

Värmlands Finans – Levererar återigen

Värmlands Finans visar i sin rapport för det andra kvartalet 2011 (fjärde i det brutna räkenskapsåret) att den senaste tidens goda nyheter inte enbart var ett spel för gallerierna. Trots enbart en månads bidrag från det i maj tecknade avtalet med ett beräknat värde på 240 MSEK per år ökade omsättningen från 27 MSEK under Q1 till 50 MSEK under Q2. Den andra halvan av 2011 kommer innebära en rejäl ökning både i omsättning samt resultat. Dessutom förvärvade Värmlands Finans nyligen inkråmet till Holmstedt & Partner Financial Services, verksamt inom factoring, vilket kommer att öka omsättningen med ytterligare 120 MSEK per år.

Ytterligare en god nyhet är att Värmlands Finans under sommaren tilläts öka inlåningen med 10 MSEK, till följd av en högre kreditvärdighet. Bolagets höga avkastning per krona innebär att varje extra inlånad krona, trots hög ränta, får en kraftig effekt på resultatet efter skatt. Den stärkta kapitalbasen och det senaste förvärvet innebär att vi tvingas höja vårt DCF-värde till 1,82 SEK vilket innebär en potential på 128% från dagens kurs 0,8 SEK.

Antal aktier	43 983 235
Notering	Aktietorget
Styrelseordförande	Stefan Ljungdahl
Största ägare (%)	Glenn Renhult genom bolag (27,3% före nyemission)
Webb	http://www.varmlandsfinans.se/
Market Cap	35,2
Risk	Hög
Potential	Mycket hög

Beskrivning av verksamheten

Sammanfattning av verksamheten

Värmlands Finans erbjuder factoringtjänster, med inriktning på små och medelstora bolag. Factoring innebär belåning eller försäljning av fakturor i syfte att undvika 30-dagars väntetid mellan fakturautfärdning och betalning. Detta innebär att Värmlands Finans köper upp fakturor för att sedan på egen hand driva in skulden. Det ger kunderna en högre likviditet, då de omedelbart kan få sina fakturor betalade. För detta tar Värmlands Finans en avgift på ca 4-6%. Factoring-marknaden beräknas omsätta dryga 100 miljarder kronor årligen enbart i Sverige. Det är emellertid en extremt konkurrensutsatt marknad. Trots den höga konkurrensen på marknaden uppger Värmlands finans att de sedan länge begränsas av sitt tillgängliga kapital, och erhåller fler förfrågningar än de kan hantera. I början på 2011 gav bolaget ut ett obligationslån på 7,6 miljoner kronor som direkt sattes till användning i verksamheten. I maj genomförde bolaget en nyemission på 15,1 miljoner kronor till kursen 0,5 SEK. Denna nyemission blev emellertid övertecknad och bolaget valde därför att öka emissionsbeloppet till 20,1 miljoner kronor.



Rapport för det andra kvartalet 2011 (fjärde i brutet räkenskapsår)

Redan i rapporten för det andra kvartalet syntes effekterna av det större avtalet med ett värde på ca 240 MSEK årligen som Värmlands Finans tecknade i maj i år. Trots att avtalet började löpa först i juni och därför enbart var aktivt en månad under Q2 ökade omsättningen från 27 MSEK i Q1 till 50 MSEK under Q2. En nedskrivning av innehavet i Y.C.O Business Partners drog emellertid ned resultatet med 300 000 SEK, men periodens resultat efter skatt landade trots det på 691 kSEK mot 356 kSEK i Q1. Axier räknar med att resultatet kommer att ha förbättras kraftigt i under det tredje kvartalet, främst på grund av den skalbarhet som kommer att åskådliggöras de närmaste kvartalen. Bolaget kommer på kort sikt inte att behöva utöka arbetsstyrkan med mer än en ekonom på halvtid, och de externa övriga kostnaderna bör kunna hållas relativt konstanta. Under Q2 ökade dessa något på grund av emissionskostnader och dylikt. Den ökade omsättningen från bland annat avtalet på 240 MSEK årligen bör sammanfattningsvis slå väldigt kraftigt på resultatet.

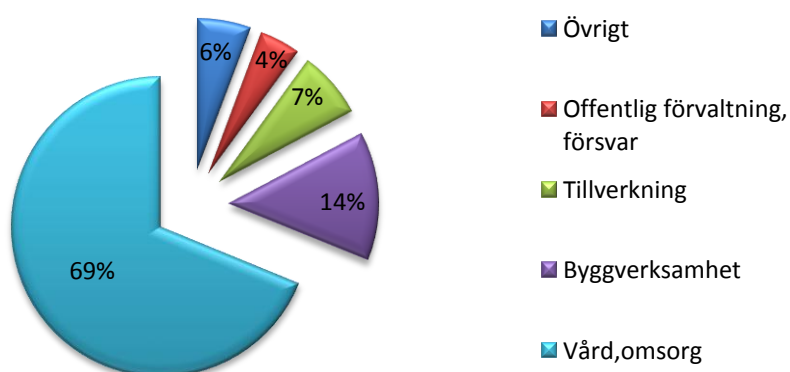
Uppdatering verksamheten

Utöver en relativt stark kvartalsrapport för det andra kvartalet (fjärde i det förlängda räkenskapsåret), har två stora nyheter presenterats nyligen. Värmlands finans meddelade i mitten på augusti att det förvärvat inkråmet på Holmstedt & Partner Financial Services AB. Bolaget är inriktat på fakturabelåning,

och verksam i Sverige med huvudkontor i Örebro. Kundbasen utgörs av ett 30-tal klienter med en övervikt mot byggindustrin. Att Värmlands Finans enbart förvärvar inkråmet innebär att förvärvet är en överföring av kundfordringar samt kundregister. Köpeskillingen uppgår till 2 113 516 SEK och i förvärvet ingick kundfordringar på 2 023 516 SEK. Dessa kundfordringar hade en hög säkerhet och större delen av dessa har redan omsatts i verksamheten. Det betyder att förvärvet inte hade någon större effekt på det tillgängliga rörelsekapitalet, utan enbart positiv resultatpåverkan. Marginalen hos de förvärvade kunderna ligger dessutom aningen högre än hos Värmlands tidigare kunder, någonstans kring 4,5%. Holmstedt & Partner Financial Services har tidigare lidit av en viss kapitalbrist, vilket har lett till att en del kunder har tvingats överlåtas till konkurrenter. För Värmlands Finans med en lite starkare kapitalbas, blir förvärvet därmed strategiskt i flera bemärkelser. Med en större kapitalbas kan bolaget attrahera nya samt tidigare kunder i regionen, och i och med att köpet är ett inkråmsförvärv utnyttjas skalbarheten i verksamheten.

Den senaste nyemissionen bidrog till att höja soliditeten i Värmlands finans som vid halvårsskiftet uppgick till 59%. Detta ledde till att bolaget nu innehar högsta kreditvärdighet (AAA), vilket i sin tur innebär att bolaget under juni månad kunde stärka sin kapitalbas med ytterligare 10 MSEK i inlånat kapital. Detta precis som de flesta lån Värmlands Finans har löper till en ränta på ca 9-10%. Trots en relativt hög ränta är som vi nämnt redan tidigare ytterligare kapital guld värt för Värmlands Finans. En stor del av potentialen i Värmlands Finans ligger i möjligheten till ökad inlåning. Det nya lånet på 10 MSEK är därför en mycket positiv nyhet, men den allra största potentialen ligger i att Värmlands dotterbolag E-spar på sikt ska kunna bli ett kreditmarknadsbolag och på så vis bedriva inlåning från allmänheten. För att beskriva effekten av den ökade inlåningen kan ett enkelt räkneexempel göras. Axier räknar med att Värmlands kommer att kunna uppnå en avkastning på 4,5% på förvärvade fakturor. I genomsnitt omsätts varje krona 11 gånger per år, vilket ger en årlig avkastning på 62,3% före skatt. Drar vi bort en ränta på 10% från detta ges 52,3% i avkastning, eller knappt 39% efter skatt. Detta innebär alltså att varje ytterligare inlånad krona ger ett tillskott på nästan 40 öre till resultatet efter skatt. I detta fall ökades kapitalbasen med 10 MSEK, vilket enligt denna beräkning skulle ge ett bidrag på ca 3,9 MSEK. Potentialen blir tydlig då vi ställer detta mot bolaget börsvärde på 35 MSEK.

Fördelning kundfakturor



Värmlands Finans har i sin branschfördelning av fakturaköp en klar övervikt mot vård och omsorg, men byggbranschen utgör även den en stor del. Denna kommer sannolikt öka i och med det senaste förvärvet

Ekonomiska data

Vi räknar fortsatt med att Värmlands kommer att uppnå en avkastning på 4,5% inom factoringverksamheten.

År	2011	2012	2013	2014	2015
Kapital inom factoring	47 292 731	55 267 340	65 726 748	76 695 083	90 525 887
Omsättning	350 000 000	680 000 000	800 000 000	935 000 000	1 100 000 000
Avkastning	14 894 378	30 981 088	36 844 295	42 992 790	50 745 892
Kostnader	6 320 000	6 640 000	7 140 000	7 740 000	8 540 000
Rörelseresultat	10 509 981	24 341 088	29 704 295	35 252 790	42 205 892
Betald ränta	1 800 000	2 800 000	2 900 000	2 900 000	2 900 000
Erhållen ränta	1 000 000	400 000	0	0	0
Res. Efter skatt	6 935 156	16 170 582	19 754 765	23 844 006	28 968 443
Utdelning		2 080 547	4 851 175	5 926 430	7 153 202

Vi har konservativt valt att räkna med en 90%ig användning av tillgängligt kapital, samt en genomsnittlig omsättning av varje krona på 11 gånger per år. Utdelning är 30% av föregående års vinst.

Värmlands Finans har under året bedrivit en ganska stor del korttidsutlåning. Vid halvårsskiftet uppgick posten Övriga fordringar till hela 15 MSEK, men 8 MSEK av dessa utgjordes av ett lån till det vårdbolag som Värmlands nyligen tecknade ett stort avtal med. På sikt kommer bolaget att försöka fokusera på factoring, och vi har därför räknat med att ränteintäkterna minskar framledes. Självklart kommer det att finnas ränteintäkter, men efter 2012 har vi schablonmässigt räknat med 0 i ränteintäkter då dessa kommer att bestå till stor del av förseningsavgifter. Förseningar innebär att kapitalet inte kan omsättas lika effektivt, och därför räknar vi försiktigt med att de två kommer att ta ut varandra.

År	2011	2012	2013	2014	2015
P/E	5,1	2,2	1,8	1,5	1,2
Direktavkastning		6%	14%	17%	20%

Våra uppdaterade prognoser innebär en rejäl sänkning av P/E-talet för de kommande åren, och även direktavkastningen talar sitt tydliga språk. Vi har i vår bedömning nedan valt att fokusera på DCF-värderingen, men med den tillväxt som Värmlands beräknas nå de kommande åren förtjänar bolaget en betydligt högre värdering av vinsten.

Axiers bedömning

DCF-värdering

Då kassaflödet i Värmlands Finans direkt omsätts i verksamheten är det svårt att basera en DCF-värdering på det fria kassaflödet i bolaget. Vi har därför valt att basera denna enbart på beräknade utdelningar för de kommande åren. Detta innebär att erhållet värde kommer att bli aningen lägre än vad det skulle bli i en regelrätt DCF-analys. Samtidigt kommer DCF-analysen rent praktiskt att mer exakt beskriva det värde som kommer att ges aktieägarna.

I vår tidigare analys användes en WACC på ca 15%, men till följd av förändring i soliditeten har denna nu sjunkit till drygt 14%. Med ytterligare 10 MSEK i rörelsekapital, samt ett nyförvärv höjer vi även prognoserna för de kommande åren. DCF-värdet höjs därmed från 1,4 SEK till 1,82 SEK vilket innebär en potential på 128% från dagens 0,8 SEK.

År	2012	2013	2014	2015	2016
Utdelning	2 080 547	4 851 175	5 926 430	7 153 202	8 690 533
NPV-faktor	0,876	0,767	0,672	0,589	0,516
NPV	1 822 658	3 723 079	3 984 521	4 213 191	4 484 197
Summa NPV	18 227 646				
Summa evighetsvärde	40 220 414				
Summa	58 448 060				
DCF	1,33				
Nettoskuld	0,49				
Total	1,82				
Potential	128%				

Axiers rekommendation blir köp med riktkurs 1,82 SEK. Denna riktkurs tar inte hänsyn till det obligationslån på 25 MSEK som bolaget planerar att ge ut under september/oktober senare i år. Den väldiga effekt ytterligare inlånat kapital har på resultatet gör en hög teckningsgrad i obligationslånet till en stor trigger i närtid.

**Axier Equities har av styrelsen i Värmlands Finans anlitas 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 Värmlands Finans 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.