



2009-03-03

Uppdragsanalys



## En procent räcker för en djärv järv...

- Miljökrav gynnar SnoWolverine
- Revolutionerar en 50 miljardersmarknad
- Satsning på legotillverkning minskar kapitalbehovet – och riskerna
- En procents marknadsandel ger rejält genomslag på resultaträkningens sista rad
- Sista dagen att teckna sig inför introduktionen är 17 april

### Sammanfattning

Efter fem år utveckling är den svenska snöskotern SnoWolverine äntligen klar. Bolaget står nu inför den spännande uppgiften att ta marknadsandelar på en mångmiljardmarknad, samtidigt som bolaget skall noteras på Aktietorget. I samband med detta genomför bolaget en nyemission.

Redan i år börjar företaget att leverera sina första snöskotrar, till två stycken svenska uthyrningsfirmor, och intresset för den första svenska snöskotern sedan 1990 är redan stort. För att få en jämn beläggning i verksamheten utför bolaget legoarbeten inom rörbockning, svetsning och vattenskarvning. Förutom att bidra med en årlig omsättning om 7 Mkr också gör SnoWolverine till en självförsörjande enhet som redovisar vinst.

Trots det bistra klimatet på kapitalmarknaderna gör en emission med en påföljande notering på Aktietorget. Axiers uppfattning är att SnoWolverine klarar av att redovisa vinst enbart på legotillverkningen. Så fort massförsäljningen av snöskotrar kommer igång kommer bolaget att kunna klara av att redovisa en kraftfull vinstutveckling.

Antal aktier (före emissionen)	6,25 miljoner
Notering	Aktietorget
VD	Anders Sterner
Största ägare (%)	AS Building AB, 58 % (före emissionen)
Webb	<a href="http://www.snowolverine.se">http://www.snowolverine.se</a>
Market Cap	20,87 Mkr
Axiers rekommendation	Teckna
Risk	Medel
Potential	Medel till hög

## Beskrivning av verksamheten

Verkstadsföretaget SnoWolverine har sedan starten 2003 utvecklat den första svenska snöskotern på snart trettio år. Skotern baseras på en helt ny teknikplattform som bygger på tretton patent och patentansökningar. Dessutom erbjuder skotern användaren nya lösningar inom chassi-, transmissions- och motorkonstruktion. Skoterns försäljningspris ligger i det övre prissegmentet, kring 200,000 SEK. Axier gör bedömningen att det finns förutsättningar att anta att den kommer att kunna saluföras till detta pris. Redan inför säsongen 2009/2010 har bolaget omkring 160 intresseanmälningar från intresserade köpare, trots att ingen marknadsföring skett.

*Första svenska  
snöskotern på  
30 år.*

På sikt bedömer vi även att det kommer att produceras en billigare version av samma snöskoter, vilket är realistiskt att tro, särskilt då vi jämför med övrig fordonsindustri. Bolaget säger självt att det har för avsikt att bredda produktportföljen, bland annat genom framtagande av *touring* och *utility* skotrar. Det finns inget uttalat om prisnivån på dessa.

Under 2005 stod den första prototypen klar och sedan dess har 28,5 Mkr investerats i verksamheten. Kapitalet har tillförts för att säkra den fortsatta utvecklingen men också för att bygga upp en egen tillverkningsindustri. Denna är främst inriktad mot rörböckning, vattenskarving, skärande industri och avancerad svetsning. Sammanlagt har bolaget i dag 15 anställda som tillsammans bidrar till en omsättning på cirka 7 Mkr.



*\* Namnet SnoWolverine som betyder snöjäv, har sitt ursprung i järvens oöverträffade förmåga att ta sig fram i snö. Järven är Skandinaviens största mårddjur, men förekommer även på bolagets framtida marknader. Järv förekommer runt hela det norra halvklotet, inklusive Alaska och Kanada. Järven tar sig fram både på tundran och i norra delen av skogsbältet. I Sverige förekommer den så långt söderut som ända till Dalarna. Namnet passar därför på både bolagets egenutvecklade skoter som företagsnamn.*

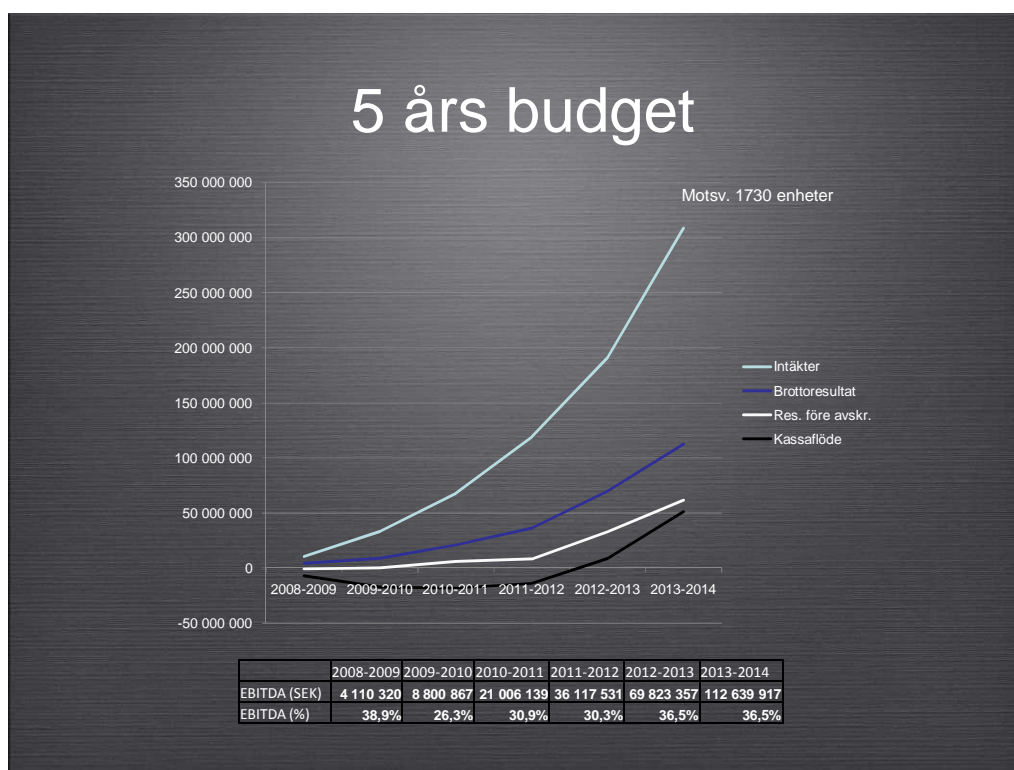
Under innevarande år skall bolaget kommersialisera skotern, vilket till att börja med endast skall ske på den svenska marknaden. På sikt är tanken emellertid att marknadsföring skall ske även i Nordamerika och de nya marknaderna Kina och Ryssland. Ingen av dessa aktiviteter kommer emellertid att äga rum under de tre närmaste åren. Bolagets ledning anser att den svenska marknaden anses vara tillräckligt stor för att kunna sysselsätta SnoWolverine under de kommande åren. Även de norska och finska marknaderna är intressanta och kommer bearbetas försiktigt.

*Den svenska marknaden är tillräckligt stor för att ge vinst.*

Inom ramarna för satsningen för den snöskoter som SnoWolverine tagit fram bedriver bolaget legotillverkning till möbel-, handikapp- och fordonsindustrin. Det är denna satsning som gjort att bolaget redan i dag klarar av att redovisa vinst. Strategin har varit att satsa på att bygga upp en tillverkningsindustri redan innan dess att skotern varit färdigutvecklad.

All prototyp och förserieproduktion har kunnat hanteras internt, samtidigt som legoproduktionen har bidragit med värdefulla kassaflöden. Satsningen har medfört att SnoWolverine är en självförsörjande enhet, och endast behöver köpa in en mindre andel av externa underleverantörer. Beroendet av dessa minskar således.

*Egen satsning på legotillverkning ger positivt resultat och utvecklar den egna kompetensen*



## Marknad

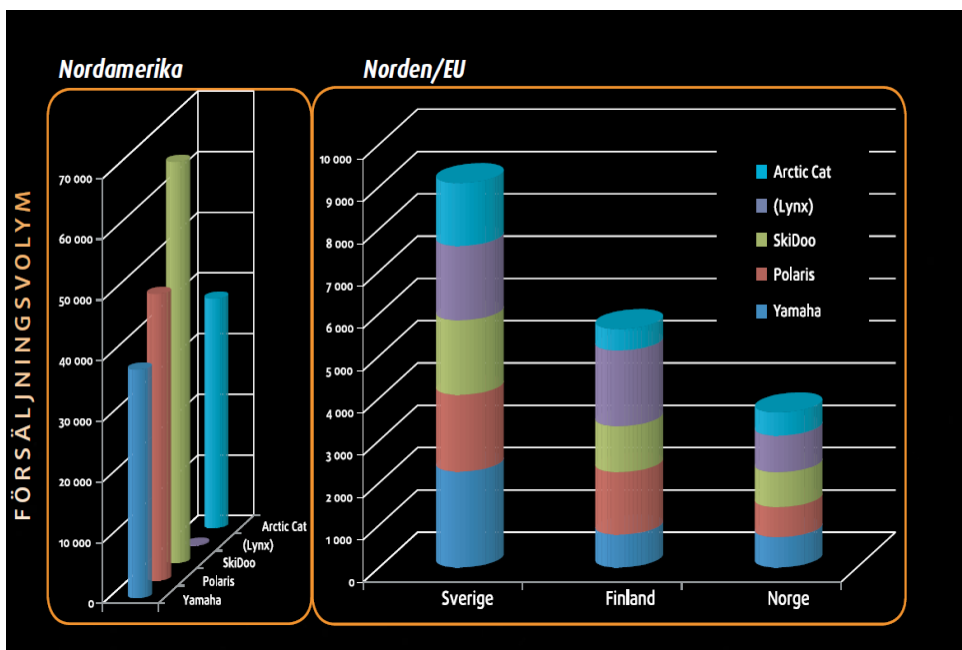
I dag omsätter branschen cirka 50 miljarder SEK i Nordamerika och Europa, fördelat på huvudsakligen fyra aktörer. Av dessa 50 miljarder utgör en tredjedel nyförsäljning, vilket visar på att det finns en potential för den marknad som SnoWolverine försöker slå sig in på.

*Branschen omsätter 50 miljarder SEK – varje år*

De kinesiska och ryska marknaderna är inte tillräckligt väl utvecklade för att det skall vara relevant att ta med dessa delmarknader i en översikt. Axier gör bedömningen att dessa två marknader kommer att öka i betydelse i takt med framväxandet av en allt mer kapitalstark medelklass. En ytterligare följd är att det är troligt att anta att vinterturismen kommer att öka i dessa länder. Ett sådant scenario gynnar skoterförsäljningen.

Totalt sett säljs det i Sverige 10,000 nya skotrar per år, vilket utgör cirka fem procent av det totala svenska beståndet. I närliggande länder som Norge och Finland säljs tillsammans lika många skotrar varje år. En stor del av de snöskotrar som finns ute på marknaden i dag är tvåtaktsmotorer, varför Axier i sin prognos har antagit en marknad om 10,000 sålda skotrar totalt. Vi tror också att det är realistiskt att anta att SnoWolverine inom fyra år har uppnått en marknadsandel om mellan fyra och fem procent av den skandinaviska nyförsäljningen. Bolaget tror själv på en dubbelt så hög marknadsandel men har då inte tagit med Norge eller Finland i sina prognoser.

*Svenska skoterbeståndet uppgår till 200,000 skotrar*



I och med att det globalt förs diskussioner om förändrade lagrum där bland annat miljöpåverkan får en ökad betydelse är det rimligt att anta att fler och fler skotrar av nyare sort kommer att säljas. Samma synsätt har redan anammats av kunder inom såväl fordons- som vitvaruindustrin.

## Konkurrenter

Sverige är i dag inte representerat bland existerande tillverkarna av snöskotrar, detta trots att den svenska marknaden enligt SnoWolverines ledning är den största i världen, sett till befolkningsmängden. Inte sedan 1990 då Ockelboskotern slutade att tillverkas har det funnits en svensk tillverkare på marknaden.

*Endast fyra konkurrenter på marknaden*

Under 70-talet fanns det omkring 150 tillverkare av snöskotrar i världen, men som en följd av att kanadensiska *Can-Am* köpte upp motortillverkaren *Rotax*, i ett försök att konsolidera branschen och stärka sitt eget varumärke blev det svårare för oberoende företag att marknadsföra sina produkter. Kvar blev fyra företag som i princip har hela marknaden.

- **Artic-Cat** baserat i Kanada, omsatte 2002 4,7 miljarder SEK, vilket resulterade i en vinst om 267 MSEK. Med sin marknadsandel om 17 procent utgör detta bolag det minsta varumärket i Sverige.
- **Can-Am** från Kanada har två varumärken, *Ski-Doo* och *Lynx*, vilka har marknadsandelar om 17,5 respektive 24 procent globalt. Bolaget omsatte 14,7 miljarder SEK 2002, med en vinst om 837 Mkr. Under 2003 såldes bolaget av konglomeratet Bombarier för 7,3 miljarder SEK. vad som inte framgår av memorandumet är att Can-Am delat upp världen mellan dessa märken. *Ski-Doo* finns främst på den nordamerikanska marknaden, medan *Lynx* i huvudsak tillhandahålles i Europa. Can-Am är SnoWolverines största konkurrent.
- **Polaris** är ett nordamerikanskt företag som även säljer ATV:er. Bolagets marknadsandel uppgår till cirka 18 procent. Under 2002 omsatte bolaget 12,4 miljarder SEK, med ett slutresultat om 850 MSEK.
- **Yamaha** är det bolag som SnoWolverine ser som sin största och allvarligaste konkurrent. Yamaha är både ledande och mest pådrivande inom tillverkning av fyrtaktsmotorer. En uppskattning tyder på att bolaget har en marknadsandel om cirka 23,5 procent.

*Endast två konkurrenter med egna 4-taktsmotorer*

## Ledning, styrelse och ägare

I dag har SnoWolverine en styrelse som består av fyra personer, dels två stycken advokater, Richard Åkerman och Douglas Bigosinski, dels av bolagets grundare, tillika VD, Anders Sterner. Dessa kompletteras av Johan Frilund, till vardags VD i Sensys Traffic, noterat på Nasdaq OMX Small Cap lista. Det är Axiers åsikt att styrelsen genom att ta med denne i styrelsen har förberett sig noga inför den pågående noteringen. Det är få bolag som klarar av att genomföra en övergång från ett privat bolag till ett noterat sådant utan att det uppstår problem. Att därför dra fördel av andras erfarenheter ser vi som en styrka.

*SnoWolverine har sedan start haft börskompetens i styrelsen*

De två advokaterna är för oss okända kort, i alla fall i noterade sammanhang, men efter

vad Axier sett så bidrar de en hel del. Det är vår bedömning att dessa får göra skäl för sina styrelsearvoden genom att bistå dels i noteringsprocessen, dels i fråga om de olika patent och patentansökningar som bolaget har. Patentträtt är besvärligt och inget som gemene man klarar av.

Grundaren, tillika VD Anders Sterner har ett förflutet inom den amerikanska *SanMina*-koncernen, som sig på att köpa upp underentreprenörer och legotillverkare, bland annat Anders gamla arbetsgivare Segerström & Svensson.

*Ledning med  
erfarenhet av  
att driva  
komplexa  
verksamheter*

Som vanligt reagerar vi på att bolagets VD sitter i styrelsen. Axier tycker inte att VD har där att göra, eftersom det i vissa fall är så att styrelsen skall kunna diskutera dennes arbete, vilket kan bli svårt då denne sitter med. I detta fall är emellertid Anders Sterner dessutom huvudägare, och det är i form av huvudägare han har styrelserepresentation.

Vi konstaterar dessutom att Sterner inte är berättigad till några arvoden för detta uppdrag, vilket vi på senare tid sett att andra bolag har låtit sin anställda VD få. Vi nöjer oss med att konstatera att vi inte hade accepterat Sterners representation i ett större bolag, men att det i ett mindre entreprenörsstyrt bolag kan detta passera. Efter det samtal vi hade med Anders Sterner så har Axier insett att denne delar vår uppfattning, och att denne på sikt inte är främmande för andra lösningar.

Styrelsen själv anser att den ännu inte har en optimal sammansättning, och har därför för avsikt att öka denne med en person med en uttalad kompetens inom konsumentmarknad. Det är uppfriskande med styrelser som vet med sig att de saknar kompetens på vissa delområden. Axier anser emellertid att styrelsen borde ha kompletterats redan innan noteringen.

I vissa fall har vi sett hur tekniker utvecklar produkter som är bra, men som inte alltid är vad kunderna efterfrågar. Detta sker även hos större företag, vi har bland annat sett detta i fråga om de telefoner som Ericsson utvecklade i egen regi.

Namn	Aktier	Ägarandel, %
As Building	3,640,400	58,25
Value Management	1,149,600	18,39
Agdela Trading	1,125,000	18,00
Övriga	335,000	5,36
<b>Totalt</b>	<b>6,250,000</b>	<b>100,00</b>

Ovanstående tabell beskriver aktuella ägarförhållandena innan emissionen. I den pågående emissionen inbjuder bolaget till teckning av högst 2 100 000 aktier av serie B,

till kursen 3,34 SEK.

Noteringen är villkorad av att bolaget får in 4,5 MSEK. Vi gör en jämförelse med den emission Stormfågeln gjorde för ett antal år sedan. Axier noterar att detta företag utan större problem fick sin emission fulltecknad, främst eftersom bolagets potentiella och framtida kunder såg vilka fördelar detta företag och dess framtida produkt erbjöd.

Det marknadsläge som rådde då Stormfågeln valde att notera sin aktie var emellertid betydligt bättre än de som föreligger just nu varför jämförelsen inte är helt perfekt. I gengäld kan pekas på att den produkt som SnoWolverine utvecklat kommer att finnas tillgänglig för slutkonsument redan under innevarande år.

Axier tror att många slutanvändare är intresserade av att ta del av utvecklingen av detta företag, och gör bedömningen att dessa kommer att teckna sig en ganska omfattande andel. Detta gynnar bolaget kortsiktigt då det tar in kapitalet, men kan på sikt ha en hämmande effekt på handeln då dessa ägare kan antas göra investeringen med hjärtat istället för med plånboken.

## Resultat och prognoser

Hur innevarande års resultat blir är i dag svårt att sia om, främst beroende på att Axier inte vet hur bolagets revisor vill att kostnaderna för noteringen skall hanteras. En notering är som vi alla vet en komplicerad och kostsam affär, och ett bolag har två sätt att hantera denna kostnad på. Det kan endera skriva av denna kostnad direkt mot det egna kapitalet, alternativt ta upp denna i resultaträkningen varvid en avdragsgill kostnad uppstår.

Kassaflödesmässigt sett är det ingen skillnad, utöver det att bolagets skattekostnad minskar i det senare fallet. Axier förespråkar det sistnämnda alternativet även om det ger en sämre bild av bolagets operativa resultat. Fördelen med att vara tydlig mot aktieägarna överväger emellertid.

Lämnar vi denna kostnad därhän, ser vi att bolaget kommer att redovisa ett minusresultat i år. Orsakerna till detta är att så pass mycket energi lagts ned på såväl emission, påföljande notering som att öka marknadsföringsinsatserna för kommande säsonger. Andra förklaringar till att resultatet kommer att bli negativt är den försiktighet som ledningen för SnoWolverine uppvisar. Istället för att sälja de knappa tjugotalet snöskotrar som finns klara, så har ledningen valt att hyra ut dem till två stycken skoteruthyrare mot att dessa används som referensobjekt och är SnoWolverine behjälpliga med den framtida utvecklingen av maskinerna. Detta ger kortsiktiga negativa effekter på SnoWolverines resultat men bör i gengäld ge en bättre skoter då många barnsjukdomar upptäcks i tid.

Utan dessa två faktorer skulle SnoWolverine klara av att redovisa ett positivt resultat även i år. Bolaget har också valt att göra stora nedskrivningar, närmare 2,7 Mkr, vilket kommer att minska det redovisade resultatet. Notera att det inte kommer att ha någon

*Omkring 20 skotrar i år, och leveransen av ytterligare 120 påbörjas i höst*

effekt på kassaflödet. I grunden är det emellertid en mycket stark prognos som läggs fram i memorandumet, med en prognos om en bruttomarginal på nästan 40 procent. De tidigare årens resultat tyder på att detta är ett realistiskt mål även för framtiden.

	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
<b>Snöskoter</b>	2 560	18 400	50 064	95 226	163 144
<b>Legotillverkning</b>	8 000	15 000	18 000	24 000	28 000
<b>Totala intäkter</b>	<b>10 560</b>	<b>33 400</b>	<b>68 064</b>	<b>119 266</b>	<b>191 143</b>
<b>Kostnader</b>	6 450	24 600	47 057	83 148	121 320
<b>Bruttoresultat</b>	4 110	8 801	21 006	36 117	69 823
<b>Bruttomarginal</b>	38,9 %	26,3 %	30,9 %	30,3 %	36,5 %
<b>Resultat e skatt</b>	-2 891	-3 144	2 596	3 176	21 043
<b>Nettomarginal</b>	-27,4 %	-9,4 %	3,8 %	2,7 %	11,0 %
<b>Resultat/aktie (SEK)</b>	-0,35	-0,37	0,31	0,38	2,52
<b>Sålda skotrar</b>	16	115	313	595	1 020

Samtliga belopp i Tkr. Ovanstående prognos bygger på att bolaget tillförs ett kapital motsvarande 7 Mkr i vid nyemission och kvittningsemision. Det kan inte uteslutas att ytterligare ett kapitaltillskott kan komma att behövas innan företaget uppnått prognostiserat resultat.

## Möjligheter och risker

Den fastighet som bolaget i dag äger i Sveg är stor och har utvecklingspotential då det finns obebyggd mark på denna vilket möjliggör en framtida expansion. I dag har SnoWolverine endast 15 personer anställda. På sikt skall det vara möjligt för bolaget att växa utan att behöva flytta sin verksamhet. Sammanlagt beräknas Anders Sterner kunna sysselsätta upp till 60 personer och tillverka upp till 1,500 skotrar per år i denna lokal.

*Utrymme att växa, bolaget klarar att expandera sin produktion kraftigt*

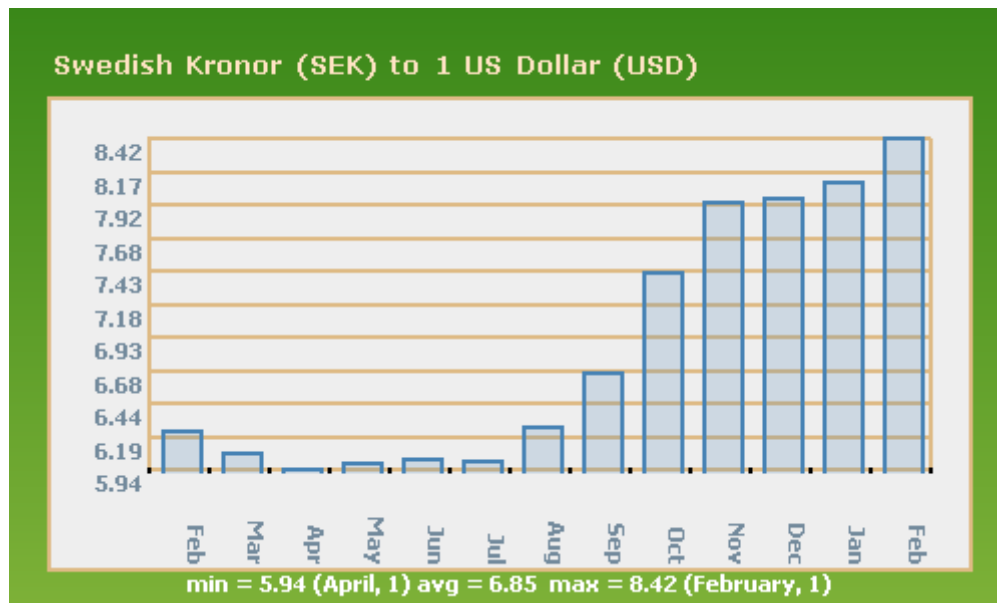
Skulle bolaget inte ta så pass stor andel som prognostiseras går det att på ett enkelt sätt konvertera ytorna till legoproduktion. Axier bedömer detta som en styrka, och att det därmed inte föreligger alltför stora investeringar i en specialanpassad produktion. Det är också möjligt att tredubbla den befintliga produktionsanläggningen på den mark



bolaget äger.

En av de möjligheter som kan komma att gynna SnowWolverine är valutornas påverkan på priset till slutkund. Under det senaste året har den amerikanska dollarn stigit med trettio procent gentemot den svenska kronan. Även andra valutor har följt med i denna utveckling. I och med att en snöskoter är en ganska dyr investering i sig så måste priset på en importerad skoter öka för att den svenska återförsäljaren inte skall tvingas sälja dessa med förlust. Därmed är det som vid första anblicken ser ut som en ganska dyr svensktillverkad produkt helt plötsligt inte längre så pass dyr.

*Den stigande dollarn har gjort utländska skotrar betydligt dyrare.*



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. Av vad Axier sett av bolagets VD Anders Sterner hittills så gör vi bedömningen att denne kommer att arbeta synnerligen pro-aktivt med dessa frågor, inte bara i fråga om att göra bolagets skoter känd, utan även för att bidra till att tillhandahålla finansiell information till sina aktieägare.

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.

En annan risk vi ser är att bolagets prognoser varit alltför förhoppningsfulla. Axier är efter att ha studerat marknaden och snöskotern ganska övertygade om att så inte är fallet, men vi är inte experter på snöskotrar. Vi anser därför att det är på sin plats att alltid behandla en försäljningsprognos som just en prognos. Är det dessutom fråga om

ett nytt varumärke är det dessutom ännu svårare att göra relevanta prognoser om framtiden.

Produkten kan vara bra, men uppnås inte en tillräckligt hög marknadsacceptans är det svårt att sälja denna. Räcker det köpintresset som bolaget kan skapa hos *early adopters*, till att övertyga även andra köpare om skoterns förträfflighet? Vi har skrivit mer om detta under stycket Axiers bedömning.

*Stort intresse från early adopters*

Vi vet inte i dag om bolaget verkligen kommer att kunna attrahera köparna, och om dessa i slutändan verkligen är villiga att betala för att äga en skoter utan historik. Marknadsundersökningar i all ära, men de är just marknadsundersökningar och det är först då det finns skotrar till försäljning som vi kan göra en bedömning om trovärdigheten i dessa. Det kan komma att visa sig att köparna inte är beredda att satsa så pass mycket som SnoWolverine prognostiserat.

Den sista punkten vi vill peka på är kapitalet, eller mer korrekt, bristen på kapital. I dag har bolaget inte avsatt medel för olika garantiåtaganden, vilket gör att det kan uppstå ett framtida problem om det skulle visa sig att dessa behövs. Axier gör den bedömningen att den strategi bolaget valt, att inte starta massproduktion utan att försiktigt utvärdera årets försäljning, gör att behovet av en garantifond kommer att minska men vi anser att denna fråga är viktig och vill se att bolaget i kommande rapporter avsätter medel för detta.

## **Axiers bedömning**

Vid första anblicken ser detta ut att vara ett *en-produkts-företag*, och vi ägnade lång tid åt att titta närmare på detta företag innan vi valde att gå vidare med denna analys. Axier anser nämligen att det memorandum som tagits fram inför emissionen till viss del underskattar SnoWolverine och dess framtida intäktsmöjligheter.

*Satsar på en marknadsandel på en procent – hälften av vad Ockelbo hade med en sämre skoter*

På den resultatbudget som finns på sidan 32 anger bolagets styrelse sin prognos för verksamheten till och med 2013. Ambitiöst men vi är tveksamma till om inte dessa siffror måste revideras, både uppåt och nedåt.

Under de sista åren i denna budget skall bolaget försöka sig på att marknadsföra sin snöskoter på den Nordamerikanska marknaden, och det är otroligt svårt att förutsäga om det verkligen är realistiskt att anta att de redan det första året kan komma att sälja så pass många som 700 skotrar i USA och Kanada.

Siffran kan emellertid visa sig vara alltför låg också, särskilt med tanke på det teknik- och paradigmskifte som just nu pågår i branschen. Tittar vi på marknadsandelen är den långt ifrån orealistiskt att anta att SnoWolverine skall kunna ta en marknadsandel om en procent. Svenska Ockelbo hade en dubbelt så stor marknadsandel 1990 då de lade ned sin tillverkning, och detta med en snöskoter som var har en lägre teknikhöjd än den som SnoWolverine marknadsför. Parallellen är emellertid inte helt enkel att dra, eftersom Ockelbo funnits en längre tid och därför hade uppnått en högre

marknadspenetration och varumärkeskännedom än vad en helt ny produkt kan förväntas erhålla de första åren.

Vad Axier däremot observerar är att bolaget inte tagit med någon prognos för eftermarknaden. Bara i Sverige omsätter eftermarknaden drygt 2 miljarder SEK, globalt sett uppgår denna till 30 miljarder SEK varje år. Vi anser därmed att det finns en viss försiktighet i de prognoser som presenterats för oss. Utmärkande för de flesta typer av eftermarknader är att det här som bolagen tjänar sina pengar. Vi tror sålunda att SnoWolverine kan komma att överraska, och att kringprodukterna kan komma att bidra med en betydande del i fråga om både omsättningen som resultat, och det redan initialt. Vi vet att redan i dag så säljer bolaget främst reservdelar men också eftermarknadsprodukter, främst till åkare som önskar anpassa sina egna fordon. Marginalerna på detta område är mycket goda, i många fall bättre än den för den ursprungliga produkten.

*Eftermarknaden  
kan ge  
betydande  
kapitaltillskott*

I och med att ledningen har visat prov på gott omdöme så har de valt att inte lägga samtliga ägg i en och samma korg. En av de försiktighetsåtgärder denna valt är att utveckla sin legotillverkning, för att på detta sätt se till att finansiera utvecklingen av sin snöskoter. Det är egentligen först 2011 som dess betydelse kommer att minska så pass mycket att dess betydelse inte längre kommer att ha en signifikant påverkan på resultatet.

Det är Axiers uppfattning att legotillverkningen inte kommer att bidra till någon större del av resultatet på längre sikt dvs då snöskoterns högre marginaler kommer att stå för en allt större del av resultatet, men vi anser att denna verksamhet inte skall underskattas. Det finns bevisligen pengar att tjäna här, och ledningen för SnoWolverine har erfarenhet av legotillverkning så de vet vad de gör. Risker minskar sålunda betydligt i och med att bolaget kan stödja sig på detta ben även om försäljningen av snöskotern skulle fördröjas.

*Försiktig  
ledning sprider  
riskerna och  
satsar på  
legotillverkning  
med  
plusresultat*

Att försöka räkna ut en prognos på bolaget är svårt då vi inte vet hur pass stor del av emissionen som tecknas, en faktor som har stor betydelse för att kalkylera vinst per aktie. Antar vi att emissionen blir fulltecknad så kommer antalet aktier att uppgå till 8,35 miljoner stycken, vilket ger ett totalt marknadsvärde om 28 Mkr på en värdering om 3,34 SEK per aktie, dvs emissionskursen.

Justerat för extraordinära poster som noteringen, och givet att bolaget kan sälja ett tjugotal snöskotrar per år istället för att hyra ut dem, samt räknar bort de stora avskrivningarna som uppgår till nästan tio procent av bolagets marknadsvärde, ser vi att detta är en kassamaskin. Justerat för dessa siffror skulle detta bolag generera närmare 3,3 Mkr till sina aktieägare, knappa 12 procent eller ett p/e tal på omkring nio. Detta förfaringssätt är emellertid inte realistiskt att använda sig av. Det tar inte hänsyn till den tillväxten som finns i företaget.

Vi väljer därför att lämna de första två åren därhän, det kommer vara först 2010 som vi ser hur vinsterna börjar komma bolaget och dess aktieägare till godo. Vi ser därför

längre fram, och använder oss av den prognos som bolaget själv angivit i sitt memorandum. Axier anser emellertid att SnoWolverine underskattar intäkterna, bland annat från eftermarknaden som inte alls finns med i dessa siffror. Vi noterar även att någon hänsyn inte tagits till skatter varför en skattebelastning om 28 procent är för hög. Mindre saker emellertid, och vi väljer att inte fördjupa oss i detta. Med fyra miljoner i avskrivningar så tror sig bolaget kunna redovisa en vinst efter skatt på 2,6 Mkr. P/e talet ser således bättre ut, det hamnar kring tio, utan några som helst justeringar.

Kassaflödet ser vi emellertid som betydligt viktigare Stämmer dessa siffror så betalar sig tillväxten redan inom något år. I detta läge kommer SnoWolverine att betalas till knappt fyra gånger det årligen generade kassaflödet.

Bolagets VD, Anders Sterner, säger *potentialen är enorm, tar vi en procent av marknaden så gör vi rejält med pengar*. Axier kan inte annat än att hålla med, vi ser fram emot att ta del av de kommande årens utveckling från Järven. Vi tror också att då bolaget väl är uppe på banan och har ett antal färdiga skotrar ute på marknaden så är det inte orimligt att anta att det kommer att dyka upp propåer från andra tillverkare, endera om samarbeten, licenstillverkning eller kanske rent av uppköp? Det sistnämnda låter vi vara osagt, men siffrorna talar sitt tydliga språk, det finns pengar att hämta i snöskoterbranschen, i alla fall för långsiktiga och uthålliga investerare med uthållighet.

*Tar vi en procent av marknaden så gör vi rejält med pengar säger VD*

### **Ansvarsbegränsning**

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

### **Disclaimer**

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

### **Intressekonflikter**

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

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

- annonsering via banners och utskick
- sponserbevakning, sponserbevakningen är en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan innehålla 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**

Analyser 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 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.