JOSAB WATER SOLUTIONS

MYCKET SOM KAN HÄNDA I KINA

2019-09-30

BULL & BEAR-ANALYS

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-filter. 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: Q2 Rapport 2019	5
Kommentar: Förhandlingar i Kina	6
Kommentar: LOI om förvärv	7
Investeringsidé	8
Bolagsbeskrivning	9
Marknadsanalys	10-11
Finansiell prognos	12-15
Värdering	16
Bull & Bear	17-18
Ledning & Styrelse	19
Appendix	20
Disclaimer	21

Värdedrivare

Josab verkar på en 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. En etablering i Kina under 2019/2020 skulle också utgöra en stark värdedrivare.

4

Historisk Lönsamhet

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

4

Riskprofil

Josab ska etablera sig bl.a. på den indiska och kinesiska marknaden. Såväl lokala myndigheter som befolkningens inställning till ny teknik kan försena processen, och om den initiala etableringsfasen inte är framgångsrik eller drar ut på tiden, kan det hämma utvecklingen i andra marknader. Bolaget uppvisade under Q2-19 ett EBIT om -3,9 MSEK samtidigt som kassan uppgår till ca 16 MSEK (inkl. riktad emission augusti).

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.

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)

MYCKET SOM KAN HÄNDA I KINA

Josab adresserar ett av världens största hälsoproblem, bristen på rent vatten. Ungefär 2,1 miljarder människor på jorden saknar tillgång till rent vatten, varav ungefär 160 miljoner människor tvingas hämta orent dricksvatten från osäkra källor. Josab verkar på flera marknader, bl.a. i Indien och på den kinesiska marknaden. Gällande Kina pågår just nu förhandlingar om att etablera ett samägt kinesiskt bolag. Värdedrivarna bedöms idag vara en fortsatt expansion i befintliga marknader, där närmast en potentiell etablering i Kina är intressant att följa. I ett Base scenario estimeras Josab till år 2023 nå en omsättning om ca 85 MSEK. Med en multipelvärdering, given kapitalstruktur och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls ett nuvärde om 6,5 kr per aktie i ett Base scenario.

▪ Positiva vindar blåser kring Josab

Sedan Analyst Group för ungefär ett år sedan inledde analysbevakning av Josab, kan vi konkludera att tongångarna från Josab, t.ex. i senaste rapporten samt PM, är några av de mest positiva som Josab skrivit. Det händer minst sagt mycket i verksamheten och på flera av Bolagets olika marknader. Med en stärkt balansräkning och långt gångna affärsförhandlingar gällande Kina, i kombination med en för tillfället hög likviditet i aktien, finns ingredienserna för att motivera ytterligare kursuppgång under hösten 2019. Josab har nyligen även kommunicerat att de ingått LOI om förvärv av ett bolag i Kina, verksamma inom *Waste Water Treatment.*

▪ Ska etablera ett samägt bolag i Kina

Upplägget innebär att Josab erhåller en andel av det samägda bolagets resultat, och samtidigt erhåller intäkter från försäljning av Aqualite, samt licensavgift från det gemensamma bolaget, i likhet med tidigare upplägg. Investeringen från Josabs kinesiska parter om 230 MSEK kvarstår, och kommer att realiseras enligt tidigare kommunicerad modell, initialt 14 MSEK, och tre optionsprogram över tre år. Potentialen i en etablering i Kina är minst sagt stor för Josab, vilket i sig skulle ligga till grund för en högre värderingsmultipel. Ett samägt bolag kan ge värdeutväxling hänförligt till både försäljningstillväxt samt via delägarskapet som sådant.

▪ Stärkt balansräkning minskar den kortsiktiga risken

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 den finansiella risken på kort sikt är att tidigare konvertibellån om 25 MSEK helt har konverterats, samt att Josab genomfört en riktad emission om 8,5 MSEK under augusti.

AKTIEKURS 4,6 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2023 ÅRS PROGNOS

BEAR	BASE	BULL
2,7 kr	6,5 kr	8,5 kr

Värderingen är härledd utifrån en nuvärdesberäkning av ett potentiellt bolagsvärde år 2023.

JOSAB WATER SOLUTIONS AB (PUBL)	
Stängningskurs (2019-09-27)	4,6
Antal Aktier	74 322 629
Market Cap (MSEK)	341,9
Nettokassa(-)/skuld(+)	-9,4
Enterprise Value (EV)	332,5
V.52 prisintervall (SEK)	1,72 – 7,42
UTVECKLING	
1 månad	-20,6 %
3 månader	+34,1 %
1 år	+42,5 %
YTD	+117,1 %
HUVUDÄGARE (2019-06-30), KÄLLA HOLDINGS	
Avanza Pension	10,7 %
PW Hong Kong AB	10,3 %
Vimab Holding AB	10,3 %
Interchina Water Treatment Hong Kong Company Ltd	9,6 %
John Fällström	4,8 %
VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Johan Gillgren
Styrelseordförande	Zhu Yongjun
FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q3 2019	2019-11-15

Finansiell prognos (Base), MSEK	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	1,3	4,0	3,2	15,1
Totala intäkter	**1,3**	**4,5**	**3,2**	**15,1**
Omsättningstillväxt	*neg.*	*305%*	*-28%*	*367%*
Rörelsekostnader, inkl. avskrivningar	-17,0	-21,1	-19,3	-21,8
EBIT	**-15,7**	**-16,6**	**-16,1**	**-6,7**
EBIT-marginal	*neg.*	*neg.*	*-497%*	*-44%*
EV/Sales	N/M	N/M	N/M	22,0
EV/EBIT	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*

KOMMENTAR: Q2 RAPPORT 2019

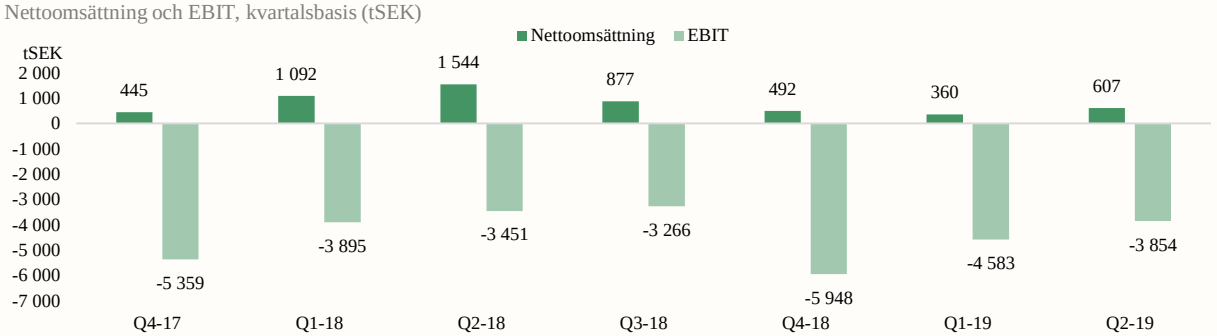
Omsättning och rörelseresultat

Under Q2-19 uppgick omsättningen till 0,6 MSEK, vilket innebär en minskning om 61 % mot jämförbar period (Q2-18). Tolv månader rullande omsättning uppgår till 2,3 MSEK, där intäkterna främst är hänförliga till vattenprojektet i Indien och materialförsäljning i Ungern och Sverige.

Josabs rörelsekostnader uppgick under Q2-19 till 5 MSEK, vilket kan jämföras med 5 MSEK under jämförbar period 2018 och 4,2 MSEK under föregående kvartal (Q1-19). Jämfört med föregående kvartal är således Bolagets kostnader relativt stabila, vilket är att anse positivt i det läge som Josab befinner sig i idag. Vid utgången av juni uppgick Josabs kassa (koncernen) till ca 8,4 MSEK, men efter periodens utgång har en riktad emission om 8,5 MSEK genomförts. Josab har således stärkt sin finansiella position.

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

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsbasis (tSEK)



Källa: Josab

Sedan Analyst Group för ungefär ett år sedan inledde analysbevakning av Josab, kan vi konkludera att tongången i VD-ordet från bolaget i Q2-rapporten, relativt tidigare delårsrapporter, är ett av de mest positiva som VD Gillgren skrivit.

Det händer minst sagt mycket i Josab

Balansräkningen har städats upp genom att tidigare konvertibellån om 25 MSEK nu i sin helhet har konverterats till aktier, vilket också gör att Josabs räntekostnader minskar med 2,5 MSEK per år. Josab har nyligen även genomfört en riktad emission om 8,5 MSEK vilket ger Bolaget de ekonomiska resurserna att, som VD Gillgren skriver, *”skruva upp trycket så mycket de kan”*. Med tanke på det momentum som nu verkar finnas i Josabs verksamhet, tillsammans med Gillgrens optimistiska VD-ord i rapporten, kan det bli en spännande höst för Josab och aktieägarna.

Flera positiva händelser

- Flertalet tester är gjorda i Kina med goda resultat, vilket hittills resulterat i en order på tre containerbaserade enheter (S100).
- Förhandlingarna med Beijing Win Fortune Technology Co., Ltd och Global Green Development Capital China Co om etablering i Kina pågår fortsatt. Dialog pågår nu om att etablera ett samägt bolag (läs mer om detta på sida 6).
- Josabs äldsta kund, Danvan, har nyligen beställt sin största enskilda order hittills.
- Order har erhållits från det kommunala vattenreningsbolaget i Hajdúdorog i Ungern, vilken avser en uppgradering av stadens befintliga vattenreningsanläggning.

Med en stärkt balansräkning och långt gångna förhandlingar gällande den kinesiska marknaden, i kombination med en för tillfället hög likviditet i aktien, finns ingredienserna för att motivera ytterligare kursuppgång i aktien under hösten 2019.

KOMMENTAR: FÖRHANDLINGAR I KINA

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 som framgick då var att komma fram till ett licensieringsavtal innebärande att partnern marknadsför, tillverkar och säljer Josabs produkter på den kinesiska marknaden. Parterna har efter intensiva förhandlingar kommit fram till att man vill fördjupa samarbetet ytterligare, varför förhandlingarna har utvecklats till att man nu diskuterar att etablera ett gemensamt bolag för den kinesiska marknaden.

Följande är en sammanfattning av händelseförloppet under våren, sommaren och inledningen av hösten 2019 avseende Josabs förhandlingar i Kina.

Uppdatering under början av juni – önskemål om att investera 230 MSEK

230 MSEK
I TOTALA INVESTERINGAR ÖVER TRE ÅR

Den 5 juni kommunicerade Josab att en väsentligt tillkommande punkt i förhandlingarna är att motparten nämnt önskemål att göra en större investering i Josab, initialt vid kontraktsskrivandet och sedan över en period om tre år, om totalt upp till 33 miljoner aktier och 230 MSEK, och därmed erhålla möjligheten att bli största ägare i Josab. Den första investeringen, sju 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. Priset på första investeringen speglar priset på aktien vid förhandlingarnas början. Den 21 januari kommunicerade Josab att förhandlingar hade påbörjat, aktien handlades då omkring 2 SEK.

I det här läget var parterna i avsiktsförklaringen överens om att alla förhandlingar skall vara klara till 31 juli 2019.

Förlängda förhandlingar

Den 30 juli begärde och erhöll Josab förlängd tid med förhandlingarna angående ett exklusivt licensieringsavtal. VD Gillgren kommenterade: *”detta är ingen dramatik mellan parterna, utan alla ser de lyckade testerna som en mycket positiv nyhet för alla inblandade i förhandlingarna. Vi arbetar så snabbt vi kan men måste också tillse att värdet på avtalet för våra aktieägare blir så bra som möjligt, varför en viss tidsutdräkt känns rimlig i detta sammanhang.”*

Uppdaterade förutsättningar och nuläge - vill etablera ett samägt bolag i Kina

MÅLBILDEN ÄR NU ETT SAMÄGT BOLAG I KINA

Den 12 september meddelande Josab att parterna har kommit fram till att man vill fördjupa samarbetet ytterligare, varför förhandlingarna har utvecklats till att man nu diskuterar att etablera ett gemensamt bolag för den kinesiska marknaden. Det tidigare tilltänkta exklusiva licensavtalet mellan Josab och de kinesiska parterna, ändras därmed nu till att istället avse ett samägt kinesiskt bolag, som via ett licensavtal kommer erhålla den exklusiva rätten att tillverka, marknadsföra samt sälja vattenreningsanläggningar baserade på Josabs Aqualite-teknologi på den kinesiska marknaden.

Upplägget innebär att Josab erhåller en andel av det samägda bolagets resultat, och fortfarande erhåller intäkter från försäljning av Aqualite, samt licensavgift från det gemensamma bolaget, i likhet med tidigare upplägg. Investeringen från Josabs kinesiska parter om 230 MSEK kvarstår, och kommer att realiseras enligt tidigare kommunicerad modell (se ovan), initialt 14 MSEK, och tre optionsprogram över tre år, förutsatt att alla avtal blir fastställda på en kommande bolagsstämma.

Potentiella risker

Den primära risken vi ser gällande Kina-förhandlingen är grundade i primärt en tidsrisk, dvs. risken att förhandlingar kan dra ut på tiden. I tidigare pressmeddelande framgår bl.a. att *”[…] Även om vi är nöjda med förhandlingarna om ett fördjupat samarbete genom ett gemensamt bolag så kommer det att innebära en ökad komplexitet i genomförande”*. Om ökat komplexitet kan innebära förseningar, återstår att se. Josab ska inom kort återkomma med en uppdaterad tidsplan, något vi ser mycket fram emot att få ta del av.

KOMMENTAR: LOI OM FÖRVÄRV

Den 19 september meddelade Josab att det tecknat ett LOI avseende förvärv av Checoa (Shanghai) Environmental Technology Co., Ltd (" Checoa"), för etablering på den kinesiska marknaden inom *Waste Water Treatment.*

Om Checoa

Checoa grundades år 2011 och arbetar främst mot mat och dryckes-, läkemedels-, kemikalie-, petrokemisk-, bil- och reservdels-, metall- och halvledarindustrin. Bolagets etableringsområde är östra delen av Kina där en stor del av den tunga industrin är lokaliserad. Checoas produkter produceras oftast externt men i övrigt har bolaget allt från labb, konstruktion, implementering och systemunderhåll *in house*. Lösningarna omfattar ett fullt spektrum av lösningar, för giftigt utsläpp från ovan omnämnda industrier, och klarar avfall som oftast har låg biologisk nedbrytbarhet, genom avancerade tekniker för filtrering på media, membran, biologiska och fotokemiska processer. Metoderna, som är patenterade, omvandlar giftigt avfall till små molekyler som sedan kan brytas ner biologiskt.

Hanteringen av giftigt avfall för industrin i Kina är oerhört kostnadskrävande, varför Checoas lösningar leder till stora kostnadsbesparingar för industrin, samtidigt som det giftiga avfallet bryts ner på ett hållbart sätt. Det passar väl in i Josabs affärsidé, och breddar samtidigt Josabs utbud från att omfatta dricksvatten, ca 10% av den totala vattenmarknaden, till 100% genom etableringen på marknaden för Waste Water.

Josab kommenterar:

"Det finns stora synergier med vår befintliga affärsidé, rening till dricksvatten, med Waste Water, och även för vår pågående etablering på den kinesiska marknaden för den förra delen via ett JV, vilket meddelats marknaden i separata meddelanden, då dessa lösningar ofta är efterfrågade tillsammans. Vi kan i och med detta ge helhetslösningar till våra kunder vilket vi tidigare har saknat möjlighet till. Detta kommer att vara en fantastisk fördel som gör att vi snabbare kan ta marknadsandelar i Kina, samt i andra delar av världen. Detta är också en stor anledning till intresset för Josab från Checoas sida, då Aqualite™-teknologin breddar teknikportföljen i befintliga produkter, men även möjliggör nya, vilket skapar motsvarande synergi för dem."

Viktigt att poängtera är att signerat LOI och avsikt om förvärv sker helt fristående från Josabs parallellt pågående JV-projekt i Kina, och att dessa inte på något sätt står i konkurrens med varandra.

Struktur på tänkt affär – en sammanfattning

- Josab har ensamrätt till dessa förhandlingar i 3 månader.
- Checoa skall teckna ett distributionsavtal där de har rätt att köpa Josabs material och produkter till sina egna lösningar.
- Checoas ägare skall äga rätt att köpa 2 miljoner aktier i Josab med bedömd affärsmässig rabatt.
- Josab skall i samband med detta köpa 20 % av Checoas aktier baserat på en överenskommen P/E-värdering, baserad på 2018 års vinst, vilket betalas med nya aktier värderade till genomsnittskurs 60 handelsdagar före det kommande distributionsavtalets undertecknande.
- Josab erhåller en option att förvärva ytterligare 55 % av aktier i Checoa, totalt 75 %, förutsatt att Josab skapar minst 15 MSEK i finansiering för Checoas expansion av sina affärer, baserat på en P/E-värdering på 2019 års vinst, vilket betalas med nya aktier värderade till genomsnittskursen 60 handelsdagar före lösen av optionen. Optionen gäller i nio månader från köpet av de första 20 % av aktierna i bolaget.
- Försäljningen av aktier samt förvärvet av första 20 % i Checoa kan komma att beslutas baserat på styrelsens erhållna bemyndigande från senaste årsstämman, alternativt på en extra bolagsstämma, medans eventuell lösen av optionen kommer att kräva ett beslut på bolagsstämma.

DD SKA VARA KLAR TILLS SLUTET AV OKTOBER

Vad händer nu?

Nu när LOI är signerat kommer en fördjupad DD-process att ske inkluderande ekonomiska, tekniska och legala delar. Josabs bedömning är att de är klara med detta till sista oktober 2019.

INVESTERINGSIDÉ

Josab adresserar ett av världens största hälsoproblem, bristen på rent vatten. Ungefär 2,1 miljarder människor på jorden saknar tillgång till rent vatten, varav ungefär 160 miljoner människor tvingas hämta orent dricksvatten från osäkra källor. Josab verkar på flera marknader, bl.a. i Indien och på den kinesiska marknaden. Gällande Kina pågår just nu förhandlingar om att etablera ett samägt kinesiskt bolag. Värdedrivarna bedöms idag vara en fortsatt expansion i befintliga marknader, där närmast en potentiell etablering i Kina är intressant att följa. I ett Base scenario estimeras Josab till år 2023 nå en omsättning om ca 85 MSEK. Med en multipelvärdering, given kapitalstruktur och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls ett nuvärde om 6,5 kr per aktie i ett Base scenario.

Miljontals människor brukar vatten från osäkra källor

År 2015 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 verksamma på den indiska marknaden, ett land med en befolkning på över 1,3 miljarder invånare. 53 % av dessa har inte vattenledningar indraga 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

GOD SKALBARHET I AFFÄRS-MODELLEN

Vid installation av vattenkiosker kan modellen vara att Josab ingår 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 estimeras uppgå till ca 15 tSEK/år, för att täcka denna kostnad beräknas varje kiosk behöva sälja ca 650 liter vatten per dygn. Maximal kapacitet är 20 000 liter per dygn. De enskilda kioskerna kan snabbt 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 2 300 liter/dygn år 2023.

Möjligheter på den kinesiska 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. Den 12 september meddelande Josab att parterna har kommit fram till att man vill fördjupa samarbetet ytterligare, varför förhandlingarna har utvecklats till att man nu diskuterar att etablera ett gemensamt bolag för den kinesiska marknaden. 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 6,5 kr

~85 MSEK OMSÄTTNING ÅR 2023, PROGNOS BASE SCENARIO

År 2023 prognostiseras ca 1 640 vattenkiosker vara i drift. Med en försäljning omkring 2 300 liter per kiosk per dag väntas Josab kunna omsätta ca 85 MSEK. Rörelseresultatet, inklusive kostnader för verksamheten i Sverige och Ungern, estimeras 2023 uppgå till ca 32 MSEK, motsvarande en rörelsemarginal ca 38 %. 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, 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. 2023 härleds ett bolagsvärde om ca 700 MSEK, vilket med en diskonteringsränta om 10 % och justering för kapitalbehov motsvarar ett nuvärde per aktie om 6,5 kr.

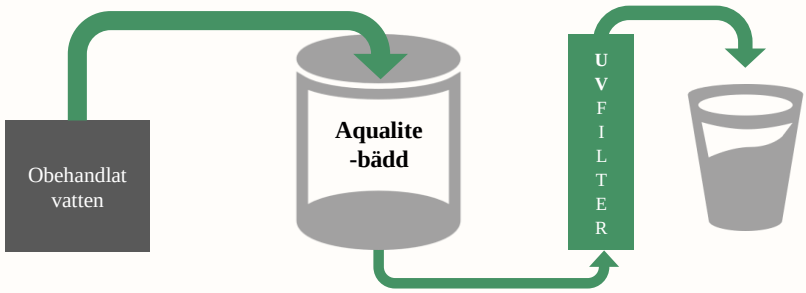
Framgång i Indien och Kina är viktiga faktorer för fortsatt expansion

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, förhandlingar pågår just nu om att etablera ett samägt bolag. Samtidigt är det inte ovanligt att förhandlingar drar ut på tiden, vilket det delvis redan har gjort, och en eventuell överenskommelse kan dra ut på tiden.

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 Österuropa.

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.

Intäktsmodell

Josab har historiskt sett genererat intäkter från tre olika produktgrupper:

- **Vattenkiosker** – Vid försäljning av vattenkiosker är Josab verksamma i driften. I t.ex. 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 att 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 sälj-bearbetningen av ytterligare marknader såsom Kina.

Strategisk utsikt

VIKTIGT ATT NÅ ETT *PROOF OF CONCEPT* FÖR FORTSATT TILLVÄXT

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 tekniktesterna godkänts och målsättningen var att ingå ett licensavtal. Under september tillkom ny information att förhandlingarna har utvecklats till att man nu diskuterar att etablera ett gemensamt bolag för den kinesiska marknaden.

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 2015

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]

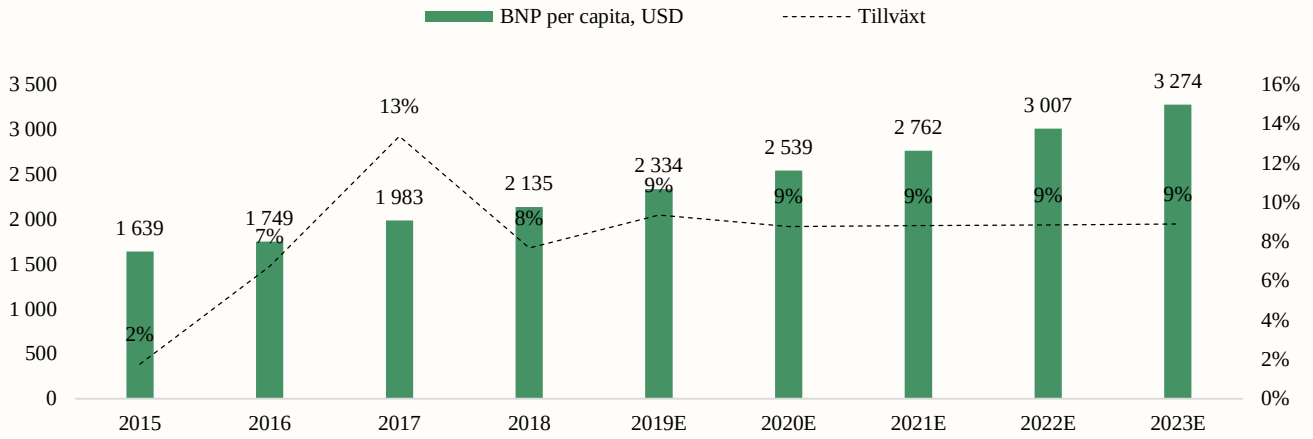
Ekonomins tillväxt väntas öka efterfrågan på rent vatten i Indien

EFTERFRÅGAN PÅ RENT VATTEN FÖRVÄNTAS ÖKA

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.

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 –** Josab har även kommunicerat orders avseende 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

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 vattnen 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

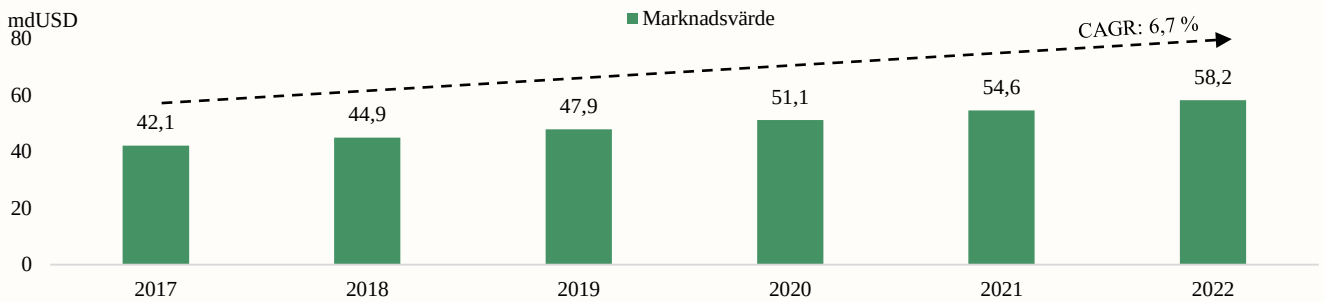
Priset på vatten i Indien varierar beroende på region och kvalitet. Priset för vatten på flaska antas kosta från 10 INR per liter och uppåt.[6] Vattnet från Bolagets kiosker kostar för slutkonsumenten 1 INR per liter.

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.

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 PROGNOSER

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, samt material- och maskinförsäljning i Sverige och Ungern. 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

JOSAB HAR INSTALLERAT FLERA VATTENKIOSKER

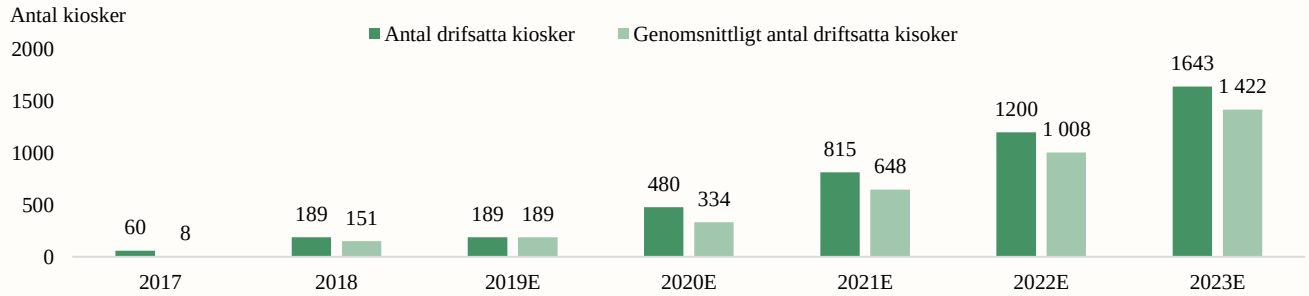
Vid utgång av Q4-18 hade Josab 189 installerade kiosker i drift. Utöver ovanstående har Bolaget erhållit orders om installation av ytterligare 160 kiosker. Bolaget har även kommunicerat att det från Hyderabad och Nagpur finns intresse för upp till 300 respektive 150 ytterligare kiosker. Framöver väntas 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 1 640 st. vid utgången av 2023E.

Prognostiserad antal installerade kiosker 2019-2023E



Källa: Josab, Analyst Group prognos

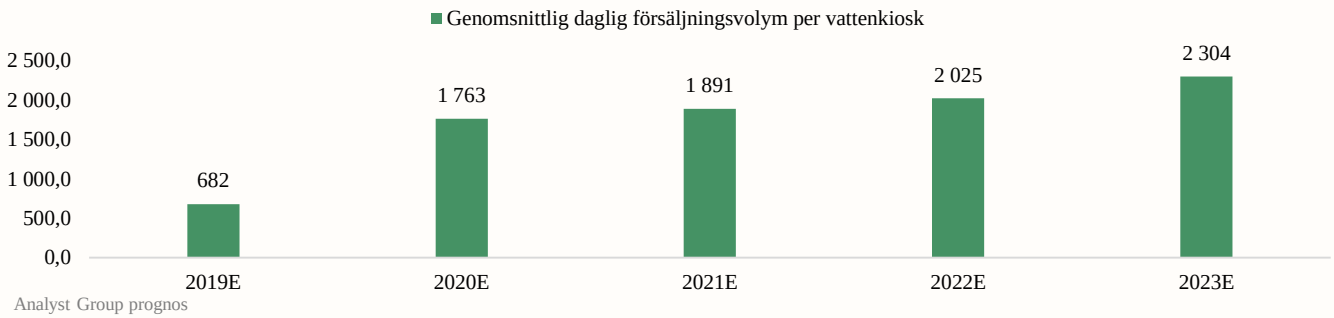
Försäljning per vattenkiosk

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 vattenförsäljningen 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 driftsätts 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 driftsätts. 2 000 liter avser den genomsnittliga försäljningen vilket innebär att de kiosker som varit i drift en längre period har en betydligt högre försäljningsvolym.

FINANSIELLA PROGNOSER

Vattenförsäljningen per kiosk förväntas i genomsnitt uppgå till ca 2 300 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

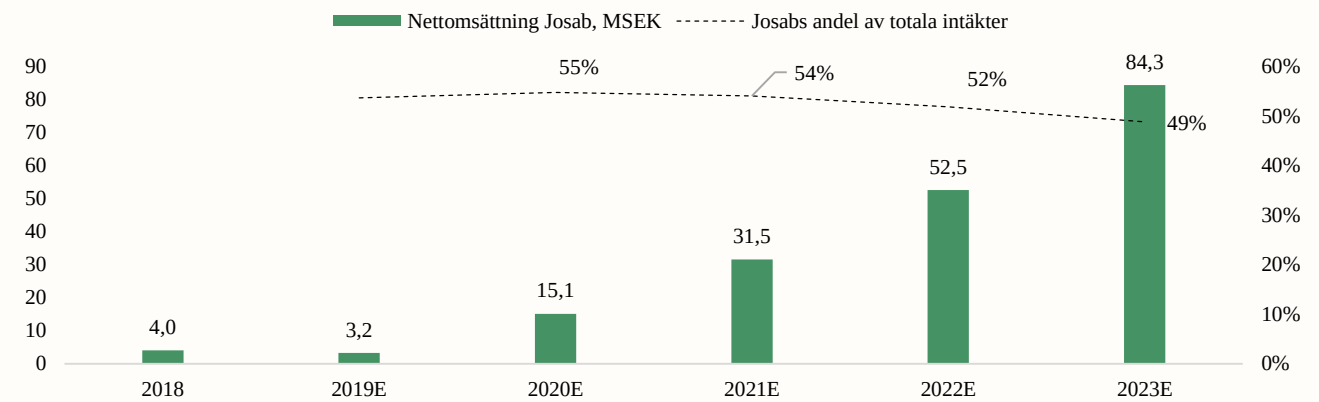
Då kioskerna har kapacitet att rena cirka 20 000 liter per dygn innebär det att möjligheten för enskilda kiosker att pumpa mer finns. Den implicita utnyttjandegraden estimeras 2023 i genomsnitt uppgå till 12 %. Detta gör att Bolaget inte drabbas av kapacitetsbegränsningar i det fall den långsiktiga efterfrågan 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 intäktsandel minskar.

Prognostiserad intäktsandel 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 lokalsamhällets 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 PROGNOSER

Kostnader hänförlig till verksamheten i Indien

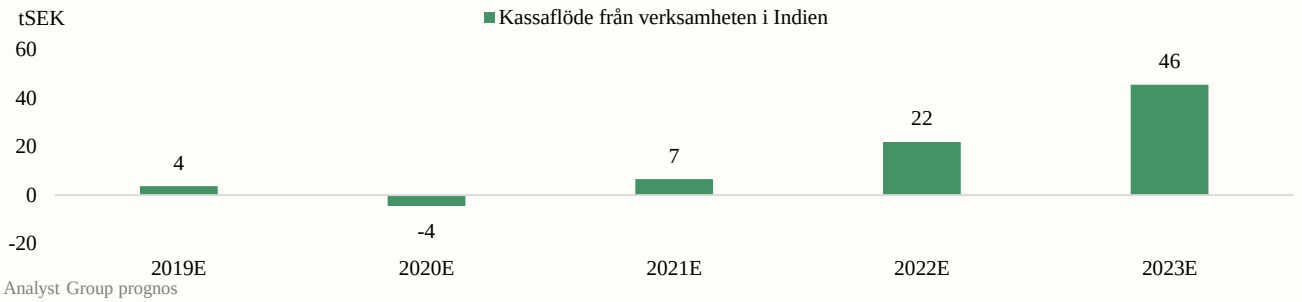
Den dagliga driften av kioskerna sköts av Josabs samarbetspartners i Indien och vattnet erhålls kostnadsfritt av de lokala myndigheterna. Josab står för den initiala investeringen, vilken sedan skrivs av över en femårsperiod. Utöver detta har Bolaget även kostnader för el och service för kioskerna. Investeringsbeloppet 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. 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.

Kassaflöde i Indien

Vid större orders eller tidpunkter där installationstakten 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 utsätt 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.

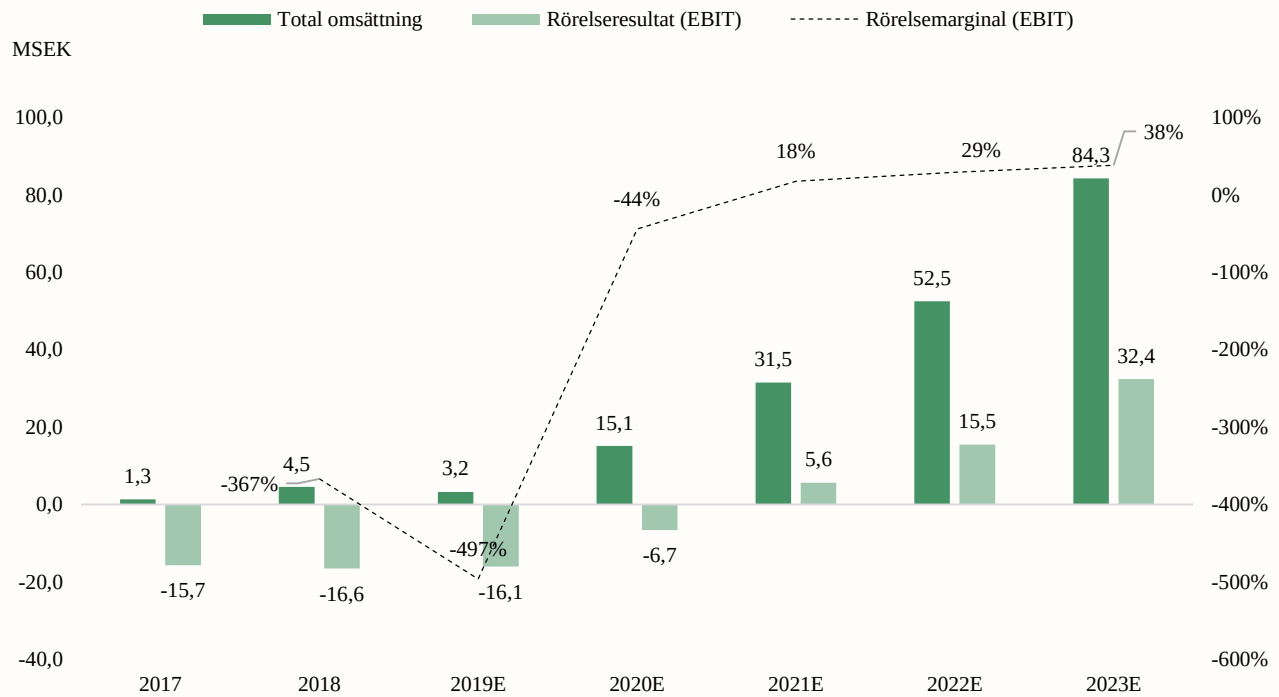
FINANSIELLA PROGNOSER

Finansiell prognos, tSEK	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Indien – Vattenkiosker*	0,0	4,0	3,2	15,1	31,5	52,5	84,3
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**	**3,2**	**15,1**	**31,5**	**52,5**	**84,3**
Tillväxt	*-12%*	*250%*	*-28%*	*367%*	*109%*	*67%*	*60%*
Rörelsekostnader (inkl. bruttokostnader)	-17,0	-21,1	-19,3	-21,8	-25,9	-37,0	-51,9
Rörelseresultat (EBIT)	**-15,7**	**-16,6**	**-16,1**	**-6,7**	**5,6**	**15,5**	**32,4**
Rörelsemarginal (EBIT)	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*18%*	*29%*	*38%*

**Analyst Groups antagna fördelning*

Josab väntas uppvisa positivt rörelseresultat 2021E.

Prognostiserad omsättning och rörelseresultat för koncernen 2019-2023E



Källa: Josab, Analyst Group prognos

VÄRDERING

Josab verkar inom ett nischat område och har inga direkt jämförbar 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.

Peers, R12	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 premievärdering i förhållande med Peer-gruppen:

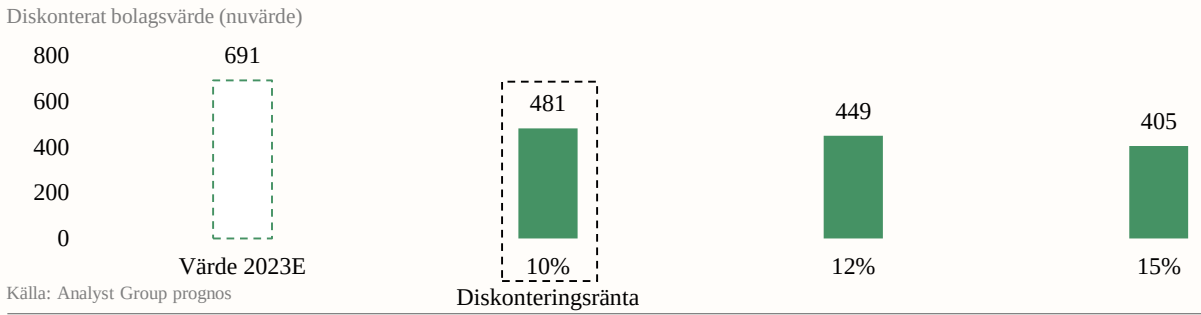
FLERA FAKTORER KAN MOTIVERA EN PREMIE I VÄRDERINGEN

- **Möjligheter på den kinesiska marknaden –** De finansiella prognoserna tar endast hänsyn till Bolagets förväntade utveckling på den indiska marknaden och övriga kommunicerade orders. 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. Förhandlingarna har nu utvecklats till diskussioner om att etablera ett samägt bolag i Kina. 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, samt en lyckad expansion till Kina, väntas Bolaget kunna fortsatt växa i hög takt många år framöver, vilket således motiverar en högre multipel.

Josab verkar idag 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 %.[7] Även om detta talar för en värderingsrabatt, anses ovan nämnda faktorer motivera en värderingspremie för Josab avseende tillämpad målmultipel. Utifrån ovanstående antas EV/EBIT 18x på 2023 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 18x och Josabs estimerade rörelsemarginal om närmare ca 40 % 2023, motiveras en målmultipel om EV/Sales 8x.

6,5 KR PER AKTIE PÅ GJORD PROGNOS (BASE)

Diskonterat bolagsvärde uppgår till ca 480 MSEK.



Källa: Analyst Group prognos

Justerat för Bolagets nettokassa och framtida kapitalbehov motsvarar 480 MSEK ett värde per aktie om 6,5 kr i ett Base scenario.

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

Bull Scenario

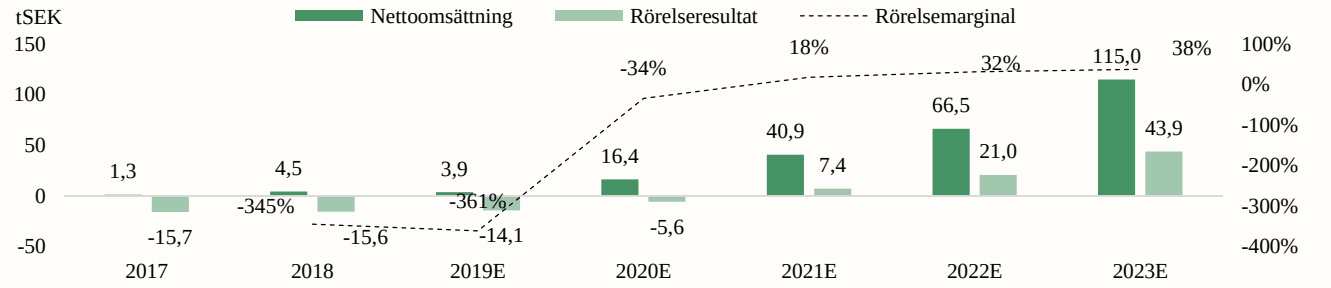
I ett Bull scenario väntas Josab visa en högre installationsakt av vattenkiosker i Indien, vilket skulle innebära att fler människors vattenbehov adresseras. I scenariot väntas den inledande framgången i Hyderabad fortsätta vilket väntas resultera i ytterligare orders från såväl Hyderabad som Maharashtra. Ett *Proof of Concept* underlättar för ytterligare orders från andra städer och regioner i Indien. För att generera högre försäljningsvolymer 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 hösten 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 innebär 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 innebär att intäkter med 100 % bruttomarginal och således ger stor påverkan på resultatet.
▪ **Framgång på den kinesiska marknaden**	Vid lyckad etablering i Kina skulle denna marknad kunna innebära stor potential för Josab. Förhandlingar pågår sedan september 2019 om att etablera ett samägt bolag i Kina.

Josab estimeras kunna omsätta ca 115 MSEK år 2023 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	229	729	962	1 443	1 957
Genomsnittlig antal kiosker för perioden	8	151	194	437	846	1 203	1 700
Genomsnittlig daglig försäljningsvolym per vattenkiosk, liter	187	916	685	1 372	1 865	2 131	2 608

Värdering

8,5 KR PER AKTIE PÅ GJORD PROGNOS (BULL)

I ett Bull scenario är Bolagets förväntade tillväxt efter prognosperioden högre än i Base scenariot. Givet en målmultipel om EV/Sales 9x, och en estimerad omsättning om ca 115 MSEK år 2023, generar det ett bolagsvärde omkring 1 mdSEK. Med en diskonteringsränta om 10 % motsvarar det ett bolagsvärde om 630 MSEK (nuvärde), justerat för nettoskuld och framtida kapitalbehov. Det motsvarar ett värde per aktie om ca 8,5 kr.

BULL & BEAR

Bear scenario

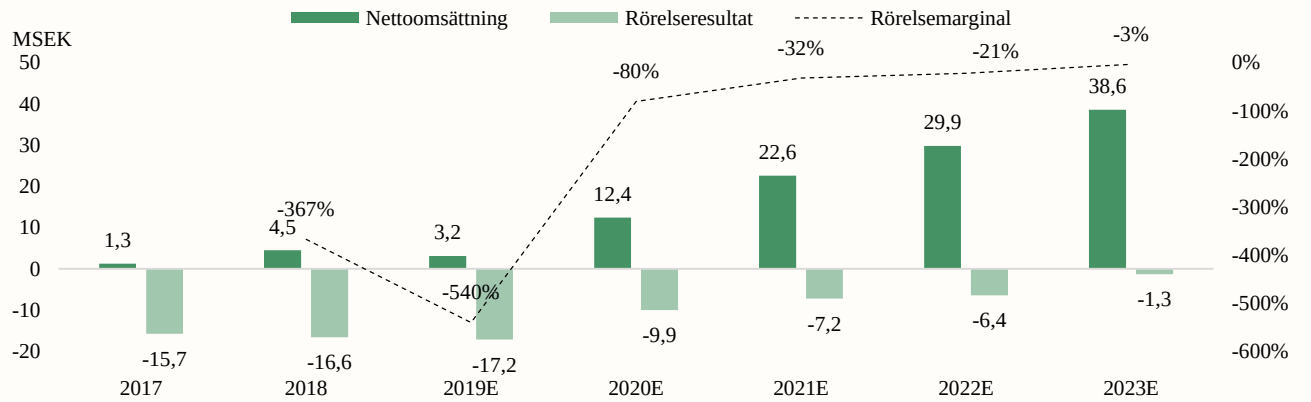
I ett Bear scenario väntas Josabs expansion i Hyderabad gå sämre än väntat, samtidigt som Bolaget inte får ordentligt fäste i Nagpur. I förlängningen väntas det få negativ påverkan på försäljningsarbetet i nya städer och regioner i Indien. Detta med bakgrund av den skepsis som bedöms existera samt det 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 försäljningsvolymer 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 är beroende av myndigheter, som bedöms vara svårbearbetade 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 innebära 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	189	389	414	464	514
Genomsnittlig antal kiosker för perioden	8	151	189	289	402	439	489
Genomsnittlig daglig försäljningsvolym per vattenkiosk, liter	187	1 233	600	1 616	2 192	2 642	3 069

Värdering

2,7 KR PER AKTIE PÅ GJORD PROGNOS (BEAR)

Då Josab i ett Bear scenario antas växa i lägre takt, med en låg rörelsemarginal men som förvisso stiger successivt, motiverar det att aktien ska handlas till en lägre värdering än tidigare angivna scenarion. Givet en målmultipel om EV/Sales 8x, och en estimerad omsättning om ca 39 MSEK år 2023, genererar det ett bolagsvärde om ca 320 MSEK. Med en diskonteringsränta om 10 % motsvarar det ett bolagsvärde om 200 MSEK (nuvärde), justerat för nettoskuld och framtida kapitalbehov, vilket ger ett värde per aktie om 2,7 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.*

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 270 000 aktier i Josab Water Solutions.*

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.*

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 Europé Internaiontal 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. Är styrelseordförande för PW Hong Kong AB som äger 6 941 103 aktier.*

Stefan Östlundh, Styrelseledamot

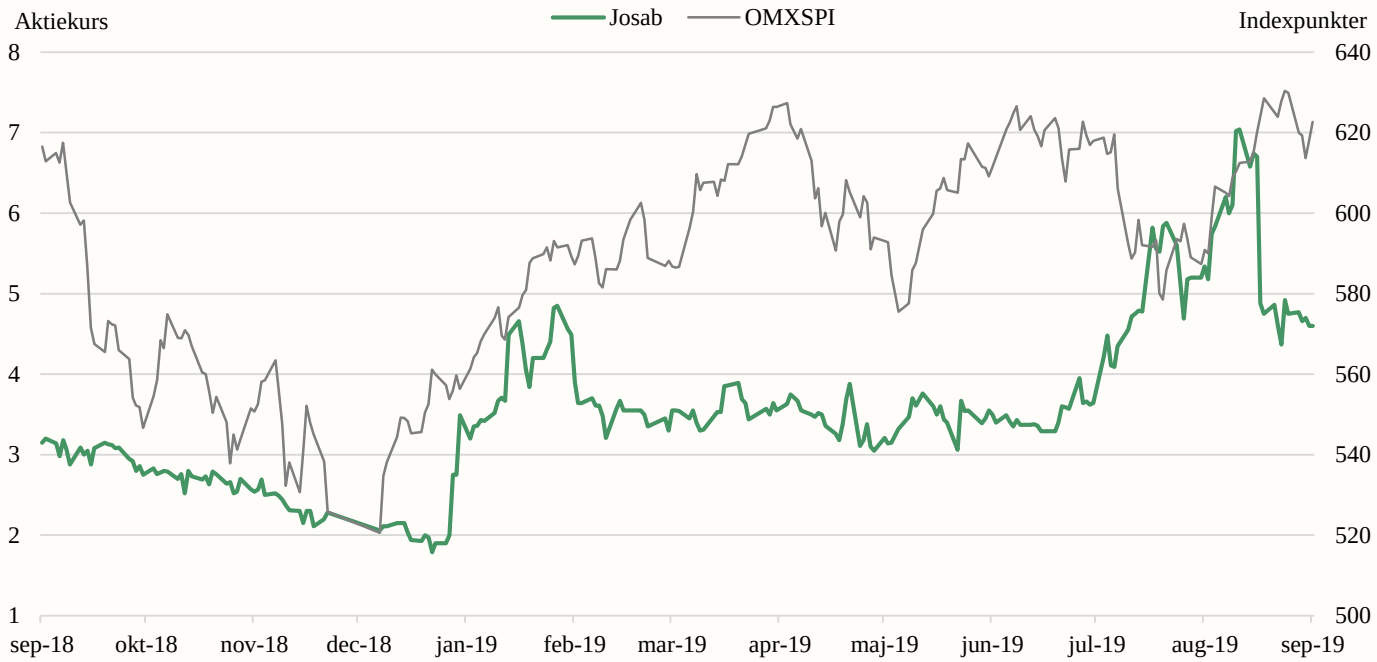
Stefan har mellan åren 1999 och 2013 varit verksam inom konsulterande verksamhet inom handel mot Ryssland och Östeuropa på Right Management AB. Mellan åren 2003 och 2015 var han aktiv inom affärsutveckling mot Kina och Sydostasien på HKFP Ltd, och som VD för Daqing Dream City Investment Management Ltd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

Per-Olof Seman, Styrelseledamot

Per tillträde 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.*

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



Resultaträkning* (tSEK)	2016	2017	2018	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19
Nettoomsättning	633	989	4 005	1 092	1 544	877	492	360	607
Övriga rörelseintäkter	840	302	510	103	96	104	207	99	393
Totala intäkter	**1 473**	**1 291**	**4 515**	**1 195**	**1 640**	**981**	**699**	**459**	**1 000**
Personalkostnader	-9 680	-6 187	-21 075	-5 090	-5 091	-4 247	-6 647	-4 226	-4 989
Övriga externa kostnader	-8 195	-8 306							
EBITDA	**-17 920**	**-14 696**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a**
EBITDA-marginal	neg,	neg,	n.a	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	-816	135
EBIT	**-18 815**	**-15 693**	**-16 560**	**-3 895**	**-3 451**	**-3 266**	**-5 948**	**-4 583**	**-3 854**
EBIT-marginal	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,	neg,	neg.
Ränteintäkter	0	123	0	0	0	0	0	0	0
Räntekostnader	45	-445	-2 826	-188	-620	-637	-1 381	0	0
EBT	**-18 770**	**-16 015**	**-19 386**	**-4 083**	**-4 071**	**-3 903**	**-7 329**	**-4 583**	**-3 854**
Skatt på årets resultat	301	331	629	0	0	0	629	0	0
Nettoresultat	**-18 469**	**-15 684**	**-18 757**	**-4 083**	**-4 071**	**-3 903**	**-6 700**	**-4 583**	**-3 854**
Nettomarginal	neg,	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 EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

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