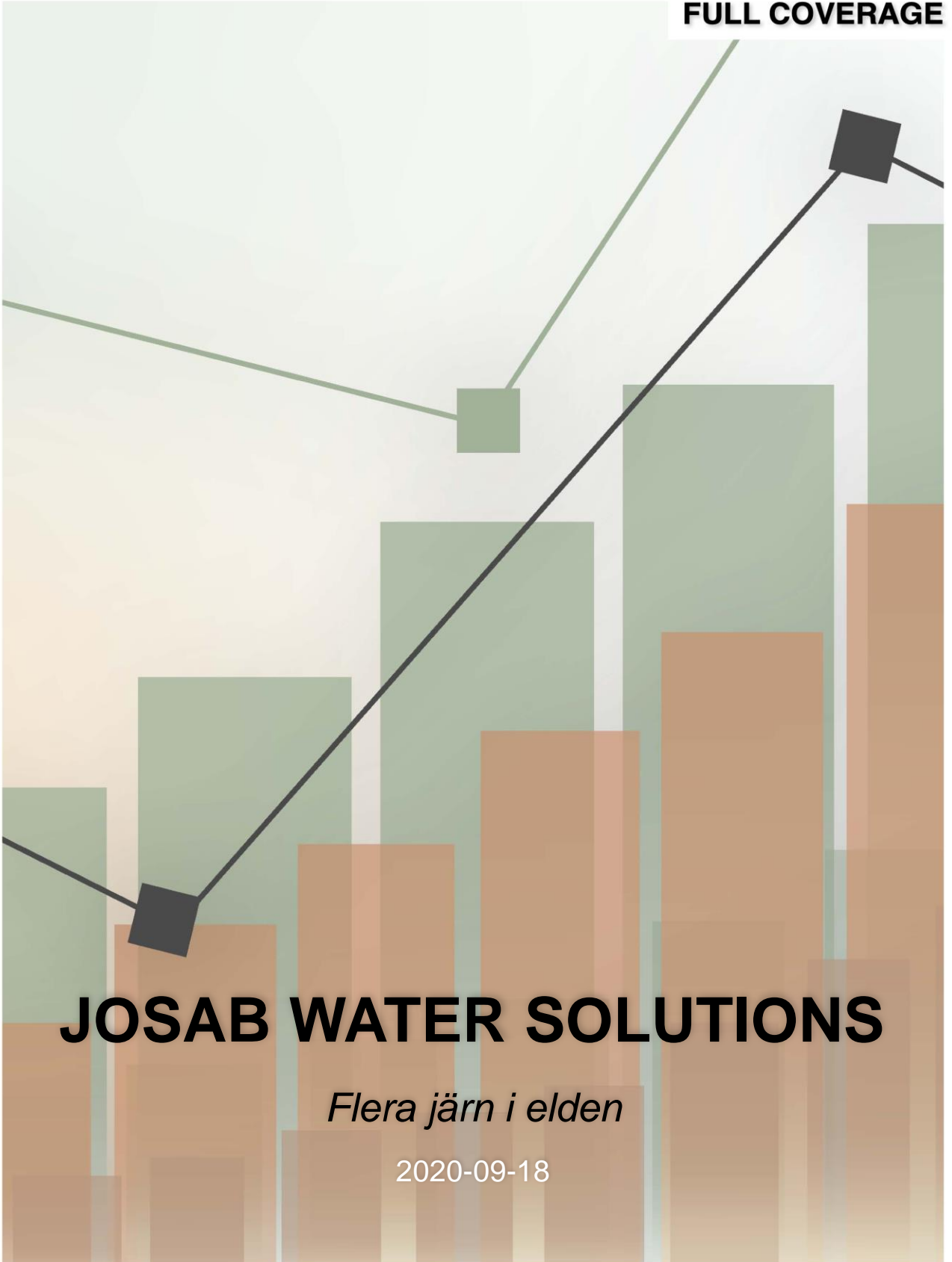


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## JOSAB WATER SOLUTIONS

*Flera järn i elden*

2020-09-18

**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 den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

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

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

# INNEHÅLL

Josab Water Solutions AB (publ) ("Josab" eller "Bolaget") är ett svenskt företag verksam inom vattenrening. Bolaget säljer dels större vattenreningsenheter till större operatörer, dels mindre vattenreningsenheter verksam 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 verksam på flera marknader innefattande bl.a. Ungern, Indien och Kina.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q2-20	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Potentialen i Kina	8
Förvärv i Kina och nytt bolag i Ungern	9
Marknadsanalys	10-11
Finansiell prognos	12-15
Värdering	16
Bull & Bear	17
Ledning & Styrelse	18
Appendix	19
Disclaimer	20

## VÄRDEDRIVARE

7 av 10

Josab verkar på en global marknad där 750 miljoner människor står utan vatten. Josabs affärsmodell i Indien är skalbar då vattnet tillhandahålls gratis och den fasta kostnaden per vattenkiosk är låg. Avtal har även kommit på plats för den kinesiska marknaden, gällande dels ett licensavtal samt etablering av ett JV-bolag. I Ungern har dessutom Josab vunnit flera intressanta orders, vilka har potential att resultera i ytterligare orders under kommande kvartal.

## HISTORISK LÖNSAMHET

2 av 10

Josab har under de senaste åren inte uppvisat någon signifikant försäljning. Samtidigt har Bolaget uppvisat rörelseförluster på över 15 MSEK de senaste tre åren, och under 2019 belastades dessutom resultatet ytterligare med en engångsnedskrivning om ca 6 MSEK. Den historiska lönsamheten anses som svag, vilket därmed drar ner betyget. Betyget är enbart baserat på historik och är inte framåtblickande.

## LEDNING & STYRELSE

5 av 10

Josabs ledningen besitter kompetens från flertalet relevanta områden. Bolaget har sedan befintlig ledning tillträtt inlett etablering på den indiska och kinesiska marknaden, vilket är att anse som ett gott betyg. Förhandlingar som resulterat i avtal i Kina ser vi som ett gott betyg på ledning och styrelsens förmåga.

## RISKPROFIL

8 av 10

Josab etablerar sig just nu 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. Närmast anser vi att utvecklingen kring coronavirusets effekter inom primärt Kina är en viktig parameter att följa. Covid-19 är fortsatt en påverkande faktor som är viktigt att följa utvecklingen kring, och hur det påverkar Josab.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

**Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse** sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

**Riskprofil** sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

# JOSAB WATER SOLUTIONS AB (PUBL)

## FLERA JÄRN I ELDEN



Affärsverksamheten i Josabs JV-bolag i Kina håller på att startas upp där strategiska frågor just nu avhandlas mellan parterna. Parallellt med detta har Josab i Ungern ingått flera intressanta pågående projekt, bl.a. i Hyderódog och Szentes, vilka skulle kunna resultera i ytterligare affärsuppdrag i Ungern under kommande kvartal. I slutet av juli signerade dessutom Josab ett Term Sheet avseende förvärv av det Hong Kong-baserade bolaget Clear Industry. Med många järn i elden kan det konstateras att det finns en hel del intressanta händelser att hålla utkik efter i närtid. Utifrån rådande läge ser vi ett motiverat värde per aktie mellan 1,4 – 7,0 kr, med 3,6 kr (3,8) i ett Base scenario.

### ▪ Tredje kvartalet snart avklarat

Omsättningen under Q2-20 var som väntat låg och uppgick till 0,3 MSEK (0,6), där intäkterna precis som föregående kvartal i år främst var hänförliga till materialförsäljningen i Ungern. Sett till Josabs kostnadsbas uppgick koncernens totala rörelsekostnader till -2,8 MSEK (-5,0), en minskning med 44 % vilket främst berott på lägre konsult- och personalkostnader. I delårsrapporten skriver Josab bl.a. att "[...] Organisationen kommer under den närmaste tiden att inriktas mer mot försäljning vilket även kan komma att innebära förändringar i organisation". Vi befinner oss nu i slutet av Q3-20, varpå det återstår ca tre månader av året som kan komma att bli intressanta för Josab.

### ▪ Hyderódog i Ungern fortsatt intressant

I Ungern pågår förberedelserna för installationen av ny reningsteknologi i Hyderódog, och under augusti har Josab fått tillträde till anläggningen för utbyte av tekniken, vilket från det datumet beräknades vara klart inom några veckor. Anläggningen kommer med motpartens godkännande användas för marknadsföring gentemot andra anläggningar som har motsvarande eller snarlika problem, d.v.s. stort användande av kemikalier, vilket därmed skulle kunna resultera i fler uppdrag inom detta område och således öka omsättningen för Josab.

### ▪ Szentes-ordern kan leda till merförsäljning

En ytterligare tänkbar värdedrivare som kan växa fram i närtid är från den Aqualite-ordern som erhållits från en reningsanläggning i Szentes. Josab skriver att de har identifierat ett 60-tal vattenreningsanläggningar i Ungern, de flesta byggda med EU-bidrag likt den i Szentes. Målsättningen är att konkurrera med nuvarande zeolitmaterial i form av Turbidex, och ta en stor del av detta segment för materialförsäljning med Josabs Aqualite, där Josab bedömer att den totala mängden adresserbart material i dessa anläggningar uppgår till ca 5 000 ton. Om en prissättning per ton Aqualite om 2 000 EUR skulle antas, så skulle det motsvara ca 100 MSEK i potentiell omsättning för Josab.

## AKTIEKURS | 1,83 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2023 ÅRS PROGNOIS

**BEAR**  
1,4 kr

**BASE**  
3,6 kr

**BULL**  
7,0 kr

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

JOSAB WATER SOLUTIONS AB (PUBL)	
Stängningskurs (2020-09-17)	1,83
Antal Aktier	83 172 629
Market Cap (MSEK)	152,2
Nettokassa(-)/skuld(+)	-9,9
Enterprise Value (EV)	142,3
V.52 prisintervall (SEK)	1,45 – 6,30

UTVECKLING	
1 månad	-17,3 %
3 månader	-23,5 %
1 år	-60,1 %
YTD	-48,9 %

HUVUDÄGARE (2020-06-30), KÄLLA: HOLDINGS	
Avanza Pension	10,3 %
Vimab Holding AB	8,0 %
Nordnet Pensionsförsäkring	4,6 %
KLA Karlerö Liljeblad Advokatbyrå HB	2,0 %
Iraj Arastoupour	1,8 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Henry Koskela (t.f.)
Styrelseordförande	Klaus Kalb

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q3 2020	2020-11-27

PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Totala intäkter</b>	4,5	4,1	2,3	16,6	35,2
Omsättningstillväxt	305%	-9%	-43%	618%	112%
Rörelsekostnader, inkl. bruttokostnader	-21,1	-27,5	-13,9	-21,0	-25,3
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-23,4</b>	<b>-11,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>9,9</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	28%
P/S	33,7	37,2	65,7	9,1	4,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	14,4

# KOMMENTAR Q2-20

- Som väntat var omsättningen låg under Q2-20
- Bra kostnadskontroll under kvartalet
- Försäljningsdrivare och ökad tillväxt kan ligga nära

Omsättningen under Q2-20 var som väntat låg och uppgick till 0,3 MSEK (0,6), där intäkterna precis som föregående kvartal i år främst var hänförliga till materialförsäljningen i Ungern. Sett till Josabs kostnadsbas uppgick koncernens totala rörelsekostnader till -2,8 MSEK (-5,0), en minskning med 44 % vilket främst berott på lägre konsult- och personalkostnader.

I delårsrapporten framgår en intressant formulering som vi skulle vilja belysa lite extra. Josab skriver att *"[...]Organisationen kommer under den närmaste tiden att inriktas mer mot försäljning vilket även kan komma att innebära förändringar i organisation. Eventuella nya projekt kan också kräva förändringar eller andra investeringar, men prövas då från fall till fall."*

Med tanke på att senaste tiden för Josab till hög grad har bestått av vad som skulle kunna sammanfattas som förberedande marknadsarbete, även om en del orders parallellt har erhållits under tiden, har senaste kvartalens försäljningsnivåer varit låga.

**Det finns dock närliggande triggers** som potentiellt skulle kunna sätta fart på tillväxten, och därmed gå i linje med det uttalandet som ges i rapporten om ökad inriktning mot försäljning. I Ungern har förberedelserna för installationen av ny reningsteknologi i Hyderódog pågått, och under augusti har Josab fått tillträde till anläggningen för utbyte av tekniken, vilket beräknas vara klart inom några veckor från att tillträdet skett. Anläggningen kommer med motpartens godkännande användas för marknadsföring gentemot andra anläggningar som har motsvarande eller snarlika problem, d.v.s. stort användande av kemikalier, vilket därmed skulle kunna resultera i fler uppdrag inom detta område och således omsättningsbidrag.

En ytterligare tänkbar värdedrivare som kan växa fram i närtid är från den Aqualite-ordern som erhållits från en reningsanläggning i Szentes. Vattenanläggningen, vilken byggts med EU-bidrag använder idag en annan zeolit, Turbidex, i reningen, vilket också installerats i många andra motsvarande anläggningar i Ungern. På grund av EU-bidraget får material eller teknik inte bytas ut under en period av 5 år efter byggnationen, vilket nu gått till ända i Szentes, likväl som i många andra städer i Ungern. Josab har under två års tid gjort tester i egen regi, men även tillsammans med en mindre stad med Turbidex i deras vattenreningsanläggning, där Josabs Aqualite jämfördes med Turbidex. Testerna utvisade att Aqualite, p.g.a. annan komposition av mineraler, var hårdare och hade längre livslängd med bättre reningsegenskaper än Turbidex. Josab skriver att de har identifierat ett 60-tal vattenreningsanläggningar i Ungern, de flesta byggda med EU-bidrag, med det konkurrerande materialet i reningsprocessen. Målsättningen är att konkurrera och ta en stor del av detta segment för materialförsäljning med Josabs Aqualite, där Bolaget bedömer att den totala mängden material i dessa anläggningar uppgår till ca 5 000 ton. Om man skulle utgå från den prissättning per ton Aqualite om 2 000 EUR som tidigare har kommunicerats i samband med licensavtalet för JV-bolaget i Kina, så skulle 5 000 ton motsvara omkring 100 MSEK i potentiell omsättning för Josab. Josabs utveckling på den ungerska marknaden blir därför mycket intressant att följa under de närmaste månaderna, där det ska bli spännande att se ifall Bolaget successivt kan erhålla ytterligare orders från vattenreningsverk.

# 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. på den indiska och kinesiska marknaden där ett licensavtal håller på att implementeras i kombination med etableringen av ett JV-bolag där Josab äger 49 %. I ett Base scenario estimeras Josab till år 2023 nå en omsättning om ca 54 MSEK. Med en multipelvärdering, given kapitalstruktur och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls ett nuvärde idag om 3,6 kr (3,8) per aktie i ett Base scenario.

## Miljontals människor brukar vatten från osäkra källor

Den globala efterfrågan på vatten estimeras öka med 50 % till 2050, vilket minst sagts resulterar i samhällsmässiga utmaningar. Josab är idag verksam bl.a. 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. Utöver Indien arbetar Josab även mot den kinesiska marknaden, där ett JV-Bolag nu etableras tillsammans med ett licensavtal för försäljning av Aqualite. 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, där Josabs teknologi fyller ett stort behov.

## Låga fasta kostnader gör Josabs affärsmodell skalbar

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.

## Möjligheter på den kinesiska marknaden

Under januari 2019 kommunicerade Josab att tekniktестerna 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 2019 meddelade Josab att parterna har kommit fram till att man vill fördjupa samarbetet ytterligare, varför förhandlingarna utvecklades till att diskutera att etablera ett gemensamt [JV-] bolag för den kinesiska marknaden. Under början av november 2019 kommunicerade Josab att JV-avtalet för Josab i Kina var klart, där ledningen kommunicerade att de ser stora fördelar med det gemensamma bolaget istället för enbart ett rent licensavtal. Ett licensavtal kom dock också plats, där JV-Bolaget med ensamrätt i Kina ska tillverka, marknadsföra och sälja Josabs teknologi för vattenrening baserad på användandet av Aqualite. För att reglera detta har Josab och JV-Bolaget ingått just ett licensavtal som då reglerar rätten för JV-Bolaget att köpa Aqualite av Josab. Josabs ägarandel om 49 % av JV-Bolaget, samt tillförande av Aqualite enligt licensavtalet, ses som en stark värde drivare.

## Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras Josab successivt öka omsättningen till ca 54 MSEK år 2023, drivet primärt från den indiska och kinesiska marknaden. Baserat på en multipelvärdering på 2023 års försäljning, vilken även underbyggs av det förväntade värdet från Josab ägarandel i det kinesiska JV-Bolaget, erhålls ett nuvärde per aktie om 3,6 kr i ett Base scenario. Vid annorlunda utfall av gjord prognos, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras.

## Framgång i Indien, Kina och även Ungern är viktiga faktorer att bevaka

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. Arbetet i Kina fortlöper, men har tidigare drabbats av förseningar, och frågan är hur snabbt den förväntade försäljningstillväxten kan skalas upp. Även Ungern utgör en viktig marknad under kommande kvartal där allt fler orders har erhållits.

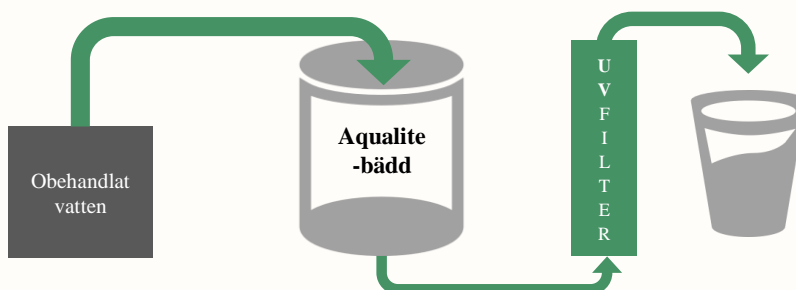
**BRISTEN PÅ  
RENT  
VATTEN ÄR  
EN TREND  
SOM TALAR  
FÖR JOSAB**

**~54 MSEK  
OMSÄTTNINGSG-  
PROGNOS  
2023**

# 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.

## 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 ca 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. Gällande JV-Bolaget i Kina, kommer all marknadsföring, tillverkning och försäljning att ske via JV-Bolaget.

## 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.

Gällande den kinesiska marknaden har uppstarten av JV-samarbetet inletts och etablering samt val av strategisk inriktning pågår just nu. Frågan som nu återstår är hur snabbt själva försäljningsutvecklingen kan komma igång.

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

# POTENTIALEN I KINA

Josab publicerade den 13 november 2019 kallelsen till den extra bolagsstämman, med information kring avtalen för etableringen i Kina.

## Sammanfattning av JV-bolaget

Ägarstruktur (%):

- Josab Water Solutions AB ("Josab"): **49 %**
- Beijing Win Fortune Technologies Ltd ("WF"): **25,5 %**
- Global Green Development Capital Management Beijing Ltd ("GGDC"): **25,5 %**

WF och GGDC kommer kapitalisera JV-bolaget med ca 1,040,000 RMB kontant. Josab står för det tekniska kunnandet, som på sikt kommer att överföras på lokal personal, utveckling och R&D.

## Sammanfattning av Licensavtalet

JV-bolaget ska med ensamrätt i Kina tillverka, marknadsföra och sälja Josabs teknologi för vattenrening baserad på användandet av Aqualite. För att tillhandahålla Aqualite, erhåller Josab en licensavgift om 300 euro/ton samt en intäkt om 1 700 euro/ton såld Aqualite. Total intäkt för Josab är således 2 000 euro/ton såld Aqualite.

Den totala minimivolym för de tre första åren är 1 400 ton Aqualite, vilket utifrån nämnd prissättning och period således skulle motsvara en total intäkt om ca 28 MSEK för Josab. Minimivolymerna är uppdelade på de tre första åren enligt:

- År 1: 200 ton, vilket skulle motsvara en intäkt om ca 4 MSEK för Josab
- År 2: 400 ton, vilket skulle motsvara en intäkt om ca 8 MSEK för Josab
- År 3: 800 ton, vilket skulle motsvara en intäkt om ca 16 MSEK för Josab

Totala avtalstiden är fem år, med en förlängning om två år vid utebliven uppsägning av avtalet.

**~28 MSEK**  
TOTAL  
LÄGSTA  
FÖRSÄLJNING  
ÖVER 3 ÅR



# FÖRVÄRV I KINA OCH NYTT BOLAG I UNGERN

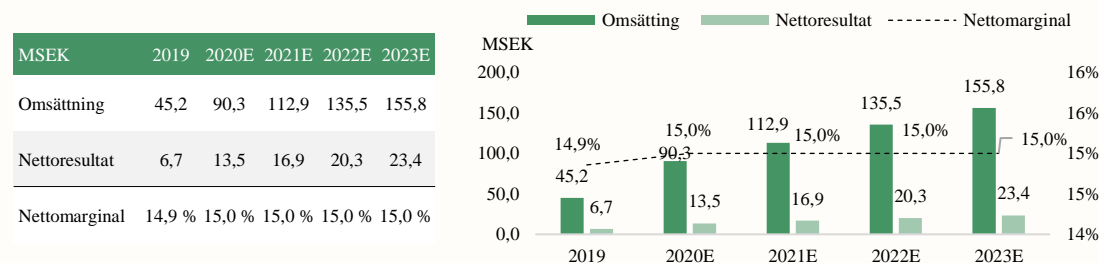
Josab meddelade den 30 juli 2020 att de signerade ett Term Sheet avseende ett förvärv av samtliga aktier i det Hong Kong-baserade bolaget **Clear Industry**. Bolaget är ett holdingbolag med säte i Hong Kong och har två rörelsedrivande dotterbolag i Kina.

**Clear Industry bedriver** företrädesvis verksamhet inom design och implementering av processanläggningar, EPC-affärer inom industrin för köksavfall, *Kitchen Waste*, samt inom området för industriell avfallsvatten, både vad gäller hård- och mjukvara. Bolaget har ca 35 anställda och omsatte år 2019 ca 35 MRMB (45,2 MSEK), med en nettovinst om 5,2 MRMB (6,7 MSEK), motsvarande en nettomarginal om 14,9 %. Bolaget har under årets första 6 månader, trots Covid-19, överträffat föregående års omsättning och resultat för perioden. Per dags dato har Clear Industry en projektorderstock uppgående till mer än 100 MRMB (129 MSEK). Köpeskillingen för förvärvet uppgår till cirka 125 miljoner kinesiska yuan (161 MSEK), vilket motsvarar tio gånger företagets garanterade genomsnittliga årsvinst under de kommande två åren efter tillträdet. Nästa steg i processen är genomförandet av en finansiell samt juridisk *due diligence*, vilken kommer ligga till grund för Josabs styrelses beslut om ett slutligt köpeavtal mellan parterna. Detta beräknas vara klart inom ca två månader, räknat från den 30 juli och således senast den 30 september. Ett köpeavtal, med alla villkor för affären, kommer att presenteras för Josabs aktieägare på en extra bolagsstämma för aktieägarnas godkännande och för juridisk giltighet mellan parterna.

Med hänsyn till att förvärvet rent praktiskt ej ännu har genomförts, väljer vi i dagsläget att inte konsolidera Clear Industrys räkenskaper i Josabs. Likväl följer nedan en illustrativ prognos för perioden 2020-2023, vilken givet ett tillträde kan inkluderas i Josabs egna resultaträkning. Det vi känner till är att företaget under 2019 omsatte ca 45,2 MSEK med ett nettoresultat om ca 6,7 MSEK, motsvarande en marginal om 14,9 %. Som nämnt ovan har även Clear Industry under H1-20 överträffat föregående års omsättning och resultat för perioden, varför helåret 2020 rimligen bör överträffa 2019. Utifrån den aktuella orderstocken om 129 MSEK, kan en illustrativ prognos härledas, där även ett antagande görs om att Clear Industry kan vinna ytterligare orders utöver den befintliga orderstocken, vilket således bidrar till högre tillväxt. Med en något stabil utveckling i vinstmarginalen från 2019 års nivå, visar följande stapeldiagram en illustrativ prognos för perioden 2020-2023.

**Följande är en illustrativ prognos för Clear Industry som Josab avser att förvärva.**

Estimerad omsättning, nettoresultat och marginal, 2020-2023E



Källa: Analyst Groups illustrativa prognos

## JV-bolag i Ungern

Kort efter årsstämman den 6 juli meddelade Josab att det helägda dotterbolaget Josab Ungern har signerat ett LOI med ungerska DRAMEX, avseende uppbyggnad av en ny försäljningsorganisation och produktionsanläggning för miljöprodukter, inkluderande vattenreningsanläggningar baserade på Josabs Aqualite-teknologi. I pressmeddelandet framgick det att parterna har för avsikt att bedriva verksamheten inom ramen för ett gemensamt bolag där Josab Ungern äger 51 % av aktierna och DRAMEX resterande 49 %. Bolagets säte förläggs till staden Szerencs, där även Josabs ungerska huvudkontor och produktionsanläggning för Aqualite ligger. Projektets totala investering, inkluderande produktionsanläggning, är beräknad till ca 300 MSEK, och planeras, då området tillhör ett regionalt stödområde i Ungern, till största del att finansieras via statligt stöd samt fördelaktiga statliga banklån i Ungern. Processen för detta har påbörjats.

**Parterna är överens om att registrera det nya bolaget inom 30 dagar från ingånget avtal.** Försäljningsaktiviteterna i bolaget påbörjas omedelbart efter registreringen. Målsättningen är att påbörja byggnationen av produktionsanläggningen, så snart statliga stöd och lån beviljats, men inom 12 månader från bolagets bildande. I detta läget inkluderas detta inte explicit i nuvarande prognoser, men kommer likväl att utvärderas löpande och ses idag som en ytterligare värderingsoption i aktien.

# 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 2015 ca 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 %.<sup>1</sup>

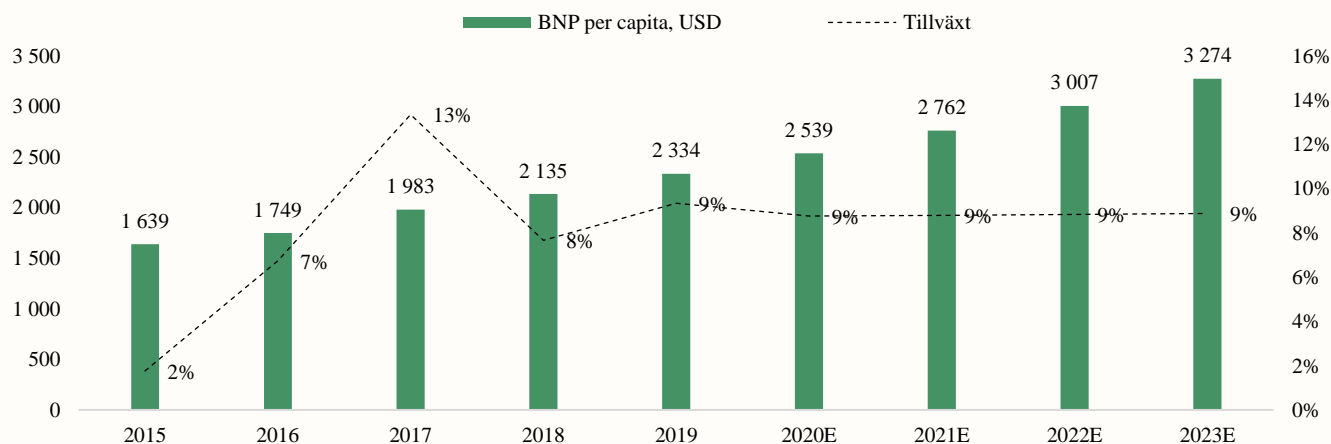
## Ekonomins tillväxt väntas öka efterfrågan på rent vatten i Indien

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.<sup>2</sup> 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.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> 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](#)

# 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.<sup>5</sup> Det innebär dock också att hälsosamma mineraler försvinner i processen.

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

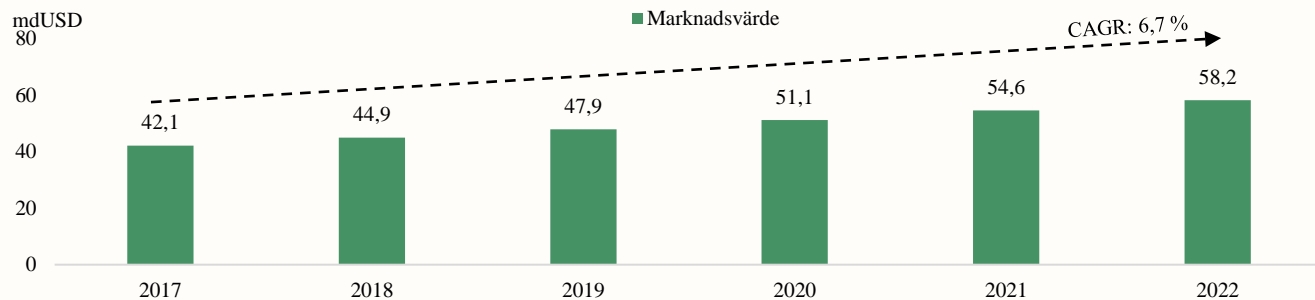
Priset på vatten i Indien varierar beroende på region och kvalitet. Priset för vatten på flaska antas kosta från 10 INR per liter och uppåt.<sup>6</sup> Vattnet från Bolagets kiosker kostar för slutkonsumenten 1 INR per liter.

## Kinesiska marknaden för vattenrening

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 t.ex. partnerskap med lokala organisationer i Kina. För Josabs del är det således fördelaktigt att samarbetet och etableringsfasen sker tillsammans med en lokal partner och att ett JV-Bolag ska komma på plats.

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. I dagsläget utgörs Josabs försäljning primärt av material- och maskinförsäljning i Sverige och Ungern. Vidare har Bolaget även sporadiskt sålt större vattenreningsenheter på andra geografiska marknader, samt försäljning av vatten i vattenkiosker på den indiska marknaden. De finansiella prognoserna utgår från fortsatt försäljning av vattenkiosker på den indiska marknaden, och ökad försäljningsvolym för respektive kiosk. Prognoserna inkluderar nu även tillväxt och uppskattade marginaler hänförliga till det licensavtal Josab ingått med JV-bolaget på den kinesiska marknaden. Aktieägare till Josab kommer även få ta del av det värde som uppstår till följd av Josabs ägarandel om 49 % i JV-Bolaget. Exakt hur detta värde dock kommer att utvecklas och redovisas under kommande kvartal och år återstår ännu att se.

## Försäljning av vattenkiosker

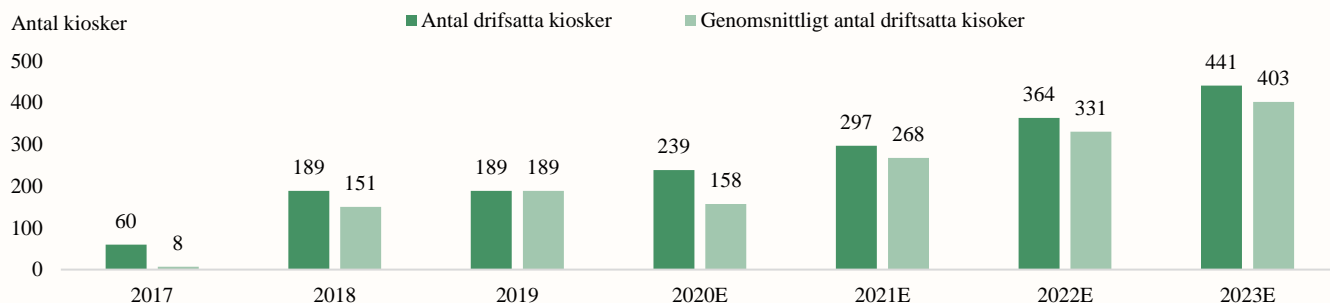
Vid utgång av Q4-18 hade Josab 189 installerade kiosker i drift. Utöver ovanstående har Bolaget erhållit orders om installation av ytterligare 160 kiosker. Bolaget har även tidigare kommunicerat att det från Hyderabad och Nagpur finns intresse för upp till 300 respektive 150 ytterligare kiosker. Framöver 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 441 st. vid utgången av 2023E.**

Prognostiserad antal installerade kiosker 2020-2023E



Källa: Josab, Analyst Group prognos

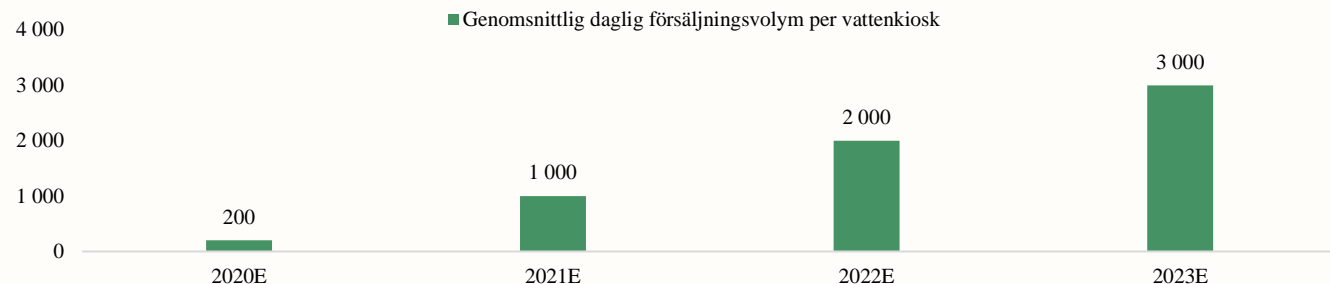
## Försäljning per vattenkiosk

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 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 3 000 liter 2023, 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. 3 000 liter avser den genomsnittliga försäljningen vilket innebär att de kiosker som varit i drift en längre period har en betydligt högre försäljningsvolym.

# FINANSIELLA PROGNOSE

Vattenförsäljningen per kiosk förväntas i genomsnitt uppgå till ca 3 000 liter 2023. Notera att det är ett genomsnitt, och enskilda kiosker kommer att ha högre försäljning.

Prognostiserad vattenförsäljning per kiosk 2020-2023E

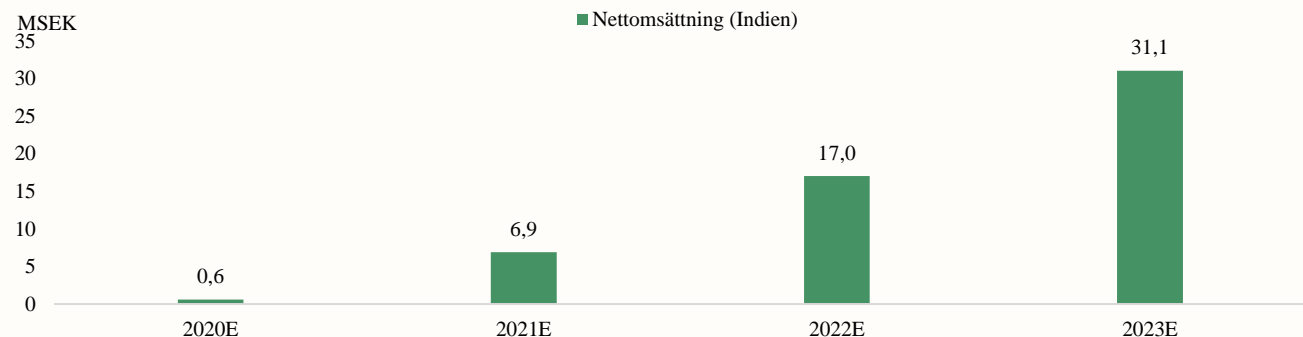


Analyst Group prognos

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 15 %. 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.

Vad avser utvecklingen i Indien har mellersta delarna av landet under slutet av 2019 / början av 2020, inklusive Hyderabad, drabbats av den värsta monsunperioden på mer än 10 år vilket drabbat Josabs kioskprojekt. Utrymme borde ännu finnas för en bra utveckling.

Prognostiserad omsättning hänförligt till vattenkioskprojekten i Indien



Analyst Groups prognos

## 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.

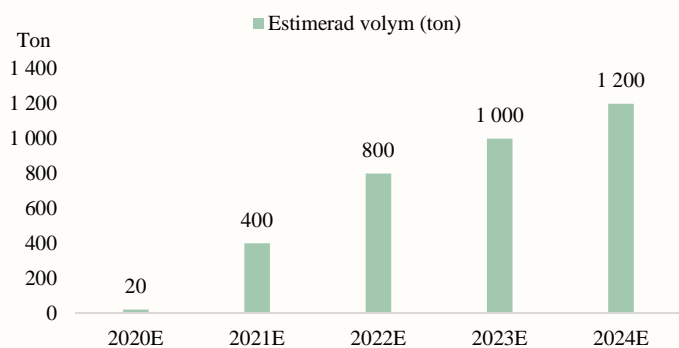
# FINANSIELLA PROGNOSE

## Licensavtal i Kina

JV-bolaget i Kina ska tillverka, marknadsföra och sälja Josabs teknologi för vattenrening baserad på användandet av Aqualite. För att tillhandahålla Aqualite erhåller Josab en licensavgift samt en intäkt per såld mängd. Den totala minimivolymer för de tre första åren är 1 400 ton Aqualite där minimikravet är att 50 % måste uppfyllas årligen, men när tre år har gått ska totalt 100 % ha köpts och levererats (årsperiod antas kunna räknas från en given månad, och inte behöver vara kalenderår). Följande är en illustration av hur försäljningen skulle kunna utvecklas för Josab under kommande åren.

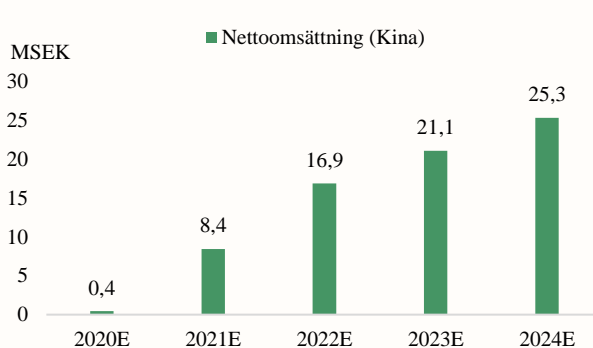
Potentialen från den kinesiska vattenmarknaden är minst sagt omfattande, där rådande licensavtal öppnar upp en ny intäktskälla för Josab.

Potentiell volym från licensavtalet om försäljning av Aqualite



Analyst Groups prognos

Potentiell omsättning från licensavtalet



Analyst Groups prognos

## Räkneexempel för JV-bolaget i Kina

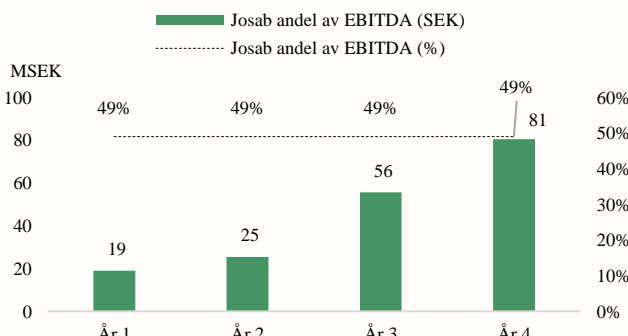
1 400 ton Aqualite skulle kunna användas för att bygga 2 300 st. S100-maskiner, alternativt 560 st. S500-maskiner. Efter sommaren erhöll Josab en initial order från Sichuan avseende tre S100-maskiner till ett totalt ordervärde om ca 1 MSEK, motsvarande ca 330 000 SEK per S100-maskin. Även om det inte har uttalats något exakt försäljningsmål av maskiner för JV-bolaget, samt hur då JV-bolaget skulle prissätta maskinerna, skulle ändå ett illustrativt räkneexempel kunna göras. Om ett genomsnittligt försäljningspris om ca 330-360 000 SEK per S100-maskin skulle appliceras framgent, så skulle 2 300 S100-maskiner motsvara en omsättning omkring 800 MSEK för JV-bolaget. Baserat på våra tidigare publicerade analyser, kan en bruttomarginal om lägst 50 % per enhet antas, vilket således skulle motsvara ett bruttoreultat omkring 400 MSEK för JV-bolaget. Hur sedan JV-bolagets rörelsekostnader kommer se ut under kommande år, är svårt att säga idag. Likväl kommer 49 % av JV-bolagets resultat att vara hänförligt till Josab, och kan då komma att redovisas som "resultat hänförligt till intressebolag" i Josabs egna resultaträkning. Detta är såklart ingen prognos, men visar likväl vilken enorm potential som finns i och med Kina-etableringen, utöver själva minimumintäkterna om ca 28 MSEK från licensavtalet. Viktigt att påpeka är även att ovan räkneexempel utgår från minimivolymer om 1 400 ton Aqualite. Det kan rimligen antas att Josab förväntar sig högre volymer, samt att ingen samarbetspartner skulle gå med på nämnda minimivolymer om de inte tror att detta med hög sannolikhet kan nås.

Följande är en illustration, ej prognos, av vilket värde som uppskattningsvis kan tillföras Josab från JV-bolaget.

Illustrativ utveckling av JV-bolaget i Kina

	År 1	År 2	År 3	År 4
Antal sålda S100-maskiner	300	400	700	900
Intäkter	108,0	144,0	252,0	324,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>54,0</b>	<b>72,0</b>	<b>138,6</b>	<b>194,4</b>
Bruttomarginal	50%	50%	55%	60%
Rörelsekostnader	-15,0	-20,0	-25,0	-30,0
<b>EBITDA</b>	<b>39,0</b>	<b>52,0</b>	<b>113,6</b>	<b>164,4</b>
EBITDA-marginal	36%	36%	45%	51%
Josab andel av EBITDA (%)	49%	49%	49%	49%
Josab andel av EBITDA (SEK)	19,1	25,5	55,7	80,6

Analyst Groups illustration



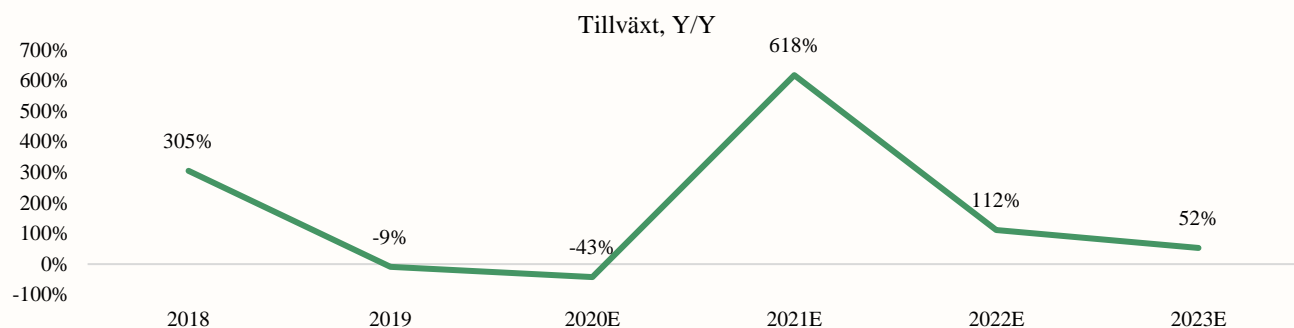
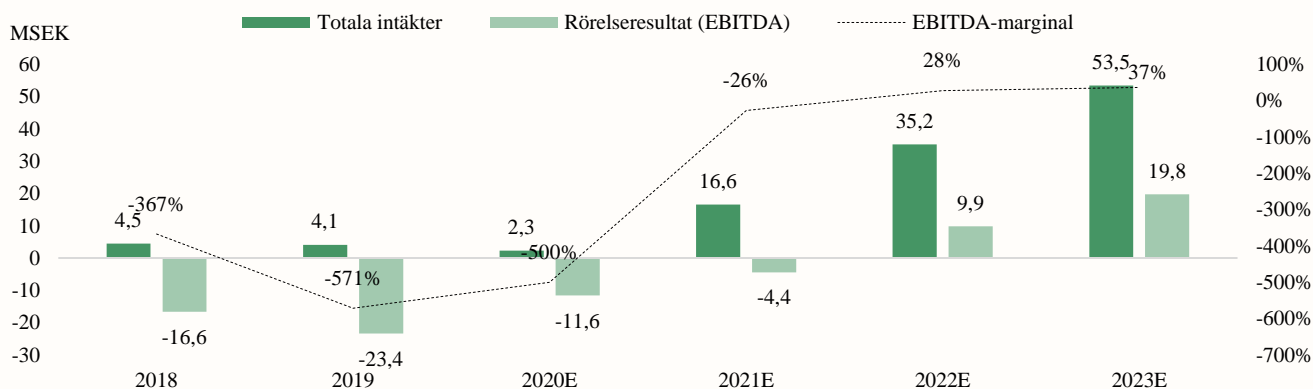
# FINANSIELLA PROGNOSE

Följande är en sammanfattning av gjord prognos som sträcker sig till år 2023. Den ökade försäljningsvolymen drivs av ökad försäljning via befintliga samt tillkommande vattenkiosker i Indien, samt försäljningsutvecklingen på den kinesiska marknaden som rådande licensavtal förväntas generera. Prognoserna är kopplade till räkenskaperna för Josab Water Solutions AB (publ) och är således inte konsoliderade med, eller inkluderar, det värde som Bolaget kan tillföras från ägarandelen om 49 % i JV-Bolaget i Kina. Detta värde, om sådant uppstår, kommer troligen bokföras som "resultat hänförligt till intressebolag" i Josabs egna resultaträkning, och får i analysen uppdateras löpande. Omsättningstillväxten, i kombination med relativt fasta rörelsekostnader och bruttomarginal, genererar en högre lönsamhet för Josab. Omkring år 2022 estimeras Josab kunna uppvisa en positiv EBITDA-marginal.

## Gjord omsättningsprognos, i kombination med rörelsens fasta kostnader, resulterar i en succesivt stigande marginal.

Sammanfattning av Analyst Groups prognos för Josab Water Solutions AB (publ)

Base scenario, MSEK	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Indien (vattenkiosker)	4,0	2,8	0,6	6,9	17,0	31,1
Kina (licensavtal Aqualite)	n.a	n.a	0,4	8,4	16,9	21,1
Övrigt	0,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Totala intäkter</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>2,3</b>	<b>16,6</b>	<b>35,2</b>	<b>53,5</b>
Rörelsekostnader (inkl. bruttokostnader)	-21,1	-27,5	-13,9	-21,0	-25,3	-33,7
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>-16,6</b>	<b>-23,4</b>	<b>-11,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>9,9</b>	<b>19,8</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	-367%	-571%	-500%	-26%	28%	37%



Analyst Groups prognos

# VÄRDERING

Josab verkar inom ett nischat område och har inga direkt jämförbara peers på den svenska börsen. En värdering av Josab går något utanför den traditionella mallen, motiverat av att Bolaget har flera olika verksamhets- och intäktsben, varför en typ av *sum-of-the-parts*-värdering tillämpas. Värderingen drivs primärt av följande övergripande faktorer.

- **Organisk tillväxt på befintliga marknader** - de finansiella prognoserna tar hänsyn till Bolagets förväntade utveckling på primärt den indiska marknaden, licens- och försäljningsavtalet av Aqualite till Kina, ytterligare orders i Ungern samt övriga fristående orders.
- **Utvecklingen av JV-bolaget i Kina** - JV-bolaget tillkommer genom att Beijing Win Fortune Technologies Ltd och Global Green Development Capital Management Beijing Ltd. blir delägare i Josabs befintliga helägda kinesiska dotterbolag Josab China Ecological Water Treatment Systems Co., vilket omregistreras till en ny bolagsform som lämpar sig för den formen av verksamhet i Kina, det s.k. JV-bolaget. Josab kommer att äga 49 % där Josab står för det tekniska kunnandet, vilket på sikt kommer att överföras på lokal personal, utveckling och R&D, vilket kommer JV-bolaget till del där det är anpassat för kinesiska förhållande. Hur JV-bolaget utvecklas, och vilket värde Josabs ägarandel kan avkasta, återstår att se. Likväl anser Analyst Group att den potential som finns via ägarandelen, motiverar en högre värderingsmultipl för Josab-aktien.
- **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 multipl.
- **Framtida tillväxtförväntningar** – vid tidpunkten för värderingen väntas Bolaget inte ännu vara i ett moget stadi. 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.

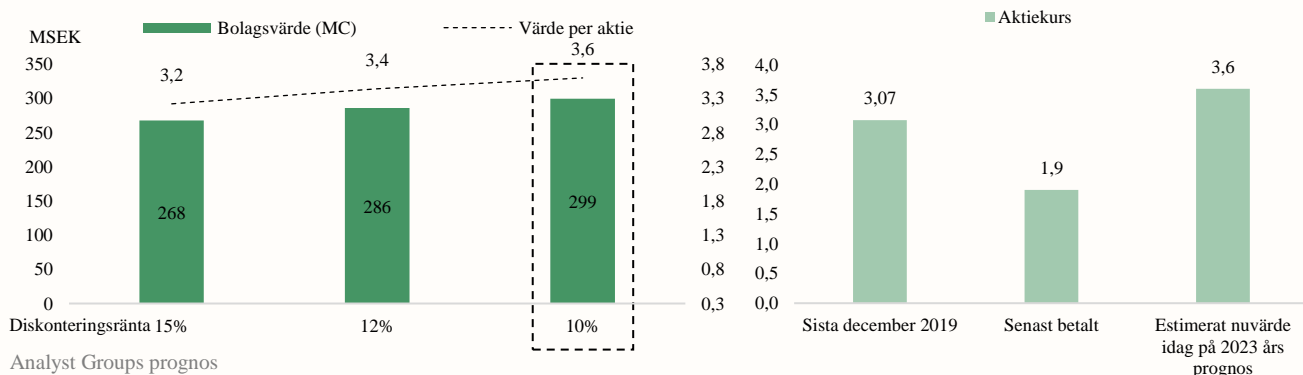
FLERA  
FAKTORER  
KAN  
MOTIVERA EN  
PREMIE I  
VÄRDERINGEN

**3,6 KR**  
PER AKTIE  
PÅ GJORD  
PROGNOS  
(BASE)

Givet en målmultipl om P/S 7 på Josabs prognostiserade omsättning om ca 54 MSEK år 2023 ger det ett bolagsvärde om ca 380 MSEK. Givet tillämpad målmultipl, och en diskonteringsränta om 10 %, motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 3,6 kr i ett Base scenario på 2023 års prognos.

Med tillämpad målmultipl ger det en potentiell uppvärdering till omkring 299 MSEK idag, motsvarande ett nuvärde om 3,6 kr/aktie.

Potentiellt värdering (nuvärde) på 2023 års prognos



Det kan inte uteslutas att Josab, utöver redan utestående optioner, kan komma att behöva ytterligare externa kapitalanskaffningar framgent. Med tanke på dagens karaktärsdrag är alternativ via aktiemarknaden mest troligt, t.ex. genom företrädesemission eller via riktad emission. Likt branschstandard kommer detta behöva ske till en marknadsrabatt, vilken vanligtvis brukar ställas i relation till en volymviktad historisk kurs under en viss föregående period av handelsdagar. I ett scenario där Bolaget skulle genomföra en kapitalanskaffning likt ovan, kommer det påverka värderingen. Det ska dock nämnas att om Josab utvecklas i linje med våra prognoser, är chanserna goda för att kapital kan inhämtas till en högre värderingsnivå än dagens rådande värdering.



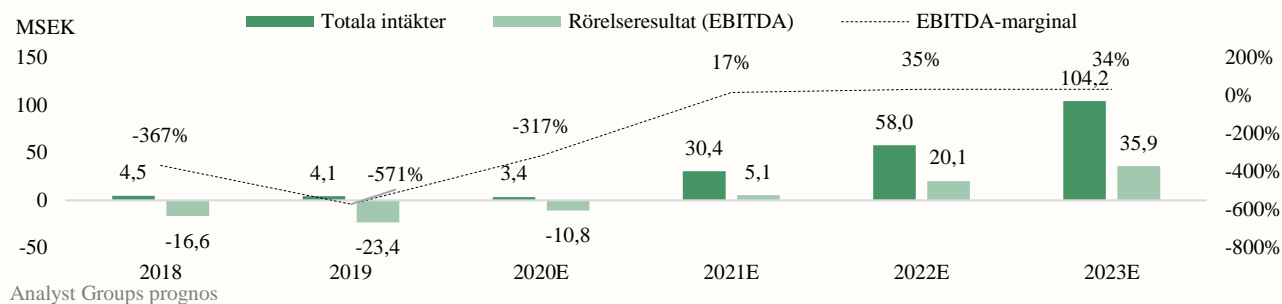
# BULL & BEAR

**7,0 KR**  
PER AKTIE  
PÅ GJORD  
PROGNOS  
(BULL)

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 ta fart igen under 2021 och 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. Gällande den kinesiska marknaden, i ett Bull scenario, överstiger mängden såld Aqualite de minimivåer som licensavtalet kräver under de inledande åren om totalt 1 400 ton Aqualite. Högre nivåer än just minimikraven kan anses rimligt, då ingen samarbetspartner skulle gå med på nämnda minimivolym om de inte tror att detta med hög sannolikhet kan nås. I ett Bull scenario estimeras Josab omsätta ca 104 MSEK år 2023 och nå *break even* redan under 2021. Baserat på en målmultipel om P/S 7, erhålls ett nuvärde idag om 7,0 kr per aktie på 2023 års prognos i ett Bull scenario.

I ett Bull scenario tar tillväxten i Indien fart igen, samtidigt som utvecklingen i Kina går bättre än väntat.

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal (Bull scenario)

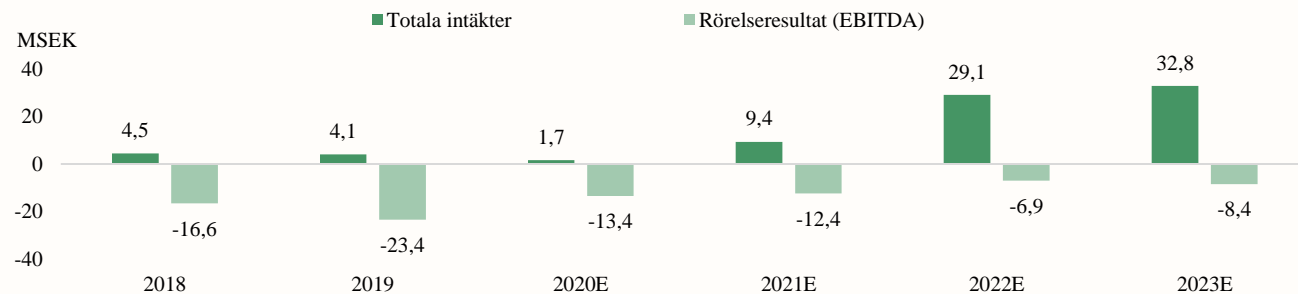


**1,4 KR**  
PER AKTIE  
PÅ GJORD  
PROGNOS  
(BEAR)

I ett **Bear scenario** väntas Josabs expansion i Indien gå sämre än väntat, där den förväntade expansionen snarare hamnar i en sidledes utveckling. 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 försäljningsvolym som krävs för att vara lönsamma. Gällande Josabs utveckling i Kina antas nämnda minimivolymerna hänförliga till licensavtalet för försäljning av Aqualite ännu gälla. I ett Bear scenario skulle det dock kunna tänkas att efterfrågan utöver minimikravet om 1 400 ton Aqualite över tre år förblir låg. Som en bidragande konsekvens blir då ytterligare en drivare i ett Bear scenario att JV-bolagets tillväxt kan bli lägre än vad som estimerats i ett Base- och Bull scenario, vilket såldes motiverar en lägre värderingsmultipel. I ett Bear scenario estimeras Josab omsätta ca 33 MSEK år 2023, men dras likväl med fortsatta förluster i verksamheten. Baserat på en målmultipel om P/S 5, erhålls ett nuvärde om 1,4 kr per aktie på 2023 års prognos i ett Bear scenario.

I ett Bear scenario har Josab det fortsatt kämpigt med den indiska marknaden, samtidigt som förväntade värdeökningen från Kina drar ut.

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal (Bear scenario)



# LEDNING & STYRELSE

Källa aktieinnehav: Holdings Modular Finance, 2020-03-31

## Henry Koskela, t.f. VD 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.

## Klaus Kalb, Styrelseordförande

Klaus har arbetat som finansdirektör inom Siemens, och har idag ett antal styrelseuppdrag i mindre och medelstora bolag. Klaus satt även i Josabs styrelse mellan åren 2012-2016.

## 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 International 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.

## Peter Fredell, Styrelseledamot

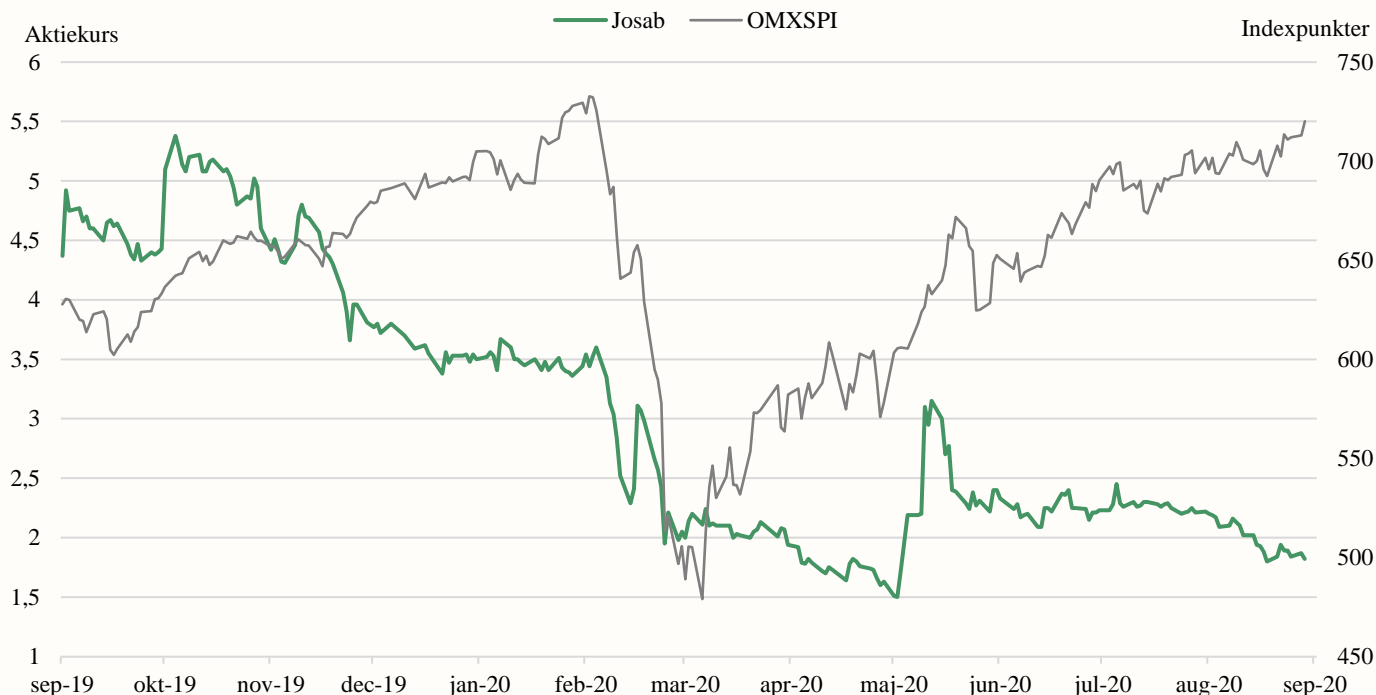
Peter började som optionsmäklare 1985 och har därefter haft en framgångsrik internationell karriär inom *investment banking* fram till 2011 då han accepterade jobbet som VD på Seamless som då var listat på First North. Peter tog det bolaget till stora listan och tog bolaget från en värdering på 60 MSEK till som mest 2,8 miljarder SEK. Han lämnade jobbet som VD på Seamless 2017 och har därefter köpt och sålt ett antal bolag och har sedermera ombetts, och accepterat roller som företagsledare för ett fåtal koncerner, däribland Vimab Holding AB där Peter på uppdrag av Scandinavian Creditfund 1 har rollen som VD och styrelseordförande.

## Wilfrid Balmer, Styrelseledamot

Wilfrid har en doktorsexamen i kemi med 25 års erfarenhet inom zeolitmaterial och katalysatorer tillämpade till miljöprocesser. Extern professor på University of Montpellier. Extern CTO i Josab sedan hösten 2018.

## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



Resultaträkning (tSEK)	2018	2019	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20
Nettoomsättning	4 005	2 765	1 092	1 544	877	492	360	607	1 349	449	358	316
Övriga rörelseintäkter	510	1 325	103	96	104	207	99	393	244	589	67	144
<b>Totala intäkter</b>	<b>4 515</b>	<b>4 090</b>	<b>1 195</b>	<b>1 640</b>	<b>981</b>	<b>699</b>	<b>459</b>	<b>1 000</b>	<b>1 593</b>	<b>1 038</b>	<b>425</b>	<b>460</b>
Råvaror och förnödenheter (COGS)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>4 515</b>	<b>4 090</b>	<b>1 195</b>	<b>1 640</b>	<b>981</b>	<b>699</b>	<b>459</b>	<b>1 000</b>	<b>1 593</b>	<b>1 038</b>	<b>425</b>	<b>460</b>
Bruttomarginal (adj.)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rörelsekostnader	-21 075	-27 460	-5 090	-5 091	-4 247	-6 647	-4 226	-4 989	-5 211	-13 034	-4 377	-2 761
<b>EBITDA</b>	<b>-16 560</b>	<b>-23 370</b>	<b>-3 895</b>	<b>-3 451</b>	<b>-3 266</b>	<b>-5 948</b>	<b>-3 767</b>	<b>-3 989</b>	<b>-3 618</b>	<b>-11 996</b>	<b>-3 952</b>	<b>-2 301</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	-816	135	-295	-338	-275	-312
<b>EBIT</b>	<b>-16 560</b>	<b>-23 370</b>	<b>-3 895</b>	<b>-3 451</b>	<b>-3 266</b>	<b>-5 948</b>	<b>-4 583</b>	<b>-3 854</b>	<b>-3 913</b>	<b>-12 334</b>	<b>-4 227</b>	<b>-2 613</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Ränteintäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Räntekostnader	-2 826	-1 314	-188	-620	-637	-1 381	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-19 386</b>	<b>-24 684</b>	<b>-4 083</b>	<b>-4 071</b>	<b>-3 903</b>	<b>-7 329</b>	<b>-4 583</b>	<b>-3 854</b>	<b>-3 913</b>	<b>-12 334</b>	<b>-4 227</b>	<b>-2 613</b>
Skatt	629	298	0	0	0	629	0	0	0	298	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-18 757</b>	<b>-24 386</b>	<b>-4 083</b>	<b>-4 071</b>	<b>-3 903</b>	<b>-6 700</b>	<b>-4 583</b>	<b>-3 854</b>	<b>-3 913</b>	<b>-12 036</b>	<b>-4 227</b>	<b>-2 613</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

# 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

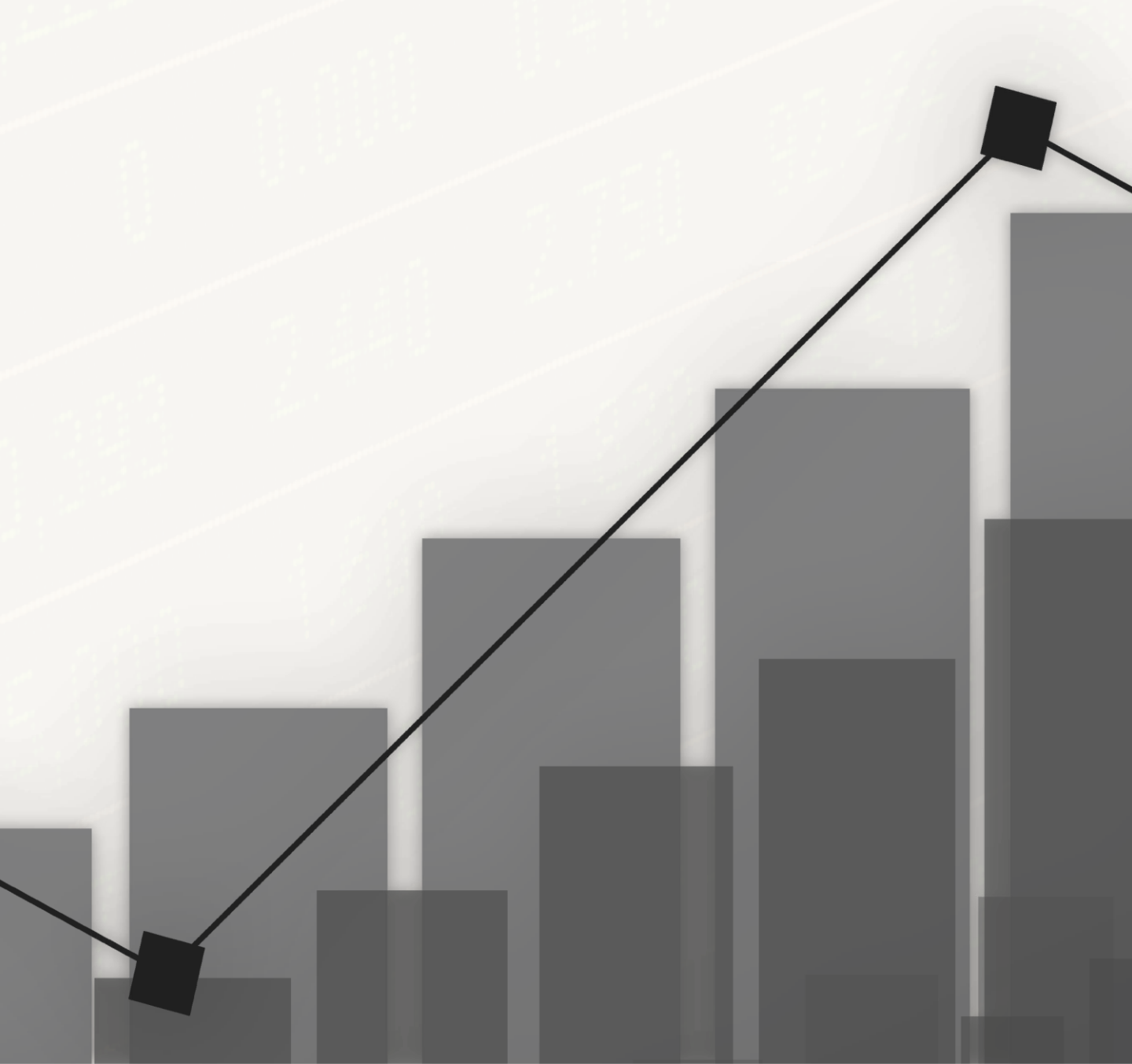
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Josab Water Solutions AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering 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 2014-2020). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund