

## Värmlands Finans – Rejält lyft 2012

Omsättningslyftet i Värmlands Finans skjuts upp ett kvartal till följd av en säsongsmässig nedgång i fakturahantering under sommarmånaderna. Det har däremot kommit en rad positiva nyheter från Värmlands Finans under det senaste kvartalet. Bolaget siktar mot listning på Nasdaq First North under det första kvartalet 2012.

Bolaget har dessutom genomfört en strukturell förändring av fakturaportföljen vilket innebär mindre fokus på vård, och högre fokus på bygg och transport. Detta medför högre marginaler inom fakturahantering, då i stort sett hela vårdfakturahanteringen byggde på ett avtal med en ungefärlig marginal om 3%, vilket är lägre än den vanliga 4-5%. Ytterligare en positiv nyhet är att Värmlands Finans nu avyttrat innehavet i Y.C.O Business Partners; ett förlusttyngt bolag som påverkat resultatet i Värmlands Finans negativt genom ideliga nedskrivningar av värdet.

Värmlands Finans värderas till 0,6 gånger det egna kapitalet 2012, vilket är extremt lågt för ett bolag med en avkastning på eget kapital kring 30%. Vår DCF-analys av de kommande årens utdelningar visar på ett motiverat värde ca 100% över dagens. Axier rekommenderar köp i Värmlands Finans, med en riktkurs på 1,3 SEK.

<b>Antal aktier</b>	43 983 235
<b>Notering</b>	Aktietorget
<b>Styrelseordförande</b>	Stefan Ljungdahl
<b>Största ägare (%)</b>	Glenn Renhult genom bolag
<b>Webb</b>	<a href="http://www.varmlandsfinans.se/">http://www.varmlandsfinans.se/</a>
<b>Market Cap</b>	28,6
<b>Risk</b>	Hög
<b>Potential</b>	Mycket hög

## Beskrivning av verksamheten

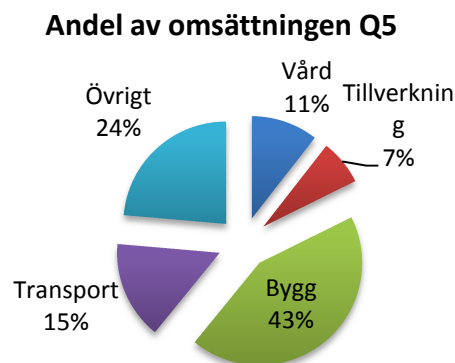
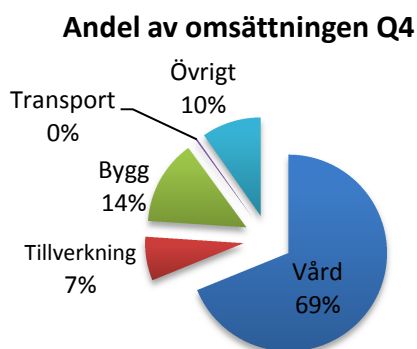
Värmlands Finans erbjuder factoringtjänster, med inriktning på små och medelstora bolag. Factoring innebär belåning eller försäljning av fakturor i syfte att undvika 30-dagars väntetid mellan en fakturas utfärdande och dess betalning. Detta innebär att Värmlands Finans köper upp fakturor för att sedan 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. Detta leder till att Värmlands ständigt strävar efter att öka rörelsekapitalet.

Värmlands Finans kan omsätta varje krona i bolaget i stort sett var 30e dag, men det årliga genomsnittet ligger kring 11 gånger. Det innebär att avkastningen per omsatt krona blir väldigt hög. Om en krona antas kunna förräntas till 5% i avkastning per faktura så innebär 11 omsättningar per år en total avkastning på 71%. Efter skatt landar det på drygt 50%; ytterligare en anledning att försöka utöka bolagets kapitalbas. Skalfördelarna är stora då Värmlands fasta kostnader framöver kommer att vara relativt konstanta.

## Axier Review

Under december ger Värmlands Finans ut ett obligationslån till ett värde om 25 miljoner kronor, vilket kraftigt överstiger det nuvarande obligationslånet på 7,6 miljoner kronor. Värmlands Finans tar därmed ytterligare ett kliv upp, och bygger nu en grund för att om några år kunna omsätta över 1 miljard kronor. Rapporten för det fjärde kvartalet i Värmlands brutna räkenskapsår visade på en fortsatt stabil utveckling, men det var en besvikelse omsättningsmässigt då säsongeffekten av sommarmånaderna var betydligt högre än vad vi uppskattat.

Det har skett en tydlig strukturell förändring mellan Q4 och Q5 i Värmlands brutna samt förlängda räkenskapsår. Tidigare i år ingick Värmlands ett större avtal med ett vårdbolag, vilket skulle bidra med omkring 240 miljoner kronor i omsättning per år. I och med storleken på avtalet var Värmlands tvingade att nöja sig med en avkastning på ca 3% jämfört med den vanliga på 4-5%. Under Q5 har bolaget emellertid omstrukturerat portföljen; fokus har övergått från vård till bland annat bygg och transport. Detta bidrar till att höja marginalen i factoringportföljen. Värmlands har inga problem med att omsätta det tillgängliga kapitalet, trots att de nu valt att inte fullt ut utnyttja avtalet på 240 miljoner kronor.



Bolagets satsning på leasing fortskrider väl, och leasingportföljen återfinns i balansräkningen under posten *Övriga fordringar*. Vid Q3s utgång uppgick denna till 15,1 miljoner kronor. Denna består emellertid till hälften av köpta fakturor som ännu inte registrerats som kundfordringar. Återstående 7-8 miljoner kronor består av korttidsutlåning samt av leasingavtal. Korttidsutlåning har en aningen högre ränta än factoring, medan leasing ligger på en lägre nivå. I teorin avkastar varje krona inom factoring 50 öre per år efter skatt, medan motsvarande mått inom leasing ligger på ca 30 öre. Leasingavtalen är däremot ett enkelt sätt att erbjuda mertjänster till kunder samt undvika passivt kapital.

Värmlands meddelade i veckan att innehavet i Y.C.O Business Partners har avyttrats. Tidigt 2012 kommer Y.C.O att noteras på NGM Nordic-MTF. Värmlands Finans hade ett innehav om 3 756 459 aktier i bolaget, vilket innebar en ägarandel på 37,81% i bolaget. Pre-money-värderingen av bolaget inför listningen på NGM Nordic-MTF är 2,98 MSEK vilket innebär att Värmlands andel är värd ca 1,1 MSEK. Efter en nedskrivning på 300 000 kronor under det femte kvartalet uppgår det bokförda värdet till 664 846 kronor. I veckan meddelade Värmlands att de avyttrat innehavet i Y.C.O med en reaförlust på 243 396 kronor, vilket innebär en köpeskilling på 421 450 kronor. Det är lite av en besvikelse med tanke på värderingen av innehavet inför listningen på NGM Nordic-MTF, men Axier har redan tidigare anmärkt på det ostrategiska innehavet i Y.C.O och ansett att Värmlands bör fokusera på sin huvudsakliga affärsidé factoring. Kapitalet uppbundet i Y.C.O kommer troligtvis att arbeta bättre i den egna rörelsen.

Sek	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Nettoomsättning	244 267 181	632 429 400	701 054 040	782 503 231	879 501 983	995 373 822
Kostnader förvärvade fakturor	-231 019 007	-607 132 224	-673 011 879	-751 203 101	-844 321 904	-955 558 869
Marginal	5,1%	4%	4%	4%	4%	4%
Tillväxt		159%	11%	12%	12%	13%
Övriga externa kostnader	-4 739 455	-5 600 000	-5 880 000	-6 174 000	-6 482 700	-6 806 835
Personalkostnader	-2 812 576	-3 700 000	-3 885 000	-4 079 250	-4 283 213	-4 497 373
Avskrivningar	-309 504	-600 000	-600 000	-600 000	-600 000	-600 000
<b>Rörelseresultat</b>	<b>5 386 639</b>	<b>15 397 176</b>	<b>17 677 162</b>	<b>20 446 879</b>	<b>23 814 167</b>	<b>27 910 745</b>
Resultat andelar intressebolag	-925 256	-	-	-	-	-
Räntetäkter	1 596 952	1 897 288	2 103 162	2 347 510	2 638 506	2 986 121
Räntekostnader	-1 523 311	-2 500 000	-2 500 000	-2 500 000	-2 500 000	-2 500 000

<b>Resultat efter finansiella poster</b>	<b>4 535 024</b>	<b>14 794 464</b>	<b>17 280 324</b>	<b>20 294 389</b>	<b>23 952 673</b>	<b>28 396 866</b>
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>3 342 312</b>	<b>10 903 520</b>	<b>12 735 599</b>	<b>14 956 965</b>	<b>17 653 120</b>	<b>20 928 490</b>

*Prognoserna bygger på antagandet att Värmlands Finans håller nivån inlånat kapital konstant. Vi har även valt att anta att varje krona omsätts tio gånger per år, istället för uttalade 11. Marginalen har satts till 4% trots att den tidigare legat kring 5%. År 2011 avser ej det brutna räkenskapsåret, utan enbart verksamhetsåret 2011.*

Anledningen till den betydligt högre omsättningen nästa år är det extra kapitalet som tillförs via bolagets obligationslån i december. Storleken på obligationslånet är 25 MSEK, men vi har valt att räkna med att totalt 20 MSEK tillförs bolaget. Tecknas en högre andel än antaget kommer resultat och omsättningsprognos att behöva höjas, och tecknas en lägre andel sker självklart det motsatta.

<b>Nyckeltal</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
P/E	8,6	2,6	2,2	1,9	1,6	1,4
P/B	0,82	0,64	0,64	0,62	0,59	0,56
EV/EBITDA	1,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2

Värmlands Finans ser billigt ut utifrån ett flertal aspekter. I nuläget blir multipeln EV/EBITDA emellertid väldigt svårtolkad i och med att bolagets nettokassa utgör en så pass stor del av börsvärdet. Det leder i sin tur till att EV/EBITDA-multipeln stiger väldigt mycket snabbare än eventuell uppgång i aktiekursen. Enterprise Value är heller inte helt lämplig i fallet Värmlands Finans då det tillgängliga kapitalet direkt påverkar omsättning och resultat - allt kapital är nödvändigt rörelsekapital. Vi lägger därför större fokus på utdelningen, samt värderingen av det egna kapitalet. Likheten med bankverksamhet talar även den för värdering enligt storlek och avkastning på eget kapital.

Vår prognos för 2012 ger en avkastning på eget kapital på ca 30%. Vår DCF-värdering av bolagets utdelningar de kommande åren ger en riktkurs på 1,3 SEK. Vid kursen 1,3 kronor värderas Värmlands Finans till 1,3 gånger det egna kapitalet, vilket är fullt rimligt om inte för lågt med tanke på den tidigare nämnda avkastningen på det egna kapitalet. P/E-talet är vid den nivån 5,3, vilket är lågt, men en viss rabatt bör åläggas företaget innan de visar prov på att affärsidén kan skalas upp på det sätt de påstår. Factoringmarknaden är trots allt extremt konkurrensutsatt, och det kan vara svårt att växa i hög takt när bolaget väl nått en viss nivå.

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Utdelning	1 002 694 kr	2 941 056 kr	3 490 680 kr	4 157 089 kr	4 965 936 kr
Nuvärdesfaktor	0,93	0,82	0,71	0,62	0,54
NPV	936 600 kr	2 396 963 kr	2 482 219 kr	2 579 239 kr	2 688 285 kr
NPV 2012-2016	11 083 306 kr				
NPV 2017-	24 430 858 kr				
Nettoskuld	21 844 129 kr				
Nuvärde	57 358 293 kr				
Riktkurs	1,3 kr				
P/E-12, kurs 1,3	5,3				
P/B-12, kurs 1,3	1,3				
EV/EBITDA, kurs 1,3	2,2				

*WACC på 14,6% har använts*

## Axiers bedömning

Uppvärderingen har dröjt för Värmlands Finans, och aktien har fallit från 80 öre till nuvarande 64 öre sedan vår senaste analys. Vi väljer att sänka vår riktkurs till 1,3 SEK, något som fortfarande innebär en potential på strax över 100%. Riktkursen i sin tur bygger på en hög teckning i det snart nytgivna obligationslånet på 25 MSEK. Med en ränta på 10% och AAA-rating torde detta inte vara något större problem. Säsongs effekter har förskjutit det stora omsättningslyftet ett kvartal, men rapporten för det sista kvartalet 2010/2011 bör visa ett ordentligt lyft för bolaget. Bolaget har nått sitt nuvarande kostnadstak och stordriftsfördelarna kommer därför att synas tydligt i den kommande rapporten.

Värmlands Finans förtjänar en småbolagsrabatt, men samtidigt bör tilläggas att bolaget går betydligt säkrare i en lågkonjunktur än många andra bolag. Just tillgången till kapital och likviditet kan bli ännu viktigare i en lågkonjunktur, vilket ökar efterfrågan på tjänster som Värmlands Finans. Då många fruktar ännu en recession är Värmlands Finans ett bra val, med relativt stadigt och säkert kassaflöde samt uttalad utdelningspolicy.

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

*Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Värmlands Finans. 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.