



Analyst Group

JOSAB WATER SOLUTIONS

⁷³⁴⁶ FÖRLÄNGD FINANSIERING OCH ÄR NU NÄRA
LICENSAVTAL I KINA

2019-06-12

BULL & BEAR-ANALYS



ept. Oct. July. June. Aug. 5

7 5 3

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Josab Water Solutions AB (publ) ("Josab" eller "Bolaget") är ett svenskt företag verksamma inom vattenrening. Bolaget säljer dels större vattenreningsenheter till större operatörer, dels mindre vattenreningsenheter verksamma i driften. Vattenreningen sker genom Josabs egenutvecklade material Aqualite™, som baseras på mineralen Zeolit. Processen inleds med att vatten trycksätts genom en bädd av Aqualite och förs igenom ett UV-filtrer. Zeoliten utvinns ur Bolagets gruva i Ungern där produktionen av vattenreningsenheterna även sker. Bolaget är idag verksamma på flera marknader innefattande bl.a. länder i Europa, Indien och Kina.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q1-19	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-13
Värdering	14
Bull & Bear	15-16
Ledning & Styrelse	17
Appendix	18-19
Disclaimer	20



4

Värde drivare

Josab verkar på en global marknad där 750 miljoner människor står utan vatten. I Indien, en av Josabs huvudmarknader, saknar 53 % av befolkning vattenledningar till sina hem. Samtidigt väntas BNP per capita växa med 9 % per år. Josabs affärsmodell är skalbar då vattnet tillhandahålls gratis och den fasta kostnaden per vattenkiosk är låg. Ett licensavtal i Kina under sommaren 2019 skulle utgöra en stark värde drivare.

4



Historisk Lönsamhet

Josab har under de senaste åren inte uppvisat någon signifikant försäljning. Samtidigt har Bolaget uppvisat rörelseförkluster på över 15 MSEK de senaste tre åren. Detta gör att den historiska lönsamheten anses som svag.

4



Riskprofil

Josab ska etablera sig på bl.a. den indiska och kinesiska marknaden. Såväl lokala myndigheter som befolkningens inställning till ny teknik kan försena processen. Om den initiala etableringsfasen inte är framgångsrik eller drar ut på tiden, kan det hämma utvecklingen inom andra städer i Indien. Bolaget uppvisade under Q1-19 ett rörelseresultat om -4,6 MSEK samtidigt som kassan, på koncernnivå, uppgår till 12,9 MSEK.

2



Ledning & Styrelse

Josabs ledningen besitter kompetens från flertalet relevanta områden. Bl.a. har VD Johan Gillgren tidigare arbetat som konsult vid företagsförvärv i Sydostasien. Bolaget har sedan befintlig ledning tillträtt inlett etablering på den indiska och kinesiska marknaden, vilket är att anse som ett gott betyg. Insynsägandet uppgår till ca 14 %.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5

Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget.

JOSAB WATER SOLUTIONS AB (PUBL)

FÖRLÄNGD FINANSIERING OCH ÄR NU NÄRA LICENSAVTAL I KINA



Josab adresserar ett av världens största hälsoproblem, bristen på rent vatten. Bolaget är idag primärt verksamma i Indien där 53 % av befolkningen inte har vattenledningar in i sina hem. Samtidigt bearbetas den kinesiska marknaden, där ett licensavtal kan bli verklighet under juli 2019. Värde drivarna bedöms idag vara en fortsatt expansion i Indien tillsammans med ett potentiellt licensavtal i Kina. I ett Base scenario förväntas Josab år 2022 nå en omsättning om ca 50 MSEK. Med en multipelvärdering och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls ett nuvärde om 4 kr per aktie i ett Base scenario.

Är nära licensavtal i Kina – kan bli verklighet nu i sommar

Josab har sedan februari fört en dialog med Beijing Win Fortune Technologies Ltd, samt Global Green Development Capital China Co. Ltd, om en etablering på den kinesiska marknaden av Josabs teknologi. Under juni tillkom informationen att motparten vill göra en större investering i Josab, initialt vid kontraktsskrivandet och sedan över en period om tre år, om totalt upp till 230 MSEK. Den första investeringen, 7 miljoner aktier för 14 MSEK, blir bindande vid kontraktsskrivandet, den övriga delen av investeringen läggs på tre optioner över tre år med pris 6-10 SEK. En investering förutsätter dock att parterna kommer fram till ett underskrivet och för parterna affärsmässigt licensavtal för att bli gällande. Parterna är i avsiktsförklaringen överens om att alla förhandlingar skall vara klara tills den sista juli 2019.

Miljontals människor brukar vatten från osäkra källor

År 2012 var 748 miljoner människor beroende av vatten från osäkra källor samtidigt som den globala efterfrågan på vatten väntas öka med 50 % till 2050. Josab är ännu primärt verksamma på den indiska marknaden där 53 % av invånarna inte har vattenledningar indragna till sina hem. Då vatten är en nödvändighet väntas den ekonomiska tillväxten leda till en ökad efterfrågan på rent vatten. Josabs kostnader för varje enskild vattenkiosk estimeras uppgå till cirka 15 tSEK per år, motsvarande en försäljning om ca 650 liter/dag. Utifrån tidigare rapporter kan uppskattningar göras som visar en försäljningen om ca 1 000 liter per kiosk och dygn, samtidigt som den maximala kapaciteten är 20 000 liter per dygn. Det innebär att enskilda kiosker snabbt kan täcka sina kostnader samtidigt som kapaciteten ger skalbarhet.

Politiska risker trögrörliga strukturer

Med tanke på de marknader Josab verkar på, finns strukturella utmaningar i form av politiska system och trögrörliga myndigheter, något som kan göra att processer drar ut på tiden. Då Josab idag inte är ett lönsamt företag utgör detta en tydlig risk. Något som dock sänker risken på kort sikt är att Josab nyligen förlängt sitt konvertibellån om 25 MSEK, med nya villkor, där lånet nu istället utgår 2020-06-30.

AKTIEKURS 3,50

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2022 ÅRS PROGNOSE

BEAR 2,0 kr	BASE 4,0 kr	BULL 6,4 kr
-----------------------	-----------------------	-----------------------

Värderingen är härledd utifrån en nuvärdesberäkning av ett potentiellt bolagsvärde år 2022.

JOSAB WATER SOLUTIONS AB (PUBL)				
Stängningskurs (2019-06-10)	3,50			
Antal Aktier	67 179 777			
Market Cap (MSEK)	235,1			
Nettokassa(-)/skuld(+)	19,3			
Enterprise Value (EV)	254,4			
V.52 prisintervall (SEK)	1,72 – 4,98			
UTVECKLING				
1 månad	+4,2 %			
3 månader	+1,7 %			
1 år	+27,6 %			
YTD	+72,9 %			
HUVUDÄGARE (2019-03-31), KÄLLA HOLDINGS				
Avanza Pension	11,7 %			
PW Hong Kong AB	10,3 %			
Vimab Holding AB	10,3 %			
Interchina Water Treatment Hong Kong Company Ltd	9,6 %			
Danica Pension	4,7 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Johan Gillgren			
Styrelseordförande	Zhu Yongjun			
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport Q2 2019	t.b.a.			
Finansiell prognos (Base), MSEK				
	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	1,3	4,0	8,2	16,7
Totala intäkter	1,3	4,5	8,2	16,7
Omsättningstillväxt	neg.	305%	83%	102%
Rörelsekostnader, inkl. avskrivningar	-17,0	-21,1	-23,0	-22,9
EBIT	-15,7	-16,6	-14,8	-6,2
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/Sales	197,1	56,4	30,9	15,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.

KOMMENTAR Q1-19

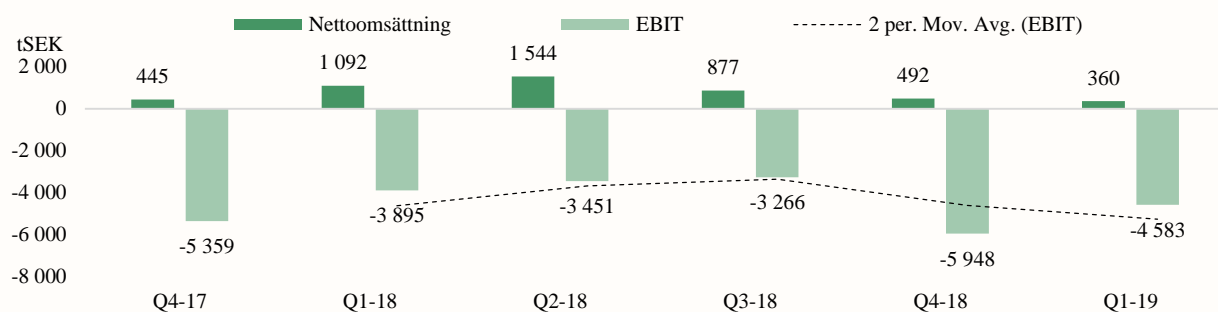
Omsättning och rörelseresultat

Under Q1-19 uppgick omsättningen till 360 tSEK, vilket innebär en minskning om 67 % mot jämförbar period 2018. Tolv månader rullande omsättning uppgår till 3,2 MSEK, där intäkterna främst är hänförliga till vattenprojektet i Indien och materialförsäljning i Ungern.

Josabs rörelsekostnader uppgick under Q1-19 till 4,2 MSEK, vilket kan jämföras med 5,1 MSEK under jämförbar period 2018 och 6,6 MSEK under föregående kvartal (Q4-18). Jämfört med föregående kvartal minskar således Bolagets kostnader, vilket är att anse vara positivt i det läge som Josab befinner sig i idag. De minskade kostnaderna jämfört med föregående år beror i huvudsak på minskade materialkostnader kopplat till den lägre försäljningen, samt lägre övriga försäljningskostnader i koncernen totalt. Vid utgången av mars uppgick Josabs kassa (koncernen) till ca 12,9 MSEK, samtidigt som moderbolagets utgående kassa uppgick till 2,4 MSEK. Det är således fortsatt viktigt att bevaka hur Josabs finansiella situation utvecklas.

Josabs omsättning är idag låg, men Bolaget har under senaste kvartalen hållit en relativt god kostnadskontroll.

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsbasis (tSEK)



Källa: Josab

Uppdatering kring status i Indien och Kina

Utvecklingen av kioskprojektet i Hyderabad har inte gått så fort som förväntat. Åtgärder och insatser pågår för att utveckla projektet, tillsammans med Josabs partner i projektet, samtidigt som förhandlingar om nya projekt fortsätter. I år har det också varit val i Indien, vilket innebär att statsapparaten mer eller mindre stängs ned i några månader före och efter själva valet, och det gör att kontakten med myndigheter går långsamt. Josab förväntar sig att kunna öka takten igen när detta är över.

I slutet av januari erhöll Josab ett officiellt godkännande av vattentester gjorda tillsammans med Win Fortune Technology Co. Ltd och Global Green Development Capital China Co Ltd, som i samarbete med Rural Drinking Water Safty Center of the Chaineese Ministry of Water Resourses genomförde ett test av Josabs ekologiska Aqualite-teknik. Efter testerna har förhandlingar startat om ett licensieringsavtal för den kinesiska marknaden, vilket fortfarande pågår. Under juni tillkom informationen att motparten vill göra en större investering i Josab, initialt vid kontraktsskrivandet och sedan över en period om tre år, om totalt upp till 230 MSEK. Den första investeringen, 7 miljoner aktier för 14 MSEK, blir bindande vid kontraktsskrivandet, den övriga delen av investeringen läggs på tre optioner över tre år med pris 6-10 SEK. En investering förutsätter dock att parterna kommer fram till ett underskrivet och för parterna affärsmässigt licensavtal för att bli gällande. Parterna är i avsiktsförklaringen överens om att alla förhandlingar skall vara klara tills den sista juli 2019.

Har erhållit lån om ca 1 MUSD från större ägare

Under maj erhöll Josab ett lånelöfte om 1 MUSD av Zhu Youngjun, styrelseordförande i Josab, eller av honom närstående bolag. Lånet kommer att kunna avropas under kommande tolv månader. Enligt Josab säkerställer detta Bolagets rörelsekapital kommande tolv månader. På kort sikt sänker det den finansiella risken, tillsammans med att Josab efter förhandlingar nyligen förlängt utestående konvertibellån (25 MSEK) som går ut 2019-06-30, med 12 månader till 2020-06-30. Räntan är samma, 10 % årligen, med en ny konverteringskurs om 3,50 kronor per aktie. Under juni har Josab även kvittat ett reverslån mot konvertibelt skuldebrev, lånebeloppet uppgår till 6 MSEK.

ÄR NÄRA
AVTAL I
KINA

1 MUSD
LÅNELÖFTE

INVESTERINGSIDÉ

Vatten är ett av de mest grundläggande behoven för mänsklig överlevnad. Samtidigt existerar vatten i begränsat utbud på många platser i världen. I exempelvis Indien saknar 53 % befolkningen vattenledningar in i sina hem. I takt med att den ekonomiska utvecklingen fortlöper väntas utvecklingsländer spendera mer resurser för att tillgodose dessa behov. Josab innehar en teknik som på ett effektivt sätt kan framställa rent vatten och via s.k. vattenkiosker kan det erbjudas direkt mot konsumenterna. Samtidigt bearbetas den kinesiska marknaden, där ett licensavtal kan bli verklighet under juli 2019. Värde drivarna bedöms idag vara en fortsatt expansion i Indien tillsammans med ett potentiellt licensavtal i Kina. I ett Base scenario förväntas Josab år 2022 nå en omsättning om ca 50 MSEK. Med en multipelvärdering och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls ett nuvärde om 4 kr per aktie i ett Base scenario.

Miljontals människor brukar vatten från osäkra källor

År 2012 var 748 miljoner människor beroende av vatten från osäkra källor. Vidare väntas den globala efterfrågan på vatten öka med 50 % till 2050. Josab är idag primärt verksam på den indiska marknaden, ett land med en befolkning på över 1,3 miljarder invånare. 53 % av dessa har inte vattenledningar indragna till sina hem. Den indiska ekonomin väntas växa kraftigt med en BNP per capita-tillväxt om 9 % årligen fram 2023. Då vatten är en absolut nödvändighet väntas den ekonomiska tillväxten leda till en ökad efterfrågan på rent och hälsosamt vatten.

Låga fasta kostnader gör Bolagets affärsmodell skalbar

Vid installation av vattenkiosker i Indien ingår Josab ett samarbetsavtal med ett lokalt företag samtidigt som Bolaget bibehåller äganderätten av vattenkioskerna. Då vattnet tillhandahålls kostnadsfritt av myndigheterna är de rörliga kostnaderna låga, samtidigt som kioskerna har hög kapacitet. Driftkostnaden per vattenkiosk uppgår till cirka 15 tSEK/år, för att täcka denna kostnad beräknas varje kiosk behöva sälja ca 650 liter vatten per dygn. Under Q1-18 uppskattas försäljningen per kiosk ha uppgått till knappt 1 000 liter per kiosk per dygn. Maximal kapacitet är 20 000 liter per dygn. Det innebär att de enskilda kioskerna snabbt kan täcka sina kostnader samtidigt som kapaciteten ger utrymme för skalbarhet. Ju längre varje enskild kiosk är i bruk väntas även försäljning per kiosk öka. Försäljningen per kiosk estimeras stiga och i genomsnitt uppgå till över 2 000 liter/dygn år 2022.

Möjligheter på den kinesiska marknaden – är nära ett licensavtal

Under januari 2019 kommunicerade Josab att tekniktesterna i Kina erhållit ett officiellt godkännande, och fick i samband med detta en formell förfrågan att påbörja förhandlingar kring ett exklusivt licensavtal, gällande Aqualite™ teknologin för den kinesiska marknaden. Målsättningen nu är att komma fram till ett licensieringsavtal innebärande att partnern marknadsför, tillverkar och säljer Josabs produkter på den kinesiska marknaden. Detta skulle kunna bli aktuellt redan under sommaren 2019. En eventuell etablering i Kina skulle innebära ett signifikant värde för Josab. Det ligger därför till grund för att en högre värderingsmultipel.

Diskonterat värde per aktie uppgår i Base scenario till 4 kr

År 2022 prognostiseras ca 1 200 vattenkiosker vara i drift. Med en försäljning om ca 2 000 liter per kiosk per dag väntas Josab kunna omsätta ca 50 MSEK. Rörelseresultatet, inklusive kostnader för verksamheten i Sverige och Ungern, estimeras 2022 uppgå till ca 16 MSEK, motsvarande en rörelsemarginal ca 30 %. Applicerad målmultipel är EV/Sales 8x, vilken härleds från en Peer-grupp av etablerade företag inom vattenrening. Multipeln innebär en premie till peers vilket motiveras av att de finansiella prognoserna inte tar hänsyn till den potentiella etableringen i Kina, där ett licensavtal ännu ska komma på plats, samt att Josab estimeras växa i hög takt. En ytterligare faktor är att marken och brytningsrätten till Ratkagruvan anses begränsa Bolagets minimivärde och således sänka riskprofilen. 2022 härleds ett bolagsvärde om ca 380 MSEK, med en diskonteringsränta om 12 % och justering för kapitalbehov motsvarar det ett nuvärde per aktie om 4 kr.

Framgång i Indien och Kina är viktiga faktorer för fortsatt expansion

Etablering på den indiska marknaden bedöms som utmanande då processer med lokala myndigheter kan vara utdragna, och de indiska konsumenterna bedöms som konservativa. För att kunna sluta fler avtal gällande vattenkiosker är det därför viktigt att Bolaget når *Proof of Concept* i Hyderabad och Nagpur. Om projekten skulle misslyckas försämras chanserna för att Bolaget ska kunna etablera sig på andra platser i Indien. Arbetet i Kina fortlöper än så länge enligt plan, ett licensavtal under sommaren 2019 skulle kunna vara möjligt. Samtidigt är det inte ovanligt att förhandlingar drar ut på tiden och en eventuell överenskommelse kan dra ut på tiden.

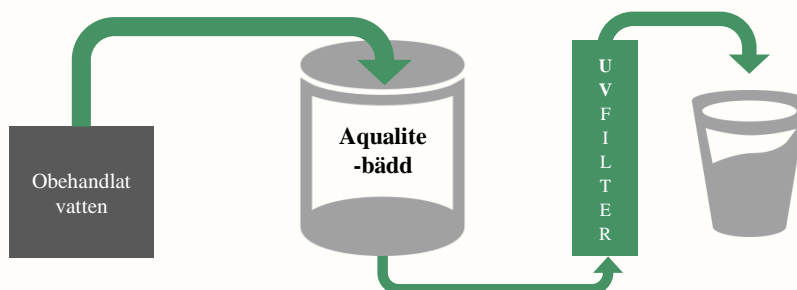
GOD
SKALBARHET I
AFFÄRS-
MODELLEN

~50 MSEK
OMSÄTTNING
ÅR 2022,
PROGNOS
BASE
SCENARIO

BOLAGSBESKRIVNING

Josab Water Solutions är ett svenskt företag verksamma inom ekologisk vattenrening. Bolaget säljer dels större vattenreningsenheter till större operatörer men är även vid mindre vattenreningsenheter verksamma i driften. Vattenreningen sker genom Josabs egenutvecklade material Aqualite, som baseras på mineralen Zeolit. Zeoliten utvinns ur Bolagets gruva i Ungern där produktionen av vattenreningsenheterna även sker. Josabs fokusmarknader utgörs av Indien, Kina och Östeuropa.

Tekniken som Josab använder för vattenrening liknar traditionell vattenrening med sand men använder istället mineralen zeolit som filter. Vattenreningsprocessen inleds med att vattnet trycksätts och förs genom en bädd av Aqualite. Vattnet förs sedan genom ett UV-filter vilket tar bort majoriteten av de resterande partiklar och bakterierna som Aqualiten inte filtrerar. Med Aqualite kan partiklar ned till 1 mikrons storlek elimineras, vilket gör att vattnet blir cirka 98 % renat. Majoriteten av kvarvarande föroreningar tas sedan bort med UV-filtret.



Bolaget erbjuder både mindre vattenkiosker och större vattenreningsenheter i containrarna, med ett spann på reningskapacitet från 5 000 liter per dygn upp till 3 000 000 liter per dygn.

Intäktmodell

Josab har historiskt sett genererat intäkter från tre olika produktgrupper:

- **Vattenkiosker** – Vid försäljning av vattenkiosker är Josab verksamma i driften. I Indien säljs vatten till slutkonsumenter för 1 indisk rupee (INR) per liter. Intäkten delas sedan med Bolagets partner och har vid tidigare kommunicerade ordar uppgått till 35 % över hela avtalsperioden.
- **Större vattenreningsenheter** – För denna produktgrupp erhåller Josab en engångsintäkt. Intäkten varierar beroende på storlek men uppskattas utifrån tidigare orders uppgå till 140 – 700 tSEK.
- **Aqualite** – Bolaget har tidigare sålt endast Aqualite, då har priset uppgått till 20 tSEK per ton.

Kostnadsdrivare

Vid driften av vattenkiosker utgörs kostnaderna primärt av avskrivningar av den initiala investeringen. Kostnader för driften står den lokala partnern för. Josab ansvarar dock för kostnader relaterade till service och el. Vidare krävs även lokal personal i Indien för att överse verksamheten och för fortsatt säljarbete. Bolaget har även kostnader för gruvverksamheten och produktionen som sker i Ungern, samt kostnader för koncernledningen som är stationerad i Sverige och säljbearbetningen av ytterligare marknader såsom Kina.

Strategisk utsikt

Josab arbetar idag för att etablera sig i den indiska staden Hyderabad, där ca 190 vattenkiosker har installerats. Vidare pågår ett projekt i Nagpur, där de första vattenkioskerna installerades under Q1-18. Bolagets fokus är framgent att fortsätta installera vattenkiosker på dessa marknader, där bl.a. Hyderabad har indikerat intresse för ytterligare vattenkiosker. Projekten kan sedan verka som referensuppdrag för ytterligare bearbetning av den indiska marknaden. Att kunna etablera ett s.k. *Proof of Concept* utgör en nyckelfaktor för Bolaget då såväl myndigheter som konsumenter bedöms vara konservativa.

Bolaget har inlett ett testprojekt i Kina under september 2018. Testet genomförs tillsammans med Bolagets samarbetspartner Global Green Development Capital (GGDC) och lokala vattenmyndigheter. Under januari 2019 meddelade Josab att tekniktестerna godkänts och målsättningen är nu att ingå ett licensavtal. Givet den kinesiska marknadens storlek så är marknadspotentialen i paritet med Indien.

MARKNADSANALYS

Marknaden för vattenrening

Vatten är en absolut nödvändighet för människan men samtidigt något som är en bristvara för många. Trots att cirka 2,3 miljarder fler människor har fått tillgång till säkra vattenkällor sedan 1990 var det år 2012 748 miljoner människor som förlitade sig på osäkra källor, utav dessa fick 173 miljoner sitt vatten direkt från floder, bäckar och dammar. Den global efterfrågan på vatten uppskattas av OECD öka med 50 % till och med 2050. Vidare väntas uttagen ur färskvattenreserver i utvecklingsländer öka med 50 % mellan 2015 och 2021, motsvarande en årlig ökning om 7 %.¹

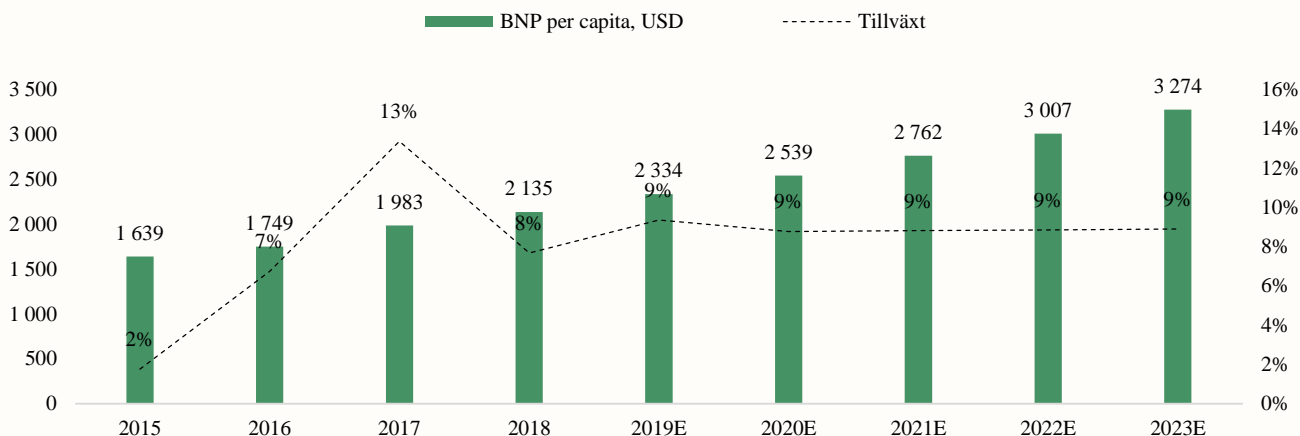
Ekonomiska tillväxt väntas öka efterfrågan på rent vatten i Indien

Med en befolkning på drygt 1,3 miljarder utgör Indien världens näst största land sett till befolkning. Landet får betraktas som en utvecklingsekonomi med en BNP per capita om 1 983 USD 2017.² Samtidigt väntas den ekonomiska tillväxten vara stor de närmaste åren, med en genomsnittlig tillväxttakt i BNP per capita om 9 % till 2023. Utifrån en analys av vattenkonsumtion går det att utläsa att det existerar tydliga korrelationer mellan länders BNP per capita och utgifter för vattenrening.³ Det kan förmodligen härledas till att vatten är centralt för människans hälsa och att ökad konsumtion av vatten, både i termer av kvalitet och kvantitet, kan ha stor påverkan på hälsan. Således väntas den ekonomiska tillväxten i Indien på sikt leda till att efterfrågan på hälsosamt vatten ökar.

EFTERFRÅGAN PÅ RENT VATTEN FÖRVÄNTAS ÖKA

BNP per capita förväntas växa i hög takt till 2023E.

Prognos över BNP per capita till 2023E



Källa: International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, April 2018. [länk](#)

Cirka 53 % av den indiska befolkningen är utan vattenledningar in till sina hem och är således beroende av att tillgodose sig med vatten från externa källor.⁴ Denna andel är de som totalt sett kan betraktas som den målgrupp Bolaget skulle kunna tillgodose i Indien.

- **Hyderabad** – Bolaget har idag inlett verksamhet i Hyderabad, vilket med sina 8,7 miljoner invånare (2014) är Indiens fjärde största stad. Staden utgör dels Indiens nya teknikcentra där företag som Apple, Google och Facebook har kontor. Samtidigt är staden också i vissa delar mycket fattig och cirka 23 % lever i fattigdom. Detta gör att antalet människor som skulle gynnas av det vatten Bolaget erbjuder är miljontals.
- **Nagpur och Maharashtra** – Bolagets andra kommunicerade order är staden Nagpur som tillhör Indiens näst största region Maharashtra med en befolkning om drygt 112 miljoner invånare. Vidare finns i regionen 48 städer med över 100 000 invånare vilket gör att den potentiella marknaden är mycket omfattande.

1. Research and Markets, *Global Water Treatment Chemicals Market*, 2018. [länk](#)

2. Världsbanken, *Population Total*, 2016. [länk](#)

3. RobelcoSam, *Water: The Market of the Future*, 2015. [länk](#)

4. Washdata, *Population with piped and non-piped drinking water*, 2018. [länk](#)

MARKNADSANALYS

Konsumtionsbeteende

Av de som tillgodoser sina vattenbehov från externa vattenkällor gör det ofta i närområdet. Detta gör att en enskild vattenkiosk endast väntas kunna adressera behovet för de som bor i det absoluta närområdet. Vidare innehåller vattnet från andra källor ofta tillsatser i form av kemikalier, för att motverka smaken adderas även i vissa fall smaksättare såsom socker. Detta gör att vattnets smak skiljer jämfört med det vattnet som renats med Josabs reningsteknik. Då konsumtion och inhämtning av vatten utgör ett vanebeteende kan barriärer att börja konsumera vatten från kiosker uppstå, trots att det kan anses som bättre.

Konkurrerande tekniker

Bolaget konkurrerar primärt med två olika typer utav vattenreningstekniker.

- **Sandfilter** – filtrering med sand liknar den filtrering som sker med Josabs teknik. Denna bygger på att vattnet antingen rinner eller pressas genom en sandbädd som eliminerar partiklar ned till 25 mikroner. De partiklar och bakterier som kvarstår är inte alltid tillräckligt små för att behandla med UV-ljus vilket gör att det ofta krävs tillsatser såsom klor. Aqualite kan filtrera ned till 1 mikron vilket gör att denna problematik inte uppstår.
- **Omvänd osmos** – denna teknik innebär att vattnet trycksätts genom ett membran. Membranet är delvis genomträngligt vilket innebär att vattenmolekylerna kan tränga igenom.⁵ Det innebär dock också att hälsosamma mineraler försvinner i processen.

Rent vatten på flaska kostar över 10 gånger mer än Josabs vatten

Priset på vatten i Indien varierar beroende på region och kvalitet. Priset för vatten på flaska antas kosta från 10 INR per liter och uppåt.⁶ Vattnet från Bolagets kiosker kostar för slutkonsumenten 1 INR per liter.

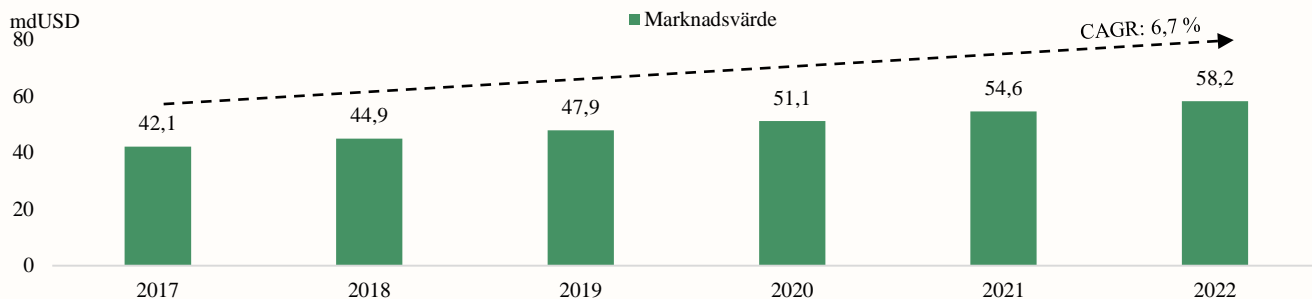
Kinesiska marknaden för vattenrening

Utöver Indien arbetar Josab även mot den kinesiska marknaden där Bolaget på sikt har för avsikt att sälja sina större vattenreningssystem. Kina är idag världens största stat med en befolkning på knappt 1,4 miljarder invånare. Landet utgör ca 19,5 % av världens befolkning men innehar samtidigt endast 7 % av världens färskvattenreserver. Vidare uppskattas två tredjedelar av Kinas 660 städer lida av vattenbrist. Marknaden för vattenrening i Kina är mycket stor och väntas växa med en CAGR om 6,7 % till 2022.

1 INR/LITER
ÄR PRISET MOT
KONSUMENT FÖR
JOSABS RENADE
VATTEN

Marknaden förväntas växa med CAGR 6,7 % till 2022.

Marknaden för vattenrening i Kina 2017-2022



Källa: BCC Research, *Chinese Market for Wastewater Treatment on Upswing*, 2018. [länk](#)

Även om den kinesiska marknaden är omfattande och behovet av vattenrening stort, bedöms den kinesiska marknaden vara svåretablerad. Detta då den kinesiska staten har stort inflytande i hur investeringar allokeras, vilket blir extra påtagligt då vatten är en särskild angelägenhet för staten. För att en extern aktör ska kunna etablera sig finns det strategiska fördelar med att verka via partnerskap med lokala organisationer i Kina. För Josabs del är det således fördelaktigt att samarbetet och etableringsfasen sker tillsammans med en lokal partner.

5. Puretec Industrial Water, *What is Reverse Osmosis?* [länk](#)

6. Times of India, *A litre of bottled water to cost Rs 12 per litre from April 2*, 2018. [länk](#)

FINANSIELLA PROGNOSE

Josab har historiskt inte visat någon omfattande försäljning och Bolaget har endast erhållit orders sporadiskt. Under Q4-17 inleddes leveransen av den första ordern av vattenkiosker i den indiska staden Hyderabad. I dagsläget utgörs Josabs försäljning primärt av försäljning av vatten i vattenkiosker på den indiska marknaden. Vidare har Bolaget även sporadiskt sålt större vattenreningsenheter på andra geografiska marknader. De finansiella prognoserna utgår från fortsatt försäljning av vattenkiosker på den indiska marknaden, och ökad försäljningsvolym för respektive kiosk. Eventuella försäljningsvärden från t.ex. den kinesiska marknaden inkluderas inte explicit idag, till följd av att Josab ännu befinner sig i förhandling med de kinesiska motparterna. Det potentiella värdet inkluderas dock i värderingen av Bolaget.

Försäljning av vattenkiosker

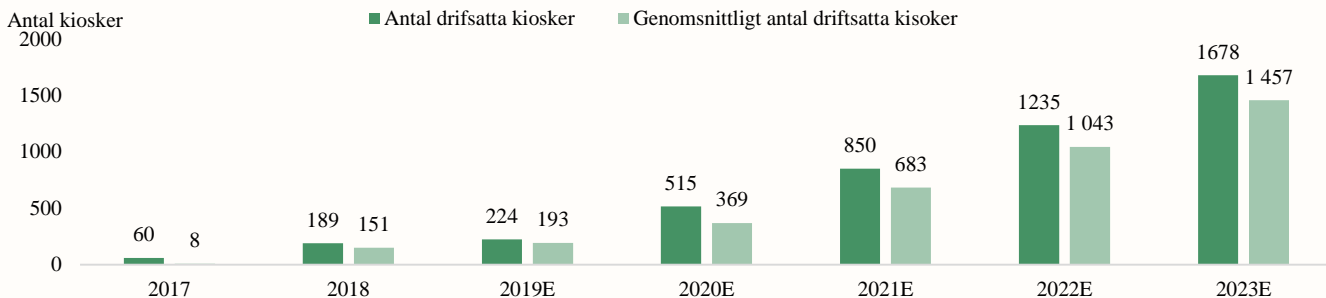
Vid utgång av Q4-18 hade Josab 189 installerade kiosker i drift. Utöver ovanstående har Bolaget erhållit orders om installation av ytterligare 160 kiosker. Bolaget har även kommunicerat att det från Hyderabad och Nagpur finns intresse för upp till 300 respektive 150 ytterligare kiosker. Framöver väntas Bolaget kunna utöka försäljningen i Hyderabad och Nagpur samt även knyta till sig andra städer och regioner. Att Hyderabad aviserat intresse om att utöka samarbete med upp till 300 ytterligare kiosker några månader efter att de första kioskerna driftsatts är att anse som ett gott betyg. När Bolaget når *Proof of Concept* kan etablering i nya städer gå snabbare.

Vid en antagen förbrukning om 20 liter vatten per dag per person motsvarar den försäljning som kunde ses under Q2-18 ca 8 000 personer som förses med vatten. Detta utgör endast 0,07 % av befolkningen i Hyderabad och Nagpur som uppgår till drygt 12 miljoner. Samtidigt ska det poängteras att inte hela befolkningen bedöms efterfråga vatten från vattenkiosker. Detta då vattenkioskerna primärt skapar nytta för de som bor i fattigare områdena och har begränsad tillgång till vatten.

Josab antas under prognosperioden kunna leverera de 800 kiosker som det indikerats intresse för i Hyderabad och Nagpur. Utöver dessa väntas Bolaget kunna knyta till sig flertalet liknande städer på den indiska marknaden efter att Bolaget visar bra referensprojekt.

Antalet installerade kiosker estimeras uppgå till ca 1 200 st. vid utgången av 2022E.

Prognostiserad antal installerade kiosker 2019-2023E



Källa: Josab, Analyst Group prognos

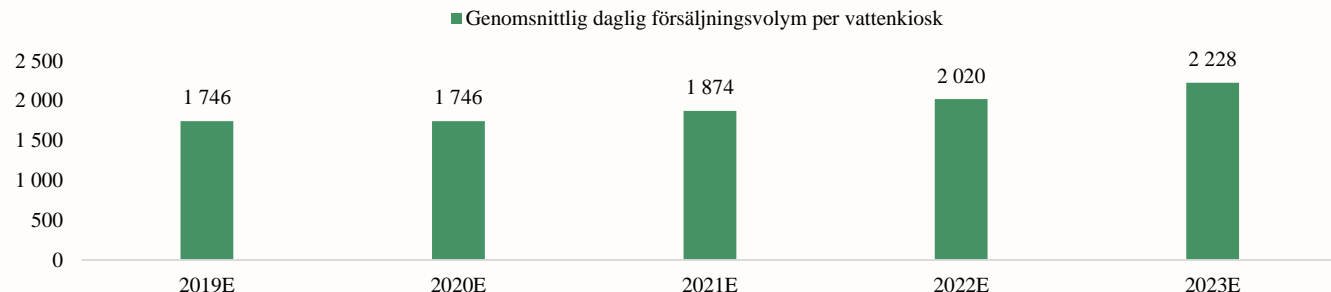
Försäljning per vattenkiosk

Josab säljer vattnet i sina kiosker i Indien för 1 INR per liter. Vid ett antagande om att cirka 1,3 MSEK av intäkterna under Q2-18 (används som mätperiod) härrörs från vattenkiosker motsvarar det en vattenförsäljning om ca 15 miljoner liter och ca 1 200 liter per vattenkiosk och dygn. Den genomsnittliga vattenförsäljningen per kiosk förväntas kunna öka över tiden från den dagen den driftsatts allt eftersom konsumentbeteende förändras och fler konsumenter kan vinnas över. Då vattnet som erbjuds i kioskerna är hälsosamt och billigt väntas konsumenter inte i någon betydande utsträckning sluta använda kioskerna. Den genomsnittliga försäljningen per kiosk väntas stiga till drygt 2 000 liter 2022, vilket kan jämföras med en försäljning om 4 000 liter per kiosk som kommunicerades vid ordern i Hyderabad. Diskrepansen kan förklaras av att försäljning väntas tillta konstant över tiden från det att en kiosk driftsatts. 2 000 liter avser den genomsnittliga försäljningen vilket innebär att de kiosker som varit i drift en längre period har en betydligt högre försäljningsvolym. Snittet för de ca 190 kioskerna som idag är installerade väntas således vara högre än 2 000 liter år 2022.

FINANSIELLA PROGNOSE

Vattenförsäljningen per kiosk förväntas i genomsnitt uppgå till ca 2 000 liter 2022. Notera att det är ett genomsnitt, och enskilda kiosker kommer att ha högre försäljning.

Prognostiserad vattenförsäljning per kiosk 2019-2023E



Analyst Group prognos

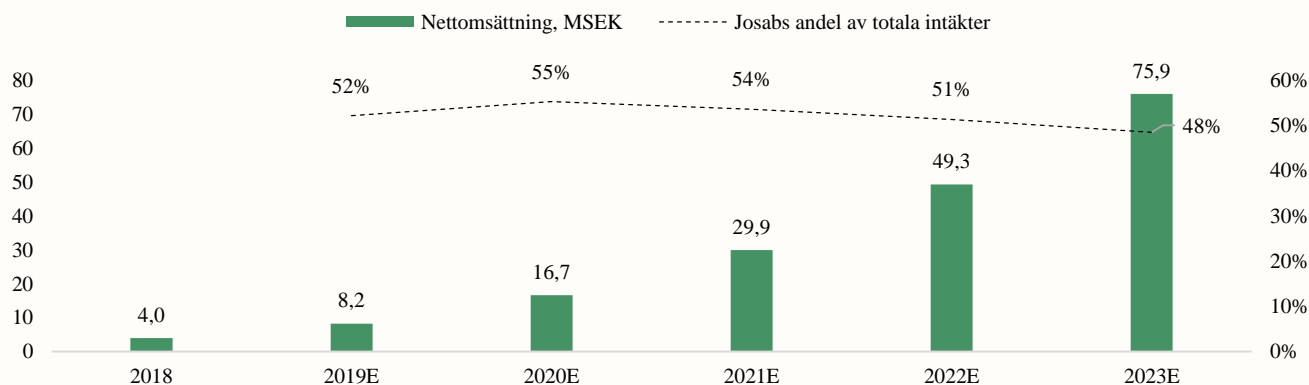
Då kioskerna har kapacitet att rena cirka 20 000 liter per dygn innebär det att möjligheten för enskilda kiosker att pumpa mer finns. Den implicita utnyttjandegraden estimeras 2022 i genomsnitt uppgå till 10 %. Detta gör att Bolaget inte drabbas av kapacitetsbegränsningar i det fall den långsiktiga efterfrågan skulle vara större än vad som förväntas, något som på förhand anses kunna vara svårt att bedöma. Den låga utnyttjandegraden bedöms också delvis kunna bero på att varje enskild kiosk antas täcka sina kostnader vid en försäljning om 650 liter per dygn (motsvarande drygt 3 % utnyttjande). Detta gör att vattenkioskerna kan placeras närmare varandra, så att de täcker kostnaderna initialt, men samtidigt kan adressera ett maximalt antal personer vartefter fler individer väljer att köpa Josabs vatten.

Intäkter

Vid installation av kioskerna ingår Bolaget ett samarbetsavtal med en lokal partner för driften av kioskerna. Dessa erhåller sedan en andel av intäkterna per kiosk under kioskens livstid. Utifrån tidigare kommunicerade ordar uppskattas denna ligga på cirka 35 % över perioden men betydligt högre inledningsvis för att täcka Bolagets investeringskostnader.

Nettoomsättningen förväntas öka kraftigt trots att Bolagets intäktandel minskar.

Prognostiserad intäktandel och nettoomsättning 2019-2023E



Analyst Group prognos

Efter avtalsperioden

Trots att kommunicerade orders har en löptid på 7 år respektive 5 år väntas Josab kunna fortsätta erhålla intäkter efter avtalsperioden. Detta då kioskerna efter att de kommit upp i större volymer utgör en viktig del i localsamhällets infrastruktur och således skulle det vara problematiskt att ta bort dessa utan att ersätta med något annat. Det går inte att med säkerhet veta hur intäkterna efter avtalsperioden ser ut, men i prognoserna antas att de kan omförhandlas och sedan fortlöper som vid slutet av avtalen.

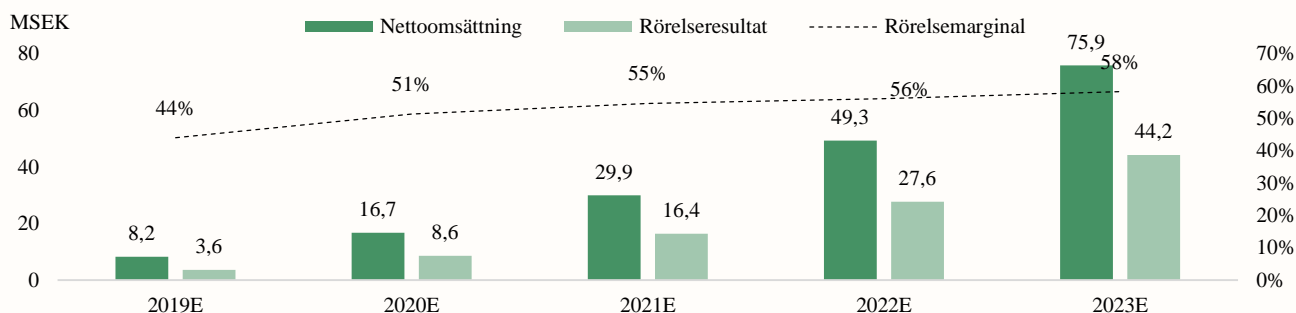
FINANSIELLA PROGNOSE

Kostnader hänförlig till verksamheten i Indien

Den dagliga driften av kioskerna sköts av Josabs samarbetspartners i Indien och vattnet erhålls kostnadsfritt av de lokala myndigheterna. Josab står för den initiala investeringen, vilken sedan skrivs av över en femårsperiod. Utöver detta har Bolaget även kostnader för el och service för kioskerna. Investeringsbeloppet antas uppgå till 50 tSEK och de resterande löpande kostnaderna till cirka 5 tSEK per år. Det innebär en årlig kostnad om 15 tSEK per år under tiden då vattenkioskerna skrivs av, med antagen avskrivningstakt om 5 år. Antalet anställda utanför dotterbolaget uppgick under 2017 till 20 och utav dessa antas 6 stycken vara anställda i Indien. Framgent väntas behovet av personal öka något i takt med att Bolaget erhåller fler installerade maskiner och vill utöka säljarbetet. Samtidigt krävs ingen direkt personal knuten till vattenkioskerna då detta sköts av Bolagets partners.

Verksamheten i Indien väntas göra break-even 2019.

Prognostiserad nettoomsättning och rörelseresultat i Indien 2019-2023E.



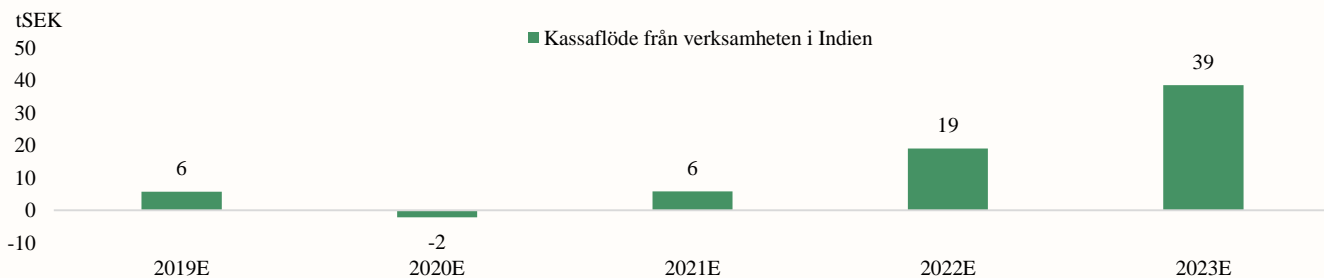
Analyst Group prognos

Kassaflöde i Indien

Vid större orders eller tidpunkter där installationsakten är högre kan det uppstå flaskhalsar till följd av de relativt sett höga initiala investeringarna. Detta då en enskild vattenkiosk bedöms innebära en investering om ca 50 tSEK. Vid hög initial volym kan Bolaget komma att behöva extern finansiering för att snabbt kunna möta en högre efterfrågan. Då Bolagets kunder betalar direkt i kioskerna med mynt, kort eller mobil medför det att Bolaget inte utsätts för någon omfattande rörelsekapitalbindning när väl vattenkioskerna är installerade.

Installeringen av kiosker medför initiala investeringar som antas uppgå till ca 50 tSEK. Vid hög beställningsgrad kan eventuellt externt kapital vara nödvändigt för att snabbt kunna möta den höga efterfrågan.

Prognostiserat kassaflöde från Indien 2019-2023E



Analyst Group prognos

Övriga kostnader

Bolaget har utöver ovanstående även kostnader för verksamheten i Sverige och Ungern. I Ungern sker primärt utvinningen av zeolit och produktion av vattenreningsenheter. Dotterbolaget i Ungern uppvisade 2017 en förlust om knappt 4 MSEK. Då dotterbolaget antas ha redovisat en omsättning om cirka 0,5 MSEK uppgår kostnadsmassan till cirka -4,5 MSEK. Vad gäller Bolagets verksamhet i Sverige utgörs den primärt av koncernledning och kontor. Kostnaderna för dessa estimeras uppgå till -5,5 MSEK, vilket gör att kostnader utanför Indien totalt sett uppskattas uppgå till ca -10 MSEK årligen. Vartefter verksamheten utvidgas väntas personalbehovet öka något, men i betydligt lägre takt än omsättningstillväxten.

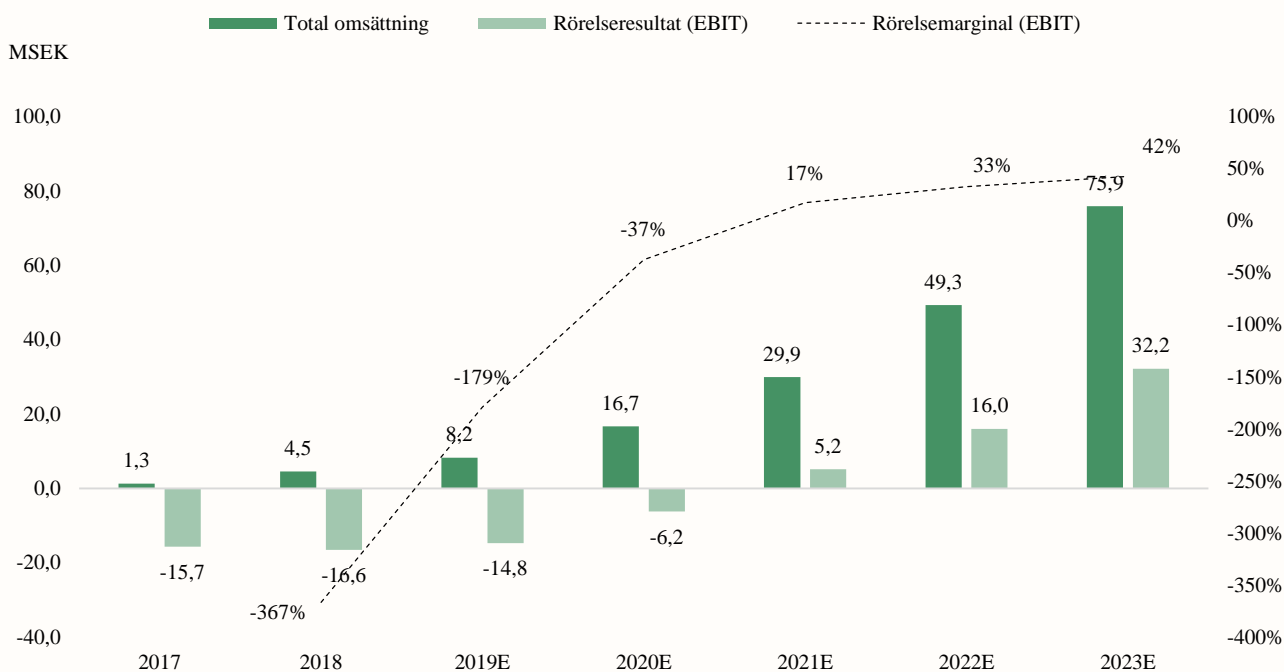
FINANSIELLA PROGNOSE

Finansiell prognos, tSEK	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Indien – Vattenkiosker*	0,0	4,0	8,2	16,7	29,9	49,3	75,9
Övrig nettoomsättning*	0,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total omsättning	1,3	4,5	8,2	16,7	29,9	49,3	75,9
<i>Tillväxt</i>	<i>-12%</i>	<i>250%</i>	<i>83%</i>	<i>102%</i>	<i>80%</i>	<i>65%</i>	<i>54%</i>
Rörelsekostnader (inkl. bruttokostnader)	-17,0	-21,1	-23,0	-22,9	-24,8	-33,3	-43,7
Rörelseresultat (EBIT)	-15,7	-16,6	-14,8	-6,2	5,2	16,0	32,2
<i>Rörelsemarginal (EBIT)</i>		<i>-367%</i>	<i>-179%</i>	<i>-37%</i>	<i>17%</i>	<i>33%</i>	<i>42%</i>

*Analyst Groups antagna fördelning

Josab väntas uppvisa positivt rörelseresultat 2020E

Prognostiserad omsättning och rörelseresultat för koncernen 2019-2023E



Källa: Josab, Analyst Group prognos

VÄRDERING

Josab verkar inom ett nischat område och har inga direkt jämförbara peers på den svenska börsen. För att få en uppfattning om värderingen har en Peer-grupp av internationella bolag utformats, verksamma inom vattenrening. Bolagen handlas till en genomsnittlig EV/EBIT (R12) om 15,9x.⁷

Peers, R12 ⁷	EV, MSEK	EV/Sales	EV/EBIT	P/E
Medel	95 693	2,8	15,9	20,6
Median	89 818	2,6	17,0	22,8

Samtidigt anses Josab, utifrån följande faktorer, vara motiverade att handlas till en värdering i linje med Peer-gruppen:

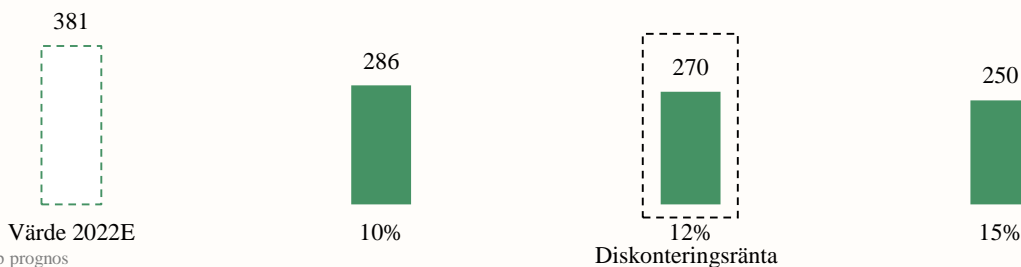
- **Möjligheter på den kinesiska marknaden** – De finansiella prognoserna tar endast hänsyn till Bolagets förväntade utveckling på den indiska marknaden. Under januari 2019 kommunicerade Josab att tekniktesterna i Kina erhållit ett officiellt godkännande, och fick i samband med detta en formell förfrågan att påbörja förhandlingar kring ett exklusivt licensavtal, gällande Aqualite™ teknologin för den kinesiska marknaden. Målsättningen nu är att komma fram till ett licensieringsavtal innebärande att partnern marknadsför, tillverkar och säljer Josabs produkter på den kinesiska marknaden. En eventuell etablering i Kina skulle innebära ett signifikant värde för Josab. Det ligger därför till grund för att en högre multipel.
- **Gruvtillgång** – Josab äger marken och bryträtten till gruvan där Bolagets zeolit utvinns. Fyndigheterna uppgår till cirka 5,7 miljoner ton och Bolaget innehar exklusiv bryträtt i 10 år med en maximal produktion om 500 ton per dag. Tidigare har Bolaget sålt Aqualite för ett pris om cirka 20 tSEK per ton, vilket kan ses som en stor indikation på fyndigheternas värde. Möjligheterna att sälja gruvan kan betraktas som en begränsning av nedsidan i det fall där den övriga verksamheten inte skulle utvecklas i en positiv riktning. Detta anses sänka risken, vilket motiverar en högre multipel.
- **Framtida tillväxtförväntningar** – vid tidpunkten för värderingen väntas Bolaget inte ännu vara i ett moget stadie. Givet att etablering på den indiska marknaden fortlöper väntas Bolaget kunna fortsatt växa i hög takt många år framöver, vilket således motiverar en högre multipel.

Josab verkar primärt på den indiska marknaden, vilket generellt betraktas som en riskfylld marknad. Det illustrerats bl.a. av Indiens markandsriskpremie som uppgår till 7,3 %, vilket kan jämföras med Sverige som uppgår till 5,0 %.⁸ Även om detta talar för en värderingsrabatt, anses ovan nämnda faktorer motivera en värderingspremie för Josab avseende tillämpad målmultipel.

Utifrån ovanstående antas EV/EBIT 18,5x på 2022 års rörelseresultat vara motiverad. Då Josab idag inte är lönsamma och Bolaget är i en tillväxtfas anses dock EV/Sales som en bättre multipel för att härleda en värdering. Då företagen i Peer-gruppen är betydligt större och skiljer sig i affärsmodell är lönsamheten lägre och EV/Sales därför inte direkt jämförbart. Utifrån EV/EBIT 18,5x och Josabs estimerade rörelsemarginal om ca 30 % 2022, motiveras en målmultipel om EV/Sales 8x.

Diskonterat bolagsvärde uppgår till 270 MSEK.

Diskonterat bolagsvärde (nuvärde)



Källa: Analyst Group prognos

4,0 KR
PER AKTIE
PÅ GJORD
PROGNOS
(BASE)

Justerat för Bolagets nettoskuld och framtida kapitalbehov motsvarar 270 MSEK ett värde per aktie om 4,0 kr i ett Base scenario.

7. Se appendix på sida 18.

8. Damodaran Aswath, *Country Default Spreads and Risk Premiums*, 2018

BULL & BEAR

Bull Scenario

I ett Bull scenario väntas Josab visa en högre installationsakt av vattenkiosker i Indien, vilket skulle innebära att fler människors vattenbehov adresseras. I scenariot väntas den inledande framgången i Hyderabad fortsätta vilket väntas resultera i ytterligare orders från såväl Hyderabad som Maharashtra. Ett *Proof of Concept* underlättar för ytterligare orders från andra städer och regioner i Indien. För att generera högre försäljningsvolym är Bolaget beroende av att lokalbefolkningen övervinns och börjar förse sina vattenbehov från Josabs vattenkiosker. Försäljningen till lokalbefolkningen bedöms även påverkas av s.k. nätverkseffekter där befintliga konsumenter kan agera ambassadörer för nya potentiella konsumenter. Försäljningsvolymen är också den faktor som har störst påverkan på Bolagets värde, då de rörliga kostnaderna är låga samtidigt som de fasta kostnaderna bedöms täckas vid en försäljning om ca 650 liter per dygn. Således väntas en ökning av intäkterna hänförligt till ökad försäljningsvolym ge stor effekt på Josabs rörelseresultat, och därigenom driva värderingen.

En ytterligare faktor som är intressant på kort sikt är hur etableringen i Kina fortgår. I ett scenario där en lansering sker, kommer det troligen få en stor kurspåverkan på aktien. Ett avtal skulle kunna vara på plats tills den sista juli 2019.

Bull-faktorer i urval

- **Ökat antal vattenkiosker och försäljning av vatten**

Om Josab lyckas få ut vattenkiosker i högre takt innebär det att Bolaget kan adressera fler konsumenter. Då försäljningen för varje vattenkiosk väntas öka från att den driftsätts innebär det också att Bolaget tidigare kan nå en hög genomsnittlig försäljningsvolym, vilket skulle innebära högre intäkter och förbättrad lönsamhet.

- **Högre andel av intäkterna från slutkonsument**

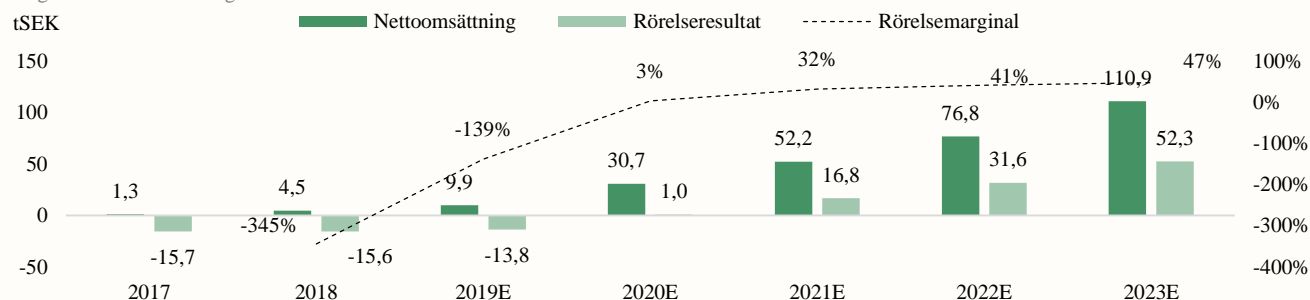
Vid ordern från Hyderabad uppgick Josabs andel av intäkterna från slutkonsumenten till drygt 30 % över avtalsperioden. Skulle Bolaget vid framtida avtal kunna förhandla till sig en högre andel skulle det innebära att intäkter med 100 % bruttomarginal och således ger stor påverkan på resultatet.

- **Framgång på den kinesiska marknaden**

Josab har tecknat avtal med Global Green Development för att etablera Josabs vattenreningsteknik i Kina. Vid lyckad etablering i Kina skulle denna marknad kunna innebära stor potential för Josab. På kort sikt skulle troligen ett licensavtal ha en stor kurspåverkan i aktien. Ett avtal skulle kunna vara på plats tills den sista juli 2019.

Josab estimeras kunna omsätta ca 77 MSEK år 2022 i ett Bull scenario.

Prognostiserad omsättning och rörelseresultat i Bull scenario för koncernen 2019-2023E.



Källa: Josab, Analyst Group prognos

Nyckeltal, Bull scenario	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Driftsatta kiosker vid periodens slut	60	189	504	934	1 167	1 648	2 162
Genomsnittlig antal kiosker för perioden	8	151	313	728	1 051	1 408	1 905
Genomsnittlig daglig försäljningsvolym per vattenkiosk, liter	187	916	1 111	1 573	2 012	2 376	2 679

Värdering

6,4 KR
PER AKTIE
PÅ GJORD
PROGNOS
(BULL)

I ett Bull scenario är Bolagets förväntade tillväxt efter prognosperioden högre än i Base scenariot, vilket motiverar en högre målmultipel. Givet en målmultipel om EV/Sales 8x, och en estimerad omsättning om ca 77 MSEK år 2022, generar det ett bolagsvärde om ca 600 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett bolagsvärde om 430 MSEK, justerat för nettoskuld och framtida kapitalbehov. Det motsvarar ett värde per aktie om ca 6,4 kr.

BULL & BEAR

Bear scenario

I ett Bear scenario väntas Josabs expansion i Hyderabad gå sämre än väntat, samtidigt som Bolaget inte får ordentligt fäste i Nagpur. I förlängningen väntas det få negativ påverkan på försäljningsarbetet i nya städer och regioner i Indien. Detta med bakgrund av den skepsis som bedöms existera samt det förhållandevis stora åtagandet det innebär från lokala myndigheter att inleda samarbete med Josab.

Den viktigaste faktorn för Bolagets framgång på de befintliga projekten är att Bolaget lyckas få lokalbefolkningen att ändra sina konsumtionsvanor. Om detta inte sker kommer Bolaget inte nå de försäljningsvolymerna som krävs för att vara lönsamma. Förutom att försämra möjligheterna till framtida orders påverkar det även Bolagets finansiella prestation negativt. Då de rörliga kostnaderna för vattenkioskerna är låga innebär det också att *overhead*-kostnader utgör en stor andel av kostnadsmassan. Om Bolaget inte uppnår en viss kritisk nivå av vattenförsäljning innebär det således att Bolaget kommer göra fortsatta förluster.

Bear-faktorer i urval

- **Utdragna processer med myndigheter**

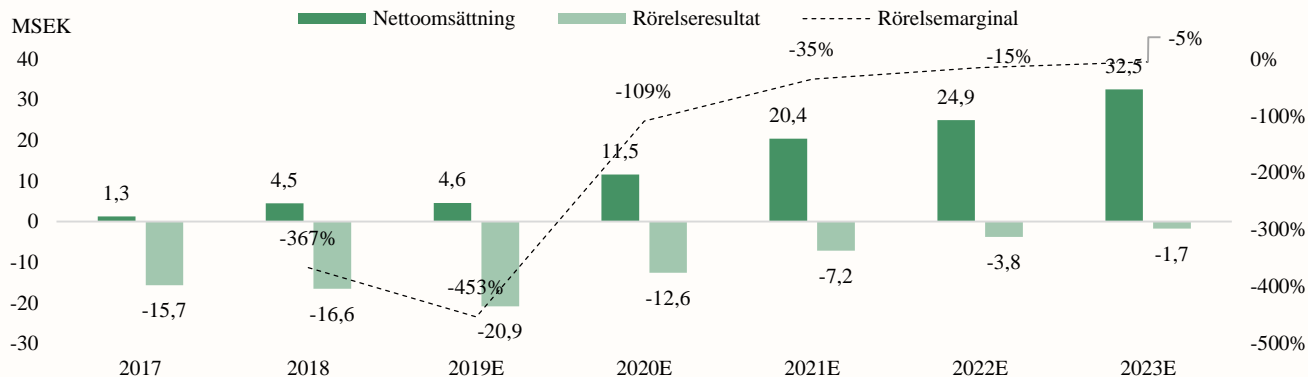
I Indien är Josab beroende av myndigheter, som bedöms vara svårbehandlade och konservativa. I ett Bear scenario kan processer dra ut på tiden vilket gör att Bolagets installationstakt av vattenkiosker blir lägre. Det ska även nämnas att pågående etablering i Kina i ett Bear scenario kan riskera att dra ut på tiden.

- **Fortsatt förlust och nyemissioner**

Om försäljningsvolymerna inte ökar kommer Josab inte kunna täcka sina befintliga kostnader vilket innebär fortsatta förluster. Detta skulle kunna innebära behov av ytterligare extern finansiering, vilket kan medföra utspädningseffekter i samband med nyemission.

I ett Bear scenario prognostiseras Josab fortfarande växa, men i en lägre takt. Bolaget blir inte lönsamt förens efter år 2023.

Prognostiserad omsättning och rörelseresultat i Bear scenario för koncernen 2019-2023E



Källa: Josab, Analyst Group prognos

Nyckeltal, Bear scenario	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Driftsatta kiosker vid periodens slut	60	189	259	560	614	723	838
Genomsnittlig antal kiosker för perioden	8	151	198	407	587	669	781
Genomsnittlig daglig försäljningsvolym per vattenkiosk, liter	187	1 005	822	1 035	1 460	1 735	2 090

Värdering

2,0 KR
PER AKTIE
PÅ GJORD
PROGNOS
(BEAR)

Då Josab i ett Bear scenario antas växa i lägre takt, med en låg rörelsemarginal som stiger i långsam takt, kan det motivera att aktien ska handlas till en potentiellt lägre värdering än tidigare angivna scenarion. Givet en målmultipel om EV/Sales 8x, och en estimerad omsättning om ca 25 MSEK år 2022, generar det ett bolagsvärde om ca 185 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett bolagsvärde om 132 MSEK (justerat för nettoskuld och framtida kapitalbehov), vilket ger ett värde per aktie om 2 kr.

LEDNING & STYRELSE



Johan Gillgren, Verkställande direktör och styrelseledamot

Johan har mellan åren 2002 och 2014 haft olika positioner inom Skandinaviska Enskilda Banken (SEB), främst inom fonder och aktieförvaltning. Mellan åren 2014 och 2016 har han haft olika konsultuppdrag gällande företagsförvärv, med fokus främst inom Sydostasien. Johan innehar en MBA i företagsekonomi vid Stockholms Universitet. *Äger 625 000 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 0,9 % av aktierna).*



Henry Koskela, CFO och styrelseledamot

Henry har lång erfarenhet av inom revision där han mellan åren 1987-2014 arbetat på revisionsbyrå. Han var auktoriserad revisor och delägare på Revisionsfirman Defacto AB mellan 1994-2012 och på Deskjockey Revision AB under perioden 2012-2014. Henry innehar en kandidatexamen i företagsekonomi med finansiell inriktning från universitetet i Örebro. *Äger privat och via bolag 185 454 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 0,3 % av aktierna).*



Zhu Yongjun, Styrelseordförande

Zhu har arbetat med miljöfrågor på en professionellt plan sedan 2001 och har lång erfarenhet från den kinesiska miljö- och vattenmarknaden, liksom från finansmarknaden. Han var VD för EverChina International Holdings Company Ltd, noterat på Hong Kong-börsen, under perioden 2008-2013. Han har även varit ordförande för Heilongjiang Interchina Water Treatment Company Ltd, noterat på Shanghai-börsen, under perioden 2009-2015. Zhu innehar en MBA från Peking University. *Äger 0 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 0 % av aktierna).*



Cai Jian Wen, Styrelseledamot

Cai var under åren 2014-2016 VD för InterChina Water Hong Kong Co. Ltd och under åren 2011-2014 CFO för Heilongjiang InterChina Water Treatment Company Ltd, noterat på Shanghai-börsen. Han innehar en MBA från China Europe Internationaional Business School och är medlem i Chinese Institute of Certified Public Accountants, vilket är motsvarigheten till FAR som är en branschorganisation för revisorer, redovisningskonsulter, skatterådgivare, lönekonsulter och specialister. *Äger 0 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 0 % av aktierna). Är styrelseordförande för PW Hong Kong AB som äger 6 941 103 aktier (motsvarande 10,3 % av aktierna).*



Stefan Östlundh, Styrelseledamot

Stefan har mellan åren 1999 och 2013 varit verksam inom konsulterande verksamhet inom handel mot Ryssland och Östeuropa på Right Management AB. Mellan åren 2003 och 2015 var han aktiv inom affärsutveckling mot Kina och Sydostasien på HKFP Ltd, och som VD för Daqing Dream City Investment Management Ltd under perioden 2011-2014. *Äger 1 574 249 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 2,3 % av aktierna).*

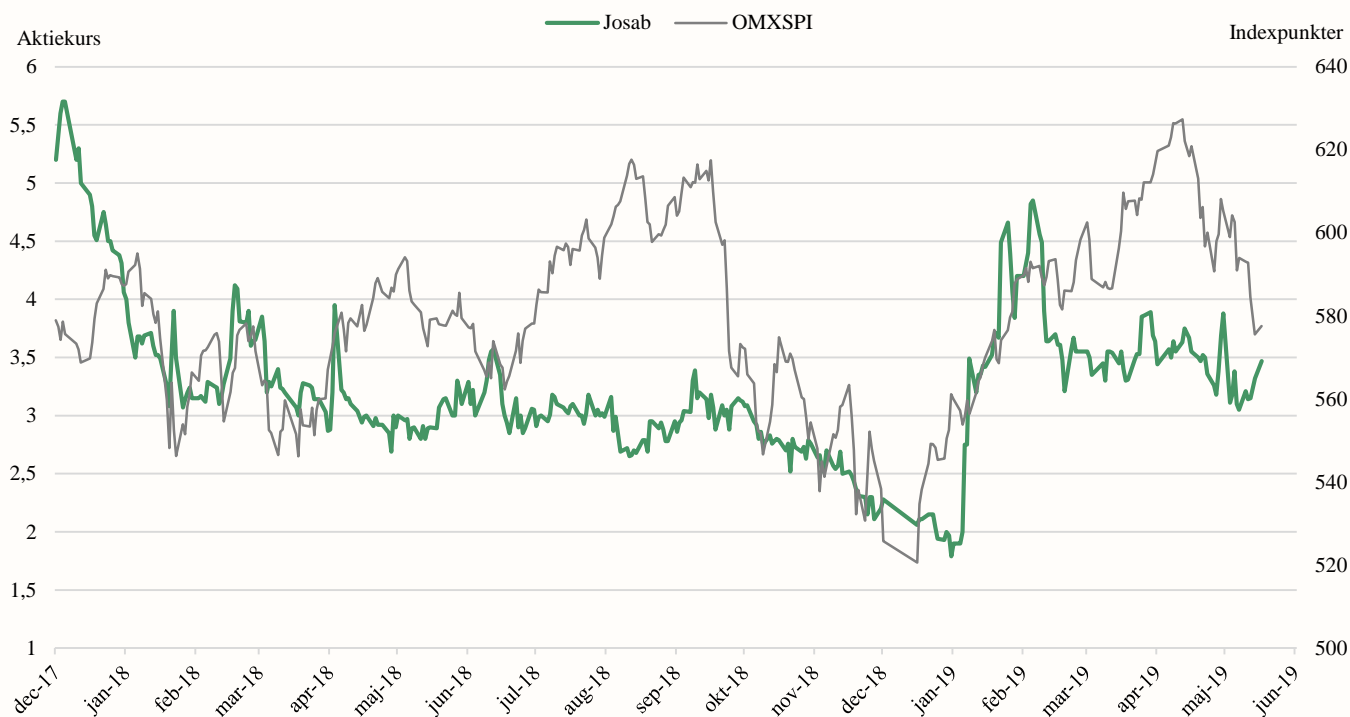


Per-Olof Seman, Styrelseledamot

Per tillträdde som styrelseledamot under senhösten 2017. Han har tidigare varit vice VD för SWECO International, Mark, Vatten och Miljö samt är styrelsemedlem i SWEACC, Svensk-Östafrikanska handelskammaren. Per-Olof har även en doktorexamen inom land- och vattenresursförvaltning från KTH. *Äger 0 aktier i Josab Water Solutions (motsvarande 0 % av aktierna).*

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



Peers, R12	EV, MSEK	EV/Sales	EV/EBIT	P/E
Suez SA	188 913	1,1	17,0	25,4
Porvair PLC	2 468	1,8	17,0	24,7
Ozner Water International Holding Ltd	6 119	2,9	18,4	14,5
Anhui Conch Cement Co Ltd	250 544	2,3	8,0	10,0
Secom Co Ltd	136 361	1,7	12,5	21,0
Great Water Holdings Ltd	1 503	4,6	20,8	27,3
Zhejiang Nhu Co Ltd	52 757	4,8	9,8	11,8
Xylem Inc	126 878	2,9	23,6	30,1
Medel	95 693	2,8	15,9	20,6
Median	89 818	2,6	17,0	22,8

APPENDIX

Resultaträkning* (tSEK)	2016	2017	2018	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19
Nettoomsättning	633	989	4 005	1 092	1 544	877	492	360
Övriga rörelseintäkter	840	302	510	103	96	104	207	99
Totala intäkter	1 473	1 291	4 515	1 195	1 640	981	699	459
Personalkostnader	-9 680	-6 187	-21 075	-5 090	-5 091	-4 247	-6 647	-4 226
Övriga externa kostnader	-8 195	-8 306						
EBITDA	-17 920	-14 696	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<i>EBITDA-marginal</i>	neg,	neg,	n.a	n.a.	n.a.	n.a.	n.a	n.a.
Av- och nedskrivningar	-895	-997	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a	n.a.
EBIT	-18 815	-15 693	-16 560	-3 895	-3 451	-3 266	-5 948	-4 583
<i>EBIT-marginal</i>	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,
Ränteintäkter	0	123	0	0	0	0	0	0
Räntekostnader	45	-445	-2 826	-188	-620	-637	-1 381	0
EBT	-18 770	-16 015	-19 386	-4 083	-4 071	-3 903	-7 329	-4 583
Skatt på årets resultat	301	331	629	0	0	0	629	0
Nettoresultat	-18 469	-15 684	-18 757	-4 083	-4 071	-3 903	-6 700	-4 583
<i>Nettomarginal</i>	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,

*Josab redovisar ej enskilda kostnadsposter på kvartalsbasis

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av Bull alternativt Bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Josab Water Solutions AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE