt sig för att vi står inför en konjunkturvändning.



Bland de möjligheter som vi ser är de låga produktionstalen. Siffror från Bil Sweden visar att produktionen i svensk bilindustri har fallit med hela 60 procent hittills i år jämfört med samma period förra året. Vi ser emellertid också att den europeiska marknaden utvecklas betydligt positivare än den svenska tack vare den aktiva konjunkturpolitik med bland annat skrotningsstimulanser som 15 av 27 EU-länder infört. Utomlands har detta lett till påtagliga försäljningslyft i de länder där detta åtgärder införts.

Vidare, under vintern 2008/2009 talades det mycket om stora omställnings- och krisstöd till fordonsindustrin. Totalt sett 28 miljarder utlovades för att rädda en bransch som normalt sett står för 15 procent av den svenska bruttonationalprodukten (BNP). I skrivande stund har inte en enda krona betalats ut.

Axier är förvisso av den åsikten att ett bolag som är noterat skall kunna klara sig på egna meriter och att det inte skall vara i behov av ekonomiskt stöd, i alla fall inte på lång sikt. En relativt nyframtagen studie som presenterades av Vinnova visar emellertid på att Sverige är starkt beroende av fordonsindustrin. Omkring 400 företag med 127,000 anställda ingick i undersökningen som kom fram till att få andra länder har motsvarande kompetens att utveckla fordon från koncept till färdig produkt.

Med kartläggningen som grund ansåg Vinnova att svensk fordonsindustri bör stärkas genom nationella forskningssatsningar inom strategiska kompetensområden. Sverige bör bygga upp nationella, sektoriella och regionala innovationssystem, profilera styrkeområden internationellt samt sträva efter starkare, snabbare och mer FoU-intensiva företag. Får Vinnova hör för sina åsikter kan det komma att innebära att hela fordonssektor förstärks, något som kommer

att gynna även Norrlandsindustrier, främst i dotterbolaget Berco.

Den svenska lastbilsmarknaden har under 2009 varit svag, prognosen ligger på cirka 26,000 nyregistrerade lastbilar i år, men redan nästa år ser vi en ökning. Nästa år förväntas det registreras 29,000 fordon, en ökning med cirka elva procent. Detta bör komma även bolagen inom Norrlandsindustrier till godo.

Axier ser emellertid en möjlighet till att siffran kan komma att stiga snabbare än så. Sverige har i dag ett uppdämt behov av uppgradering av lastbilsparken då Sverige har Europas fjärde äldsta bilflotta. En så pass stor andel som 40 procent av den svenska bilparken har en ålder som överstiger tio år.

En av de *value drivers* som Axier ser är ytterligare köp. I och med att Norrlandsindustrier har för avsikt att notera aktien inom kort så kommer det att skapas en helt ny valuta för bolaget. Genom att köpa ett bolag med bland annat egna aktier, aktier som är noterade, kan Norrlandsindustrier komma att förvärva vinstgivande bolag till så pass låga vinstmultiplar som tre till fem. Anta att Norrlandsindustrier vid noteringen handlas till ett p/e tal på tio (10) vilket är synnerligen lågt, men likväl högre än vad som erläggs för en ny verksamhet. Med ett sådant antagande värderas Norrlandsindustrier till ett *market cap* om 48 Mkr. Låt oss vidare anta att Norrlandsindustrier köper upp ett annat företag för 4,8 Mkr, till ett p/e tal om fyra där hela köpeskillingen erläggs i form av aktier så sker en utspädning om 375,000 nya aktier varvid det totala marknadsvärdet, allt annat lika, uppgår till 52,8 Mkr. Emellertid, i och med att det köpta bolagets vinst skall adderas till den befintliga vinsten i Norrlandsindustrier så uppgår koncernens resultat till 6 Mkr. Med ett p/e tal om 10 så värderas hela koncernen till 60 Mkr, en direkt värdestegring om nästan 14 procent.

Den absolut största triggern som Axier ser i den verksamhet om Norrlandsindustrier bedriver i dag är den verksamheten som finns i terrängfordonsdelen i dotterbolaget Berco. I den dokumentationen som Norrlandsindustrier tagit fram nämns ytterst litet om denna del. Vi anser att bolaget varit alltför ödmjuka här. Renoveras en bandvagn per månad innebär detta en omsättningsökning i storleksklassen 18 Mkr på helåret för Norrlandsindustrier, en betydande intäktsökning. Samarbetet med BAE Systems Hägglunds har potential att öka ytterligare och det i ganska stor skala. Axier har emellertid valt att räkna med en bandvagn per månad. Skulle bolaget klara av det dubbla, något som inte är orimligt då det finns 11,000 sålda fordon som behöver ses över, innebär detta att omsättningen stiger med 36 procent, allt annat lika. Då har vi inte tagit hänsyn till det förbättrade läget inom fordonsindustrin heller. Det finns således en möjlighet att Norrlandsindustrier under de kommande åren kan komma att öka omsättningen med mer än det dubbla.

Axiers bedömning

Vi finner att det upplägg som ledningen för Norrlandsindustrier valt att arbeta med är synnerligen intressant, istället för att gå på de stora bolagen som kräver betydligt mer kapital och därmed är riskfylldare, väljer bolaget att koncentrera sig på mindre

bolag. Detta gör att Norrlandsindustrier dels behöver en mindre kapitalbas, dels att konkurrensen om de bra objekten är betydligt lägre. Ett köp kan då tillåtas ta längre tid, varför det redan innan en förhandling gör att det går att undersöka samordningsfördelarna på ett annat sätt eftersom det inte är lika stor risk för en huggsexa om det bolag som skall köpas.

Att investera i ett industriföretag är kanske inte lika spännande som att köpa in sig i ett forskningsbolag eller prospekteringsföretag där vi kan se stora utväxlingar om bolaget lyckas med vad de förutsatt sig. Industriföretagen har emellertid en fördel, de tjänar pengar över en konjunkturcykel, och distribuerar, i alla fall för det mesta, en del av sina vinster som utdelningar till sina aktieägare.

I fallet Norrlandsindustrier ser vi emellertid ett antal kortsiktiga *trigger* som komma att innebära att bolaget värderas upp i samband med noteringen, *triggers* som gör att företaget även på lång sikt gynnas.

Vi kunde nyligen ta del av fakta från branschorganisationen Bil Sweden som visade på att personbilsregistreringarna minskade marginellt i oktober. Det bekräftar visserligen den trend vi sett de senaste månaderna om en successiv återhämtning på marknaden. Nedgången var 2,3 procent i oktober, vilket kan jämföras med ett minus på 20,7 procent hittills i år. En fördjupning av dessa siffror visar emellertid på att oktober hade en registreringsdag jämfört med föregående år, något som inte är justerat för i de rapporterade siffrorna. Det är en ganska betydande andel då en registreringsdag mindre motsvarar cirka 5 procent färre registreringar. I klartext visar detta på att det inte bara är en utfasning vi sett, utan en uppgång.

Nu avser dessa siffror personbilar och inte lastbilar som är den marknad som Norrlandsindustrier är verksamma på, men det indikerar likväl att vi har en sett en vändning. Historiskt sett vet vi också att utvecklingen på lastbilsmarknaden tenderar att följa den för personbilsmarknaden mycket väl, korrelationen måste betraktas som statistiskt säkerställd även om lastbilsmarknaden ligger längre bak i konjunkturcykeln. Baserat på tidigare konjunkturer så finns det således en god möjlighet att anta att vi kommer att se en starkt förbättrad utveckling inom dotterbolaget Berco.

Räknar vi med en omsättning för nästkommande år om 130 Mkr och en genomsnittlig vinstmarginal om 7 procent, eller 5,18 efter skatt som är Norrlandsindustriers långsiktiga mål över en konjunktur, ser får vi fram en vinst om 1,79 SEK per aktie, att jämföras med en emissionskurs om 6,00 SEK. P/e talet ligger således på 3,35 att jämföra med de noterade bolagen. Enligt data som härrör från SME Direkt handlas det genomsnittliga bolaget på NASDAQ OMX till ett p/e tal om 17,7 och ett så kallat *Price/sales* tal om 0,8.

Baserat på nästa års omsättningssiffra skulle Norrlandsindustrier då kunna värderas till ett totalt värde om 104 Mkr, eller 27 SEK per aktie. Vi anser emellertid att det inte är helt korrekt att använda detta jämförelsetal då Norrlandsindustrier – ännu så länge – är onoterat. Dra vi ned värdet på Norrlandsindustrier till hälften, varvid vi

använder ett p/s tal om 0,4 så ger detta ett värde på bolaget om 52 Mkr, eller 13,50 SEK per aktie.

På samma sätt anser vi att siffran 17,7 är i det högsta laget för ett onoterat företag. Vi drar således ned detta tal till tio, vilket fortfarande är högt för ett onoterat bolag, men i och med att noteringsprocessen pågår så ser vi detta som realistiskt. Värdet på aktien hamnar då på mellan 12,80 och 17,90 SEK beroende på vilken siffra som används. Baserat på dessa siffror så anser vi att Norrlandsindustrier är värt att teckna.



**Axier Equities har av styrelsen i Norrlandsindustrier anlitats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

En eller flera av Axiens anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Norrlandsindustrier. Samtliga eventuella förändringar av innehav i Norrlandsindustrier kommer att rapporteras löpande.

Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kunds specifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.