

Vindico Security – Låt expansionen börja

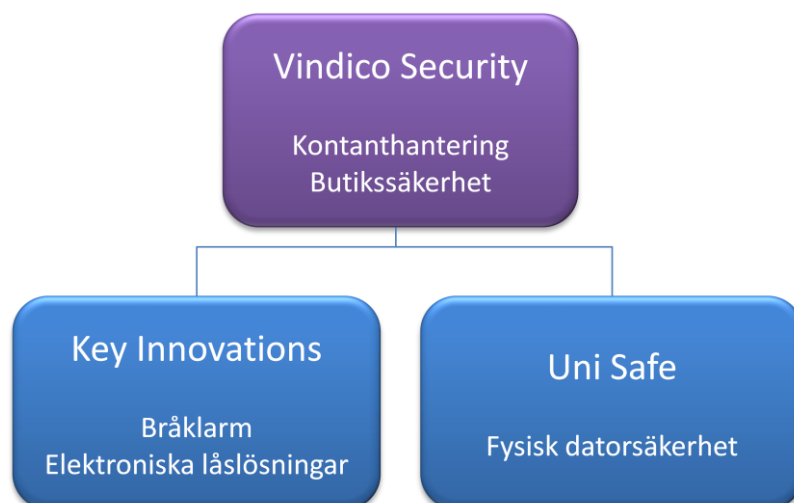
Axier gör i samband med nyemissionen i Vindico Security en uppföljning på sin tidigare analys. Den pågående nyemissionen kommer maximalt att innebära en ökning av antalet aktier med 45 000 000 från nuvarande 30 000 000. Detta kommer att tillföra bolaget drygt 4 miljoner kronor, vilket kommer att tillåta dem att fortsätta den kraftiga expansion som satts i rullning. Från att ha förlitat sig främst på sin försäljning av varularm har Vindico valt att nischa sig mot en serie marknader med högre marginaler och lägre etablering.

På bolagets huvudmarknad – marknaden för fysisk datorsäkerhet, och då främst marknaden för datorvagnar, står bolaget som en av ett fåtal små aktörer. I nuläget genomförs en satsning på elevdatorer i större delen av Sveriges kommuner, vilket kommer att öppna en stor marknad för ett så litet bolag som Vindico. Då Vindico redan levererat datorvagnar till en av pionjärkommunerna inom elevdatorer står bolaget sig starkt i konkurrensen och kan se fram emot en relativt kraftig tillväxt de kommande åren. Även bolagets övriga affärsområden – trådlösa säkerhetsprodukter samt butikssäkerhet ligger i stor tillväxt. Då främst marknaden för trådlösa säkerhetsprodukter, där Vindico har några av de bättre produkterna på marknaden.

Antal aktier	30 000 000 (Före nyemission)
Notering	Aktietorget
Styrelseordförande	Carl Schneider
Största ägare (%)	Carl Schneider genom bolag (25,71 procent)
Webb	http://www.vindicosecurity.se/
Market Cap	2,7 Mkr (Kurs 0,09 SEK)
Risk	Hög
Potential	Mycket hög

Kort sammanfattning av verksamheten

Vindico Security är en leverantör av fysiska säkerhetsprodukter. Moderbolaget Vindico Security säljer produkter för butikssäkerhet samt kontanthanteringsprodukter. Vindico Security har två dotterbolag; Key Innovations samt Uni Safe. Key Innovations säljer bråklarm samt elektroniska låslösningar. Uni Safe står idag för större delen av bolagets försäljning och säljer fysiska skydd för datorer och datortillbehör, bland annat datorvagnar. Datorvagnar används till att ladda och förvara ett stort antal laptops, med skolor som huvudkund.



Koncernstruktur Vindico Security

Den 1 juni 2011 tog Ernst-Olof Persson över som VD för Vindico Security, då tidigare VD Carl Schneider kommer att flytta till Shanghai. Carl Schneider kommer istället att ta över posten som Styrelseordförande, och kommer i Kina, bland annat, att verka för ytterligare samarbeten. Den nye VDn Ernst-Olof Persson var tidigare VD för det nu förvärvade SPC Service AB. Han har även varit en partner till Vindico inom nätverket Osprey International.

Erbjudandet

Ernst-Olof Persson tar över inför den expansion som kommer att tillåtas via den pågående nyemissionen. Maximalt kommer 45 000 000 nya aktier att emitteras, vilket skulle innebära ett kapitaltillskott på drygt 4 miljoner kronor. Teckningskursen är satt till 0,09 SEK. I nuläget motsvarar detta den lägsta säljkursen, men till denna kurs går det inte att förvärva några större partier aktier. Det innebär att teckning i nyemissionen till kursen 0,09 SEK är ett mycket effektivt sätt att komma över ett större antal aktier, då det förmodligen kommer att finnas utrymme för teckning utan företrädesrätt.

Vi har valt att räkna med en teckningsgrad på 70%, då Free Floaten idag ligger på 16,5% vilket är ganska lågt, men samtidigt finns garantiåtaganden enbart från de två största ägarna - Vision Invest sprl (Ägt av Carl Schneider) samt Fore C Investment sprl (Ägt av Göran Nordlund). Detta innebär att nyemissionen enbart är garanterat till 43,3%. En teckningsgrad på 70% innebär att bolaget får in drygt 2,8 MSEK. Av dessa kommer 1,2 MSEK att gå till förvärvet av SPC Service samt Key Innovations. Likviden för Key Innovations ligger idag som en kortfristig skuld på 1 MSEK vilket innebär att likviditeten kommer att förbättras till följd av dess upplösning. Vi räknar vidare med att ytterligare 500 000 SEK kommer att gå till att förbättra likviditeten. Kvar efter emissionskostnader bör vara omkring 1 MSEK vilket vi räknar

med går till expansion och investeringar. Sammanfattningsvis bör soliditeten röra sig upp mot 30-40% vilket är en klar förbättring mot de nuvarande 19%. Trots att soliditeten fortsatt får anses vara relativt låg är det inget man bör oroa sig över då multipeln Nettoskuld/EBITDA för 2012 ligger på under 1 justerat för att en del av emissionslikviden försvinner i expansionskostnader.

	Q4 2010	Q1 2011	2010	2011P	2012P	2013P
Nettoomsättning	2 985 659	1 682 418	7 969 599	12 000 000	16 000 000	21 000 000
Övriga rörelseintäkter	70 072	53 163	306 038	150 000	150 000	150 000
Omsättning	3 055 731	1 735 581	8 275 637	12 150 000	16 150 000	21 150 000
Tillväxt		42%	78%	51%	33%	31%
Handelsvaror	2 087 554	992 612	5 012 316	7 680 000	10 400 000	13 650 000
Bruttoresultat	968 177	742 969	3 263 321	4 470 000	5 750 000	7 500 000
Bruttomarginal	32%	44%	41%	36,0%	35,0%	35,0%
Övriga externa kostnader	479 094	377 708	1 688 767	1 750 000	2 000 000	2 300 000
Personalkostnader	428 039	436 877	1 602 724	1 900 000	2 200 000	2 500 000
EBITDA	61 044	-71 616	-28 170	820 000	1 550 000	2 700 000
Avskrivningar samt nedskrivning av goodwill	194 711	191 835	613 878	350 000	450 000	450 000
Övriga rörelsekostnader	159	789	1 096	0	0	0
EBIT	-133 826	-264 240	-643 144	470 000	1 100 000	2 250 000
Rörelsemarginal	neg	neg	neg	3,9%	6,8%	10,6%
Övriga ränteintäkter och dyl	15	24	15	0	0	0
Räntekostnader	32 809	43 548	134 742	150 000	140 000	140 000
Resultat efter finansiella poster	-166 620	-307 764	-777 871	320 000	960 000	2 110 000
Resultat efter skatt	-205 036	-307 764	-816 287	235 840	707 520	1 555 070
P/E	neg	neg	neg	23,5	7,8	3,6
P/S			0,69	0,46	0,35	0,26
EV/EBITDA			neg	8,5	4,5	2,6

Generellt sätt är det andra och det fjärde kvartalet starka kvartal för affärsområdet fysisk datorsäkerhet. Det är under dessa kvartal som kommuner, och skolor beslutar om inköp inför skolstarten.

Vi har av försiktighet valt att räkna med en lägre bruttomarginal än vad som uppnåtts tidigare. Bolaget kan emellertid komma att överraska positivt i detta hänseende då det kommer att göras en större satsning bland annat på bolagets trådlösa larmprodukter. Dessa utvecklas i Kina, och har dessutom en hög grad av egenutveckling vilket innebär att bruttomarginalen mycket väl kan ligga över 50%. Bruttomarginalen inom fysisk datorsäkerhet ligger mellan 30-40% vilket är lägre än för trådlösa larmprodukter. Fysisk datorsäkerhet kommer att stå för en stor del av den väntade försäljningsökningen de kommande åren vilket innebär att bruttomarginalen förmodligen kommer att röra sig i detta spann.

Inom affärsområdet butikssäkerhet konkurrerar Vindico i många fall med pris vilket innebär att bruttomarginalen ligger aningen lägre, ca 25-35%.

Ägare	Antal aktier	Ägarandel
Carl Schneider genom bolag	7 653 315	25,51%
Göran Nordlund genom bolag	5 327 863	17,76%
SPC Systems AB	3 030 665	10,10%
Lennart Englund	2 314 193	7,71%
Thomas Höglér	2 314 193	7,71%
P&P Utveckling AB	1 484 552	4,95%
Håkan Qvist	1 200 000	4,00%
Daniel Berg	986 241	3,29%
Björn Samuelsson	726 704	2,42%
Övriga aktieägare	4 962 274	16,54%
Totalt	30 000 000	100,00%

Ägarstruktur Vindico Security

Möjligheter

2014-2015 kommer Sverige att byta sedlar, och dessutom sätts en ny sedel i rörelse, 200-kronorssedeln. Detta innebär att ett stort antal butiker kommer att behöva byta programvara alternativt investera i ett nytt kontanthanteringssystem. I många fall kan uppgradering av programvaran vara dyrt, eller inte möjligt. Detta kommer att leda till en stark ökning av marknaden för kontanthanteringsprodukter de kommande åren. En tydlig trend syns dessutom mot att kontanter hanteras i butik mot tidigare, på banken. Idag drivs cirka 5% av bankkontoren utan kontanter, en andel som förväntas öka mycket kraftigt de kommande åren. En ökad kontanthantering i butik kommer att leda till ökade säkerhetskrav och kanske även mer högteknologiska lösningar, så som Vindicos.

Som i större grad berört i Axiers tidigare analys kommer marknaden för fysisk datorsäkerhet, och då främst marknaden för datorvagnar att växa kraftigt de kommande åren. För nuvarande upphandlas ett ramavtal värt omkring 500 miljoner kronor de kommande två åren, för 256 av Sveriges 290 kommuner. Detta kommer att tillåta skolor att köpa in elevdatorer för barn i åldrarna 6-9 år. Just denna åldersgrupp måste i högre grad förvara sina datorer i skolan över natten och dylikt vilket öppnar en enorm marknad för datorvagnar. Marknaden för Elev-PC utgjorde år 2008 20% av den totala datormarknaden och uppgick till 4 miljarder kronor. Marknaden för datorvagnar är betydligt mindre men för Vindico som står som en av ett fåtal små aktörer på denna marknad får den anses som relativt stor. Då Vindico tidigare levererat datorvagnar till en av pionjärkommunerna inom elevdatorer, Ale Kommun, står bolaget starkt på den svenska marknaden. Det synes dessutom en trend mot integrering av elevdatorer i Europas övriga länder, bland annat i grannländerna Norge och Danmark. Ytterligare ett exempel är Portugal som tidigare beställde hela 1,1 miljoner elevdatorer av typen Intel Classmate. På den europeiska marknaden finns bara ett fåtal små konkurrenter så som Ceka metall, Nomaden och Bretford.

Då man nu i högre grad kan förlita sig på trådlös kommunikation är marknaden för trådlösa säkerhetsprodukter på frammarsch. Vindico erbjuder dessutom produkter i sådana frekvenser att det är mycket svårt att störa kommunikationen. Vindicos har väldigt hög uppfinningshöjd i sina produkter och står sig starkt både i pris och teknik på marknaden.

Triggers i närtid

- Försäljning och expansion kommer nu på allvar att kunna sätta fart via nätverket Osprey International, vilket innebär internationell expansion. Nätverket består av samarbetspartners ibland annat länderna Storbritannien och Tyskland. På längre sikt kommer expansion kunna ske via detta nätverk ibland annat Frankrike.
- Vindico kommer via sina tidigare återförsäljare att expandera med dotterbolaget Unisafe och datorvagnar till grannländerna Norge och Danmark, två länder som ligger långt fram i IT för skolor.

Axiers bedömning

Resultatmässigt blir 2011 förmodligen lite av ett mellanår för Vindico men omsättningstillväxten kommer att fortsätta. På vår prognos för 2012 värderas Vindico till ett P/E-tal på 7,8 samt EV/EBITDA på 4,5. Tillväxten gör att P/E sjunker till 3,6 för 2013, samt EV/EBITDA till 2,6. Detta är extremt lågt för ett bolag som har en förväntad tillväxt på drygt 30% de kommande åren. Den stora nackdelen med Vindico är den låga likviditeten i aktien vilket försvårar köp och sälj. Den nuvarande nyemissionen tillåter en effektiv investering i aktien, och kommer att leda till en smärre förbättring i likviditet. Emellertid bör man investera långsiktigt i Vindico då det fortfarande kan vara svårt att avyttra större aktieinnehav.

Ett bolag med sådan tillväxt och marknadsposition som Vindico bör kunna värderas till P/E 15, eller EV/EBITDA på uppemot 8. Dels eftersom en kraftig expansion kommer att kunna genomföras under relativt hög lönsamhet, men även för att bolaget redan har en stadig verksamhet och omsättning att stå på. Å andra sidan bör Vindico åläggas en rabatt på grund av den låga likviditeten i aktien, samt att bolaget är så pass litet. Vi väljer att ålägga bolaget en rabatt på 30%, till dess att bolagets likviditet har förbättrats, vilket innebär motiverad värdering på P/E 10,5 eller EV/EBITDA på 5,6.

	2012	2013
EV/EBITDA	4,5	2,6
P/E	7,8	3,6
Motiverad kurs EBITDA	0,11	0,19
Motiverad kurs P/E	0,12	0,27
Potential lägsta motiverade värde	24%	117%

Nuvarande kurs är 0,09 SEK

På 2012 års resultat innebär det en potential på 35% respektive 25%. För 2013 blir potentialen 117% respektive 190%. Vid investering i högriskaktier så som Vindico bör avkastningskravet ligga på minst 20% per år, men även med ett sådan avkastningskrav innebär det lägsta motiverade värdet för 2013 en direkt potential på 50%. Axier behåller därmed sin köprekommendation på Vindico, och anser att nyemissionen underlättar investering i bolaget.

**Axier Equities har av styrelsen i Vindico Security anlåtats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare 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.*

Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Vindico Security. Samtliga eventuella förändringar av innehav i Vindico Security 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:s 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
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s 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.