

## Hartelex – tar den ryska bussmarknaden med storm...

- **Tullfrihet ger försprång gentemot konkurrenterna**
- **Det ryska behovet uppgår till 5,000 bussar – per år**
- **Prognostiserar en 20-procentig marginal**

### Sammanfattning

Göteborgsbaserade Hartelex har som affärsidé att erbjuda långfärdsbussar på den ryska marknaden, något som utomlands är en betydligt större produkt än i Sverige där vi har så pass mycket som 1,578 kilometer järnväg per miljoner invånare.

Trots att Ryssland är världens största land så omfattar hela landets järnväg endast 85,500 kilometer järnväg. För att kunna erbjuda en fungerande infrastruktur är således långfärdsbussar ett av de få alternativ som står till buds.

I dag är den ryska bussflottan tämligen åldersstigen, omodern och i behov av förnyelse. De underlag som Axier tagit del av visar på att det kommer att krävas omkring 5,000 nya bussar varje år, bussar som den inhemska industrin inte klarar av att tillhandahålla. Alternativet är således import, något som emellertid är belagt med höga skyddstullar. I dag ligger denna på 25 procent.

Hartelex har emellertid kommit runt detta problem, då bolaget i sin anläggning i den ryska enklaven Kaliningrad, sätter samman monteringsfärdiga bussar. Hartelex kan således erbjuda sina kunder en västerländsk buss till ett rysk pris, och på detta sätt kombinera det bästa av två världar. Trots ett pris som understiger konkurrenternas räknar ledningen med att den kan komma att rapportera en marginal om 20 procent per buss, eller strax under 40,000 Euro per buss som sätts samman.

Lyckas ledningen med att ta marknadsandelar så innebär detta att bolaget snabbt kan komma att bli en mycket lönsam aktör, något som gör att det finns utrymme för höga utdelningar. Det sistnämnda är något som bolaget VD redan nu talat sig varm för, och denne tror att de ackumulerade utdelningarna inom tre år kan överstiga emissionskursen.

<b>Antal aktier</b>	5 000 000*
<b>Notering</b>	Aktietorget
<b>Styrelseordförande</b>	Lars Stensman
<b>Största ägare (%)</b>	Per-Olof Hartelius 66,7%*
<b>Webb</b>	<a href="http://www.hartelius.se">http://www.hartelius.se</a>
<b>Market Cap</b>	31,25 Mkr*
<b>Risk</b>	Hög
<b>Potential</b>	Mycket hög
<b>Axiers rekommendation</b>	Teckna

## Beskrivning av verksamheten

Göteborgsbaserade Hartelex har som affärsidé att erbjuda långfärdsbussar på den ryska marknaden, något som utomlands är en betydligt större produkt än i Sverige där vi har så pass mycket som 1,578 kilometer järnväg per miljoner invånare.

Hartelex har etablerat ett eget dotterbolag i den ryska frihandelszonen Kaliningrad. Till denna ryska enklav monterar bolaget tullfria chassin från svenska Scania och karossen från brasilianska Comil. Dessa sätts sedan samman till monteringsfärdiga bussar. Dessa bussar registreras som ryska produkter vilket gör att Hartelex kan erbjuda sina kunder en västerländsk buss till ett rysk pris, och på detta sätt kombinera det bästa av två världar.

Trots ett pris som understiger konkurrenternas med så pass mycket som 35 procent räknar ledningen med att den kan komma att rapportera en marginal om 20 procent per buss, eller strax under 40,000 Euro per buss som sätts samman.

Konkurrenterna är tvungna att erlägga en tull vilket Hartelex slipper i och med att bolaget har en "rysk" produkt. Därmed har bolaget en betydande konkurrensfördel gentemot sina konkurrenter, ett försprång som bolaget kommer att fortsätta att inneha fram till och med 2016.

Hartelex har redan påbörjat sin produktion, två bussar är monterade och sålda. Det finns emellertid en betydande potential i marknaden, bolaget självt räknar med att det kan röra sig om som pass många som mellan 2,500 och 5,000 bussar som skall bytas ut årligen de kommande tio åren.

För närvarande genomför bolaget en emission för att kunna ta en betydande marknadsandel inom sitt segment. Kapitalet från nyemissionen ska användas för marknadsintroduktionen av företagets bussar på den ryska marknaden genom produktion av fyra eller fem visningsbussar och deltagande i mässor.

Hartelex har i dag ett samarbetsavtal med fordonsåterförsäljaren MAZ i Moskva som marknadsför bussarna på den ryska marknaden. Denna samarbetspartner tillhandahåller även efterservice på de sålda bussarna.

I samband med att en order tecknas betalar MAZ 25 procent av ordervärdet till Hartelex i Sverige. Därefter beställs karosserna och chassina från respektive producent. I samband med att dessa anländer till bolagets anläggning i Kalingrad påbörjas monteringen, men först då kunden erlagt ytterligare 50 procent av ordervärdet. Därefter monterar bolaget bussarna som sedan körs till MAZ i Moskva. "

I samband med detta erläggs slutbetalningen och bolagets upp till 20 procentiga marginal uppstår. Genom detta förfarande minimeras den risk

som Hartelex tar samtidigt som det uppstår ett minskat behov av rörelsekapital. Samtliga betalningsströmmar går genom det svenska moderbolaget, vilket gör att riskerna minimeras ytterligare.



Till den ryska frihandelszonen Kalingrad kan Hartelex fram till 2016 tullfritt importera chassin och karosser till bussar som sedan kan säljas som inhemska på den ryska marknaden.

## Aktien och emissionserbjudandet

### Ägarstruktur\*

Aktieägare	Antal aktier	Procent
Per-Olof Hartelius	3 335 000	50,68%
Per Lissbrandt	1 635 000	24,85%
Övriga styrelsen	30 000	0,46%
Föreliggande emission	1 580 000	24,01%
<b>Summa</b>	<b>6 580 000</b>	<b>100,00%</b>

I dag har inga löften avgivits av övriga styrelsen, men Axier skulle inte bli förvånade om dessa väljer att teckna sig för en del av den pågående emissionen.

\* Per den 31 december 2009 kompletterat med de för Axier senast kända uppgifterna Källa: Euroclear (f d VPC)

### Erbjudandet i sammandrag

**Emissionsbelopp:** 9,875,000 kronor fördelat på 1,580,000 aktier

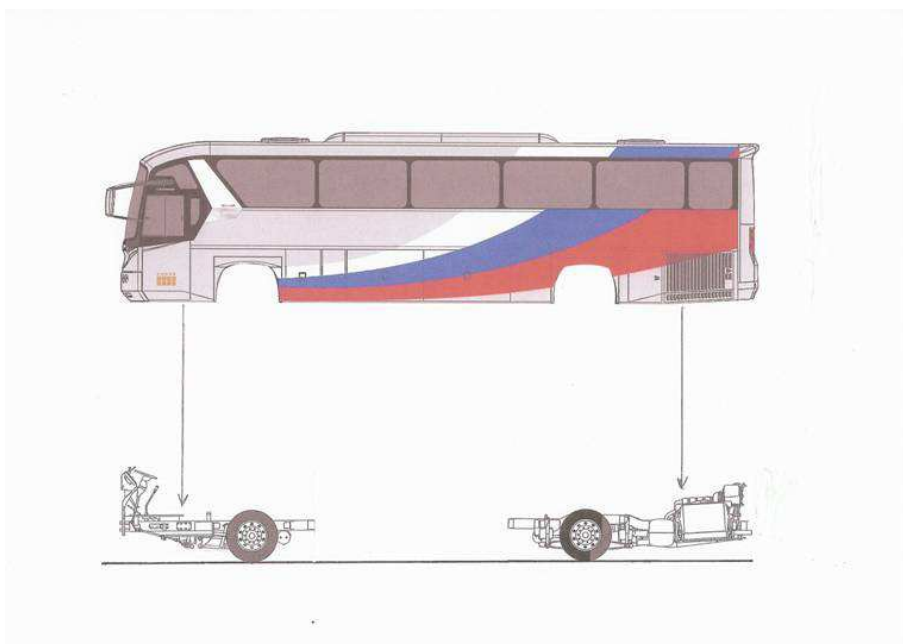
**Pris per aktie:** 6,25 kronor

**Teckningstid:** 12 februari – 8 mars 2010

**Tecknas i poster om:** 1,000 aktier

**Handel i aktien:** Aktien kommer att tas upp till handel på AktieTorget. Första handelsdag beräknas till den 29 mars 2010.

Bolaget räknar med att slutföra emissionen även vid en lägre teckningsgrad, och har villkorat teckningen till cirka 50 procent för att den skall fullföljas. Skulle teckningsgraden bli lägre än förväntat behöver detta inte innebära att bolagets prognoser fallerar i och med att det finns diskussioner med ett antal ryska köpare som redan visat intresse för mer än 400 bussar. Ännu så länge är inga avtal undertecknade.



*Hartalex affärsidé är att sammanfoga karosser från brasilianska Comil med karosser från svenska Scania. I och med att detta görs på plats i Ryssland innebär detta att bolaget kan saluföra sina bussar som ryska, vilket innebär att de är tullfria.*

## Ekonomiska data

### Resultaträkning i sammandrag

	2009	2008	2007
<b>Intäkter</b>	355	445	510
<b>Rörelsekostnader</b>	-92	-202	-319
<b>Rörelseresultat</b>	263	243	191
<b>Resultat före skatt</b>	81	70	57
<b>Resultat efter skatt</b>	59	47	41

*Samtliga belopp i Tkr*

Den historiska resultaträkningen säger inte särskilt mycket om Hartalex då den inte omfattar någon försäljning av Campione-bussar. Axier har emellertid tagit med denna då den visar på att bolaget har en historisk

vinstsvit att visa upp.

### **Balansräkning i sammandrag**

	2009	2008	2007
Materiella anläggningstillgångar	1	3	4
Finansiella	3	3	0
Omsättningstillgångar	12 139	10988	2050
<b>Summa tillgångar</b>	<b>12 143</b>	<b>10 994</b>	<b>2 054</b>
Eget kapital	264	205	158
Långfristiga skulder	9 031	8 800	0
Kortfristiga skulder	2 848	1 989	1 896
<b>Summa skulder och eget kapital</b>	<b>12 143</b>	<b>10 994</b>	<b>2 054</b>

*Samtliga belopp i Tkr*

Hartelex har i dag en skuld till Per Lissbrant, uppgående till drygt 9 Mkr. Denna skuld kan inte återbetalas innan dess att bolaget är kassaflödespositivt, och då endast med de vinstmedel som bolaget genererar. Amorteringen är begränsad till 30 procent av det årliga kassaflödet.

### **Risker och möjligheter**

En av de stora riskerna som Axier ser med att investera i mindre bolag på Aktietorget är att de sällan uppmärksammas i den omfattningen de förtjänar. Många av de bolagen som finns noterade på de mindre listorna beläggs därför med en riskpremie på grund av avsaknaden av information.

Axier förespråkar att de företag som noteras på de mindre listorna ägnar tid åt sina aktieägare och den finansiella kommunikationen gentemot dessa. Görs detta på ett korrekt sätt så kommer antalet aktieägare att öka, men framförallt kommer handeln att bli mer genomlyst. Bolag med alltför få aktiva ägare drabbas ofta av såväl en låg likviditet som en stor *spread*. En av riskerna med att investera i ett bolag som noteras på en av de mindre listorna är således att det kan vara svårt att sälja alltför stora poster vid ett tillfälle som en ägare önskar.



Ett exempel på Campione, den buss som Hartelex erbjuder på den ryska marknaden.

Den största risken som Axier ser med en investering i Hartelex är att bolagets prognoser varit alltför förhoppningsfulla. Axiers erfarenhet säger att det aldrig går som planerat med nya produkter, det uppstår alltid problem under resans gång. Dessutom sker verksamheten i ett helt annat land än det som ledningen befinner sig i vilket kan komma att medföra än fler problem. Axier konstaterar emellertid att bolaget VD har ett långt förflutet i det ryska affärslivet vilket torde minimera de problem som kan komma att uppstå.

Vi konstaterar att det i dag endast sålts två (2) bussar, men det finns i gengäld ett antal olika *letter of intents* som kan komma att utmytna i en kraftfull försäljning.

Det är bland annat ett av Gazproms dotterbolag som har indikerat ett intresse för i första hand 20 bussar, en order som i förlängningen kan komma att utökas med ytterligare 300 bussar.

Vidare har Avtoline, Moskvas största operatör inom kollektivtrafiken, lämnat en avsiktsförklaring om 100 bussar.

Målet är att montera 50 bussar under året, en siffra som sedan skall ökas till i första hand 120 stycken per år för att sedan fördubblas till 250 stycken. För att klara av detta måste emellertid ännu en produktionsanläggning adderas till den befintliga. Redan vid tolv monterade bussar, en per månad, räknar ledningen med att kunna redovisa ett positivt resultat. Vi ser således att det finns betydande potential för om en eller två av de indikerade förfrågningarna utmytnar i avtal.

Axier konstaterar vidare att det finns ett krav från de ryska myndigheterna

som säger att inga bussar som går i passagerartrafik skall få vara äldre än femton år. I och med detta innebär det att den ryska bussflottan måste bytas ut, något som gör att det kan komma att efterfrågas upp till 5,000 bussar årligen de kommande åren. De 120 bussar som Hartelex i första hand siktar in sig på att montera innebär då en marknadsandel om låga 2,4 procent.



*Dagens ryska bussflotta faller för åldersstrecket. I dag finns det krav på att de ryska bussarna som går i trafik inte får vara äldre än 15 år.*

## Axiers bedömning

Ryssland är med sina 17,075,400 kvadratkilometer världens största land, nästan dubbelt så stort som USA. Hela landet täcker elva tidszoner, och det ryska klimatet omfattar allt från subarktiskt klimat i Sibirien till monsunklimat i Fjärran östern. Landet är emellertid en av världens kallaste länder, den genomsnittliga temperaturen sträcker sig på sina håll så pass lågt som ned till minus 50 grader Celsius i januari månad. Det finns till och med städer där temperaturen sträcker sig så pass lågt som ned till minus 70 grader. Det kalla klimatet kräver således att de bussar som skall transportera befolkningen är driftssäkra och att de klarar av de låga temperaturerna.

Hartelex bussar bygger på ett chassi från Scania, och en kaross från brasilianska Comil, ett företag som har kopplingar till Scania. Spontant sett är det enkelt att förfasa sig över hur ledningen tror att en buss från det varma Brasilien skall klara av det kalla ryska vädret. Vad få tänker på är att Scania redan 1957 började tillverka bussar i detta land. Comil har ett långtgående och nära samarbete med denna busstillverkare vilket också borgar för att bussarna håller en hög kvalitet.

Just kvalitén tror vi kan komma att utgöra ett hinder, Scania säljer i dag främst statsbussar på den ryska marknaden, men säger att deras bussar "nästan är för bra för den ryska marknaden". Scania erbjuder emellertid inte långfärdsbussar som tillverkas i regionen i Ryssland, vilket gör att dessa bussar inte är ett alternativ till det som Hartelex erbjuder. Axier anser att det finns en betydande potential i den buss som Hartelex erbjuder – givet att bolagets försäljning kommer i gång.



*En rysk stadsbuss av märket PAZ av senare års modell. Av bilden att döma torde det finnas utrymme på marknaden för en buss liknande den som Hartelex erbjuder.*

*\*Axier Equities har av styrelsen i Hartelex AB (publ) anlåtats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacering och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

*Ingen av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Hartelex AB (publ). Samtliga eventuella förändringar av innehav i Hartelex AB (publ) kommer att rapporteras löpande.*



## Ansvarsbegränsning

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

## Disclaimer

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

## Intressekonflikter

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

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

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

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

## Axier Equities lämnar inte investeringsråd

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

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

## Källor

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

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

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

## Important notice

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

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

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

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