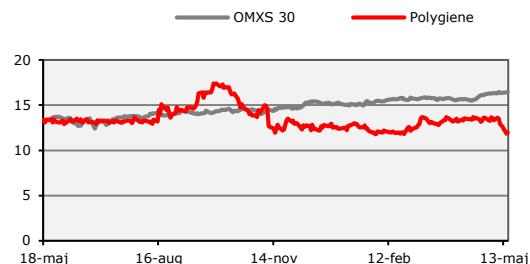


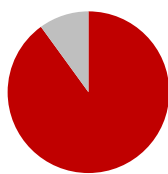
Sammanfattning
Polygiene (POLYG.ST)
Stark tillväxt & höga kostnader

- Polygienes rapport för det första kvartalet visar på en stark försäljning vilken överträffar våra prognoser men redovisar samtidigt större förlust än väntat.
- Försäljning kom in på 17,4 MSEK (väntat: 16,0) och EBITDA uppgick till -3,3 MSEK (väntat: -1,3). Tillväxten på 30 procent (24 procent rensat för valutaeffekter) är ett styrketecken då jämförelsekvartalet föregående år visade på en tillväxt omkring 97 procent. Det sämre resultatet är framförallt hänförligt till högre investeringar.
- Vi justerar upp våra kostnadsestimat (rörelsekostnader exkl. COGS) för 2017 samt 2018 med cirka 11 procent, från tidigare 48 MSEK till 54 MSEK (samma siffror för båda åren). Base case uppgår till 16 kronor per aktie och fair value range till 6 – 22 kronor.

Lista: First North Stockholm
 Börsvärde: 232 MSEK
 Bransch: Construction & Materials
 VD: Christian von Uthmann
 Styrelseordf: Lennart Holm

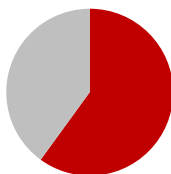

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



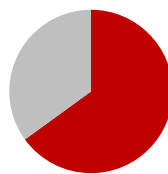
9,0 poäng

Ägarskap



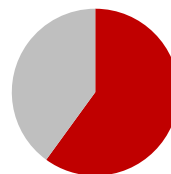
6,0 poäng

Vinstutsikter



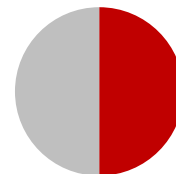
6,5 poäng

Lönsamhet



6,0 poäng

Finansiell styrka



5,0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	52	61	76	99	129	Aktiekurs (SEK)	11,3
Tillväxt	48%	19%	24%	30%	30%	Antal aktier (milj)	20,5
EBITDA	6	-2	-8	5	17	Börsvärde (MSEK)	232
EBITDA-marginal	11%	Neg	Neg	6%	13%	Nettoskuld 17E (MSEK)	-13
EBIT	6	-2	-8	5	17	Free float (%)	76 %
EBIT-marginal	11%	Neg	Neg	6%	13%	Dagl oms. ('000)	26
Resultat före skatt	6	-2	-8	5	17		
Nettoresultat	9	-2	-8	4	13		
Nettomarginal	18%	Neg	Neg	4%	10%		
Utdelning/Aktie	n.a	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	n.a	-0,11	-0,38	0,21	0,65	Havan Hanna	
P/E	n.a	Neg	Neg	54,3	17,5	havan.hanna@redeye.se	
EV/S	n.a	3,5	2,9	2,1	1,5	Tomas Otterbeck	
EV/EBITDA	n.a	Neg	Neg	38,8	11,2	tomas.otterbeck@redeye.se	

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Fortsätter växa

*Stark försäljning och
höga kostnader*

Polygienes rapport för det första kvartalet visar på en stark försäljning vilken överträffar våra prognoser men redovisar större förlust än väntat. I samband med rapporten börjar Polygiene också redovisa sina kostnader för PR- och marknadsaktiviteter, detta är något vi länge eftersökt i syfte att få en bättre förståelse för bolagets kostnader samt investeringsbehov. Kostnaderna är inget som oroar oss då kassan är välfylld, uppgående till 20,7 MSEK vid kvartalets utgång och bolaget skuldfritt. Bolagets marknadssatsningar verkar även ge effekt då tillväxten är fortsatt stark.

I övrigt kommunicerar vd att efterfrågan från såväl befintliga som nya brand partners fortsatte under årets första kvartal samt att bolagets utökade satsning på marknadsaktiviteter kommer att fortsätta under innevarande år.

Sammantaget justerar vi upp våra kostnadsestimat (rörelsekostnader exkl. COGS) för 2017 samt 2018 med cirka 11 procent, från tidigare 48 MSEK till 54 MSEK (samma siffror för båda åren), dels för att reflektera kvartalets siffror men även på grund av bolagets kommunikation. Base case uppgår till 16 kronor per aktie och fair value range till 6 – 22 kronor.

Stark försäljning...

*Försäljning uppgick till
17,4 MSEK*

Försäljning uppgick till 17,4 MSEK (väntat: 16), motsvarande 30 procent i tillväxt (24 procent rensat för valutaeffekter). Tillväxtsiffrorna är ett styrketecken då jämförelsekvartalet föregående år visade på en tillväxt omkring 97 procent. Ökningen har skett på samtliga geografiska marknader och kommer från såväl befintliga som nya kunder vilket är positivt.

Polygiene, faktiskt utfall vs. prognos				
(SEKm)	Q1'16	Q1'17E	Utfall	Diff
Nettoomsättning	13,4	16,0	17,4	1,4
Bruttoresultat	8,1	9,3	10,5	1,2
EBITDA	-1,3	-1,5	-3,1	1,6
EBIT	-1,3	-1,5	-3,1	1,6
Omsättningstillväxt (YoY)	97%	19%	30%	
Bruttomarginal	60%	58%	60%	
EBITDA-marginal	-10%	-10%	-18%	
EBIT-marginal	-10%	-10%	-18%	

Källa: Redeye Research, Polygiene

... och höga kostnader

*Resultatmässigt landar
EBITDA på -3,1*

Resultatmässigt landar EBITDA på -3,1 (väntat: -1,5). Avvikelsen är framförallt hänförlig till posten övriga externa kostnader (vilken inkluderar PR- och marknadsaktiviteter). De så ofta diskuterade PR- och marknadsaktiviteterna uppgår till 6,9 MSEK under kvartalet (d.v.s. cirka 40

Bruttomarginal på 60
procent

procent av försäljningen). OPEX (exkl. COGS) landar på 13,7 MSEK (79 procent av försäljning), att jämföra mot väntade 11,2 MSEK (70 procent av försäljning). Positivt är att bruttomarginalen ligger kvar på 60 procent (väntat: 58) trots en stark försäljning – d.v.s. bolaget tar bra betalt för sin produkt.

Polygiene, rörelsekostnader (exkl. COGS)		
(SEKm)	Q1'17	Q1'16
Försäljning	17,4	13,4
<i>tillväxt (YoY)</i>	<i>30%</i>	<i>97%</i>
PR- och marknadsatsningar (investeringar)	-6,9	-4,1
<i>andel av försäljning</i>	<i>40%</i>	<i>31%</i>
Utvecklingkostnader	-0,3	-0,3
<i>andel av försäljning</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>
Admin. Kostnader	-2,1	-1,2
<i>andel av försäljning</i>	<i>12%</i>	<i>7%</i>
Summa övriga externa kostnader	-9,3	-5,6
<i>andel av försäljning</i>	<i>53%</i>	<i>32%</i>
Personalkostnader	-3,2	-2,2
<i>andel av försäljning</i>	<i>18%</i>	<i>13%</i>
Övriga rörelsekostnader	-1,2	-1,5
<i>andel av försäljning</i>	<i>7%</i>	<i>9%</i>
Summa kostnader	-13,7	-9,3
<i>andel av försäljning</i>	<i>79%</i>	<i>69%</i>

Källa: Redeye Research, Polygiene

Sammantaget: Till det positiva hör en stark försäljningstillväxt i kombination med bibehållna bruttomarginaler. Dock växer i princip alla kostnadsposter snabbare än försäljningen (vilket förklarar den högre andelen). En viktig fråga är om dessa kostnader håller sig kvar på dessa nivåer eller kommer öka/sjunka framgent – för en utförligare diskussion se avsnitt ['Finansiella prognoser'](#)

Nya samarbeten

Flera nya samarbeten

Polygiene fortsätter annonsera nya samarbeten, tabellen nedan presenterar nya partnerskap som ingåtts under samt efter kvartalet.

Nya samarbeten	
Under Q1'17	Segment
Wacoal	Lifestyle
RYU Apparel	Sports & Outdoor
Sitka (utökat samarbete)	Lifestyle/Sports & Outdoor
Goldwin/The North Face	Lifestyle/Sports & Outdoor
8H	Home textiles
Efter Q1'17	
ZSH (utökat samarbete)	Home textiles
Goldwin/ellesse	Sports & Outdoor
Sinterama	Others

Källa: Redeye Research, Polygiene

Trots att samarbetet med 8H är större ur ett ekonomiskt perspektiv ser vi mest potential hos Goldwin på längre sikt

Framförallt samarbetena med Goldwin/The North Face samt 8H sticker ut och är värda en extra kommentar. Trots att samarbetet med 8H är större ur ett ekonomiskt perspektiv ser vi mest potential hos Goldwin på längre sikt.

Enligt våra undersökningar kommer 8H direkt utgöra en av Polygienes största kunder (top tio), vilket är ovanligt – generellt kvalar inte nya kunder in bland top tio. Kanske visar affären att kunder har ett större förtroende för Polygiene idag än tidigare (?), och därmed vågar satsa på varumärket i större utsträckning redan vid den första lanseringen. Vi var i vår initialanalys tydliga med att säljprocessen bör förkortas (kortare utvärderingsperiod alternativt större initiala lanseringar) allteftersom varumärket stärks – om samarbetet med 8H markerar någon form av trend återstår att se. Allt fler större initiala produktlanseringar skulle eventuellt få oss att revidera upp våra långsiktiga prognoser. Sammantaget stärker samarbetet Polygienes position på den asiatiska Home textile-marknaden ytterligare, segmentet är mycket intressant och växer snabbt för Polygiene. Vi hoppas att bolaget kan kopiera framgångarna även till övriga geografiska marknader som Europa och USA (där bolaget endast påbörjat en begränsad marknadsbearbetning).

Japanska Goldwin, vars försäljning de senaste 12 månaderna uppgick till cirka 4,8 miljarder kronor innehar och utvecklar egna varumärken men äger även varumärkesrättigheterna för flertalet varumärken i Japan och Sydkorea, däribland The North Face samt ellesse. Goldwin ansvarar för varumärket fullt ut på dessa marknader, bland annat ligger Goldwin bakom beslutet att samarbeta med Polygiene. Tittar vi på The North Face i ett bredare perspektiv ägs varumärket av VF Corporation (VFC), en koncern bestående av flera ledande varumärken, bland annat: Vans, Timberland, Lee och Wrangler. VFC uppvisade en försäljning på cirka 12,0 miljarder dollar under 2016, varav segmentet Outdoor & Action Sports (vilken The North Face faller under) stod för 7,5 miljarder dollar. Övriga varumärken i segmentet är: Vans, Timberland, Kipling, Napapijri, JanSport, Reef, SmartWool, Eastpak, Lucy och Eagle Creek. Sammantaget öppnar samarbetet upp för möjligheter dels hos Goldwin men framförallt kan Polygiene kanske utnyttja samarbetet som en ”bakväg” för att på allvar slå sig in hos The North Face och VFC.

ZSH är en kinesisk handdukstillverkare som nu utökar sitt samarbete med Polygiene. Slutligen har Polygiene även ingått ett samarbete med Sinterama, en italiensk leverantör av textilmateriel med en omsättning på omkring 135 miljoner euro. I PM:et heter det att bolagen är först med hundra procentig återvunnen luktkontrollteknologi på fibernivå.

Finansiella prognoser

Justerar upp våra kostnadsestimat

Vi justerar upp våra kostnadsestimat (rörelsekostnader exkl. COGS) för 2017 och 2018 med cirka 11 procent, från tidigare 48 MSEK till 54 MSEK (samma siffror för båda åren), dels för att reflektera kvartalets siffror men även på grund av bolagets kommunikation. Vd är tydlig med att de intensiva marknadsatsningarna kommer bestå under 2017. Vi räknar dock med att 2018 kommer visa på en kostnadsnivå (i absoluta tal) i linje med 2017. Bakgrunden till detta antagande är att funktionssegmentet odörkontroll är en relativt ny marknad som fortfarande måste bevisa sin existens – minskade investeringar och marknadsatsningar ”redan” 2018 skulle gynna lönsamheten men möjligen äventyra tillväxtmöjligheterna på längre sikt.

Försäljningsmässigt gör vi inte justeringar och räknar med en tillväxt på 24,0 procent under 2017, Polygenes målsättning är en tillväxt på 30,0 procent. Ett större fokus på personalrekryteringar och marknadsaktiviteter i syfte att säkra tillväxten på längre sikt bedömer vi ske på bekostnad av försäljningstillväxten. Först 2018 ser vi tillväxten närma sig 30 procent. Även bruttomarginal lämnas oförändrad kring 58 procent för resterande kvartal 2017 och även helåret 2018.

Våra nya antaganden flyttar inte fram lönsamheten (vi räknar sedan tidigare med ett lönsamt Polygiene först 2018). Dock räknar vi nu med EBITDA på -7,7 MSEK (tidigare -3) samt 5,5 MSEK (tidigare 10) för 2017 respektive 2018. Vi är positiva till den aggressiva tillväxtstrategin och är medvetna om att marknadsatsningar och resursförstärkningar är den enda vägen till ökade volymer samt fler partners. Men för att uppnå bolagets egna finansiella mål om 15,0 procent i rörelsemarginal måste rörelsekostnaderna (exkl. COGS) röra sig ner mot cirka 40-45 procent av försäljning – att jämföra med kvartalets siffror på 79,0 procent. I våra prognoser uppnås rörelsemarginalmålet först 2020.

Polygiene, detaljerade estimat												
(SEKm)	2015	Q1	Q2	Q3	Q4	2016	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	2017	2018
Försäljning	51,5	13,4	13,0	14,9	20,2	61,6	17,4	17,0	20,0	22,0	76,4	99,3
EBITDA	5,6	-1,3	-2,3	-0,4	0,6	-3,4	-3,1	-2,7	-1,8	-0,2	-7,7	5,5
EBIT	5,6	-1,3	-2,3	-0,4	0,6	-3,4	-3,1	-2,7	-1,8	-0,2	-7,7	5,5
VPA, SEK*	0,52	-0,07	-0,12	-0,02	0,05	-0,16	-0,15	-0,13	-0,09	-0,01	-0,38	0,21
Försäljningstillväxt (YoY)	47%	97%	22%	-21%	35%	20%	30%	31%	34%	9%	24%	30%
Bruttomarginal	59%	60%	55%	59%	57%	58%	58%	58%	58%	58%	59%	58%
EBITDA-marginal	11%	-10%	-18%	-3%	3%	-6%	-18%	-16%	-9%	-1%	-10%	6%

Källa: Redeye Research, Polygiene

* VPA 2016 räknat på genomsnittligt antal aktier, 19,6 milj. VPA under 2017 och 2018 räknat på antal aktier idag, 20,5 milj.

Värdering

Värdering i base case uppgår till omkring 16 kronor per aktie och fair value range hamnar på 6 – 22 kronor

Vårt avkastningskrav som baseras på vår Redeye Rating av bolagets kvalitéer uppgår nu i alla tre scenarion till 10,8 procent (tidigare 11,8). Sänkningen förklaras av Redeyes beslut att sänka den riskfria räntan i vår DCF-modell för alla våra bolag från 3,5 procent till 2,5 procent. Dock neutraliseras detta till stor del av att den långsiktiga tillväxten sänks till 2,0 procent (tidigare 3,5).

Värderings slutsats och aktieutveckling

Värdering i base case uppgår till omkring 16 kronor per aktie och fair value range hamnar på 6 – 22 kronor (se nästa avsnitt för våra värderingsantaganden).

Aktien har under året haft en svag utveckling med en nedgång på omkring 10 procent, kvartalsrapporten föll inte heller marknaden i smaken sett till nedgången på cirka 5 procent i samband med rapporten. Vi tror marknaden dels har frågor kring hävstången i affärsmodellen men även att försäljningen inte lossnat ytterligare (för rullande 12 månader uppgår tillväxten till 13 procent) sett till marknadssatsningarna samt det positiva nyhetsflödet. Kanske förväntas en bättre "ratio" mellan nya samarbeten och försäljning – eventuellt kan bolaget bättre klargöra den ekonomiska effekten av de samarbeten som ingås. En del samarbeten (pga. bolagens storlek) kommer inte påverka den översta raden i någon större utsträckning, likafullt är det viktigt att betona att varje nytt samarbete är ett utökat marknadsföringsfönster för Polygiene.

För en långsiktig ägare ser vi dagens kursnivåer som attraktiva förutsatt att bolaget utvecklas enligt våra prognoser. Uppsidan till vårt base case kring 16 kronor uppgår till cirka 40 procent. Vi ser nya samarbeten med globala ledande varumärken som naturliga triggers för aktien. Även marginalförbättringar utgör katalysatorer då skalbarheten i de fasta kostnaderna skulle bekräftas.

Base case – grundscenario

I base case utgår vi från de finansiella prognoser som presenterades i föregående kapitel. Vi ser en genomsnittlig försäljningstillväxt om 18 procent per år under prognosperioden 2017-2026. Därefter räknar vi med att bolaget når en mognadsfas och växer med 2 procent (Polygienes finansiella mål är en tillväxt på 30 procent).

Under samma period förväntar vi oss en genomsnittlig EBIT-marginal på 14,0 procent, den långsiktiga EBIT-marginalen uppgår till 13 procent (Polygienes finansiella mål är en EBIT-marginal på 15,0 procent).

Polygiene: Värderingsantaganden i base case			
Antaganden	2017-2026	DCF-värde	
CAGR försäljning	18%	WACC	10,8%
EBIT-marginal (avg)	14%	Nuvärde FCF	154
ROE (avg)	19%	Nuvärde Terminal value	154
Terminal		EV	309
Tillväxt FCF	2,0%	Nettokassa	20
EBIT-marginal	13%	Utdelningskorrigering	0
Exit EV/EBIT multipel	9	Minoriteter	0
Exit EV/Sales multipel	1,2		
		DCF-värde	329
		Värde per aktie	16,0
		Dagens aktiekurs	11,3
		Potential/Risk	42%

Källa: Redeye Research

Vårt DCF-värde i base case uppgår till 16 kronor per aktie, en uppsida om 40 procent över dagens kurs och motsvarande ett Enterprise value (EV) på 309 miljoner kronor. Vid dagens nivåer på 11 kronor väntas Polygiene uppnå en genomsnittlig försäljningstillväxt runt 16 procent per år samt uppvisa genomsnittlig EBIT-marginal på 10 procent under perioden 2017-2026. Den långsiktiga tillväxten samt EBIT-marginalen antas uppgå till 2 respektive 10 procent.

Tittar vi på multiplarna vid base case är nyckeltalen fram tills 2018 vid en första anblick inte frestande, men dessa år tyngs av de diskuterade kostnadsökningarna. Från 2019 och framåt är nyckeltalen inte låga, men inte heller ansträngda för ett bolag som väntas växa enligt våra prognoser (konservativa försäljningsprognoser i förhållande till bolagets finansiella mål om 30 procent). Den förbättrade lönsamheten från 2019 har sin förklaring i att marknadssatsningar och rekryteringar väntas avta avsevärt jämfört med idag.

Polygiene: Värderingsmultiplar				
(SEKm)	2017	2018	2019	2020
Försäljning	76,4	99,3	129,1	158,8
EBITDA	-7,7	5,5	17,0	32,5
Resultat	-7,7	4,3	13,3	25,3
VPA, SEK	-0,38	0,21	0,65	1,24
P/E	-42,4	77,0	24,8	13,0
EV/Sales	4,0	3,3	2,5	2,1
EV/EBITDA	-39,9	60,1	19,3	10,1

Källa: Redeye Research

Bear case – pessimistiskt scenario

I bear case utgår vi från en genomsnittlig försäljningstillväxt om 10 procent per år under prognosperioden 2017-2026. Därefter räknar vi med att bolaget når en mognadsfas och växer med 2 procent. Under samma period förväntar vi oss en genomsnittlig EBIT-marginal på 9 procent, den långsiktiga EBIT-marginalen uppgår till 8 procent.

Vårt DCF-värde i bear case uppgår till omkring 6 kronor per aktie, en nersida på 46 procent mot dagens kurs och motsvarande ett Enterprise value (EV) på 102 miljoner kronor.

Bull case – optimistiskt scenario

I bull case utgår vi från samma EBIT-marginaler som vid base case (14 procent) men där en aggressivare försäljningstillväxt om 23 procent per år indikerar ett högre värde. Den långsiktiga tillväxten och EBIT-marginalen förväntas uppgå till 2 respektive 14 procent. Den antagna försäljningstillväxten under bull case understiger bolagets egna finansiella mål om 30 procent per år.

Vårt DCF-värde i bull case uppgår till 22 kronor per aktie, en uppsida på 93 procent mot dagens kurs och motsvarande ett Enterprise value (EV) på 424 miljoner kronor.

Investeringssammanfattning

- **Polygiene – ett Ingredient Brand & en helhetslösning**
- **The winner takes it all**
- **Frågetecken kring lönsamheten**

Polygiene bygger ett varumärke (Ingredient Brand, likt Gore-Tex) baserat på funktionaliteten permanent odörkontroll (Polygiene Odor Control Technology). Det är hittills ingen konkurrent som lyckats bygga upp en liknande helhetslösning eller ett lika starkt varumärke. Detta bedömer vi vara bolagets konkurrensfördelar.

Ett etablerat faktum för Ingredient Brand-strategier handlar om att det ledande varumärket erhåller stor marknadsdominans. Lyckas bolaget upprätthålla sin ledande position inom Sport & Outdoor och erövra samma position i de nyare segmentsatsningarna Livsstil, Skor och Hemtextiler, finna stora chanser att nästa svenska exportsuccé kan vara ett litet bolag listat på First North.

Idag bedömer vi marknaden ha frågetecken kring lönsamheten. I våra prognoser är förlust 2017 och en låg lönsamhet 2018 inprisad till följd av ökade marknadssatsningar och rekryteringar. Först 2019 väntas en högre lönsamhetsnivå då skalbarheten i de fasta kostnaderna gör ett avtryck. För en långsiktig ägare ser vi därför dagens kursnivåer som attraktiva, ***värderingen vid base case uppgår till 16 kronor per aktie och fair value range till 6-22 kronor***. Vid base case ser vi en genomsnittlig försäljningstillväxt om 18 procent per år under prognosperioden 2017-2026. Därefter räknar vi med att bolaget når en mognadsfas och växer med 2 procent. Under samma period förväntar vi oss en genomsnittlig EBIT-marginal på 14,0 procent, den långsiktiga EBIT-marginalen uppgår till 13 procent (Polygienes finansiella mål är en tillväxt på 30 procent samt en EBIT-marginal på 15,0 procent). WACC:en uppgår till 10,8 procent.

Vi ser nya samarbeten med globala ledande varumärken som naturliga triggers för aktien. Även marginalförbättringar utgör katalysatorer då skalbarheten i de fasta kostnaderna skulle bekräftas.

De största riskerna är förknippade med:

- Debatten kring kemikalier i textilier.
- Den snabba tillväxten – det är alltid en utmaning att växa med både kvalitet och lönsamhet i hög takt samt det faktum att 10 kunder står för cirka 60 procent av omsättningen.
- Funktionssegmentet odörkontroll är en relativt ny marknad som fortfarande måste bevisa sin existens, idag är det för tidigt att avgöra om odörkontroll är här ”för att stanna”.

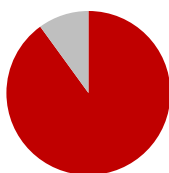
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

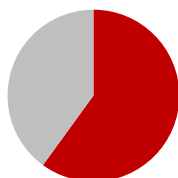
Inga förändringar i denna rapport.

Ledning 9,0p



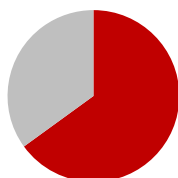
Polygienes lednings utgör en av bolagets främsta styrkor. Ledningen med VD i spetsen har lång branschfarenhet, och styrelsen samt Advisory Board utgör ett viktigt komplement till ledningen. Bolagets kompensations nivåer finner vi även som måttfulla för ett bolag som Polygiene.

Ägarskap 6,0p



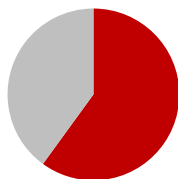
Ledning och styrelse äger tillsammans närmare 30 procent av kapitalet, vilket är positivt då det ökar sannolikheten för att ledningen arbetar ur ett aktieägarvänligt fokus. Vidare finns det inga institutionella ägare vilket drar ner betyget.

Vinstutsikter 6,5p



Polygiene vinstutsikter är mycket positiva. Bolaget verkar på en relativt ny marknad under stark utveckling där Polygiene har en dominant position. Trots att bolaget uppvisar konkurrensfördelar vågar vi inte bedöma de som uthålliga än, vilket drar ner betyget något. Skulle Polygiene lyckas behålla sin ledande position framöver är det sannolikt att en annan bedömning görs.

Lönsamhet 6,0p



Polygiene är sedan 2013 ett lönsamt bolag. Dessutom utgår vi från en marginalexpansion framöver. Ett högre betyg är motiverat om bolaget fortsätter visa kontinuerliga vinster och infria våra förväntningar, men än så länge är den lönsamma historiken för kort.

Finansiell styrka 5,0p



Polygiene har idag inga räntebärande skulder och omsättningstillgångar uppgår till 3,2x de totala skulderna - en stark finansiell ställning. Kassan uppgår till 20,0 MSEK vid utgången av 2016. Trots detta dras betyget ned på grund av den smala produktportföljen och med anledning av att de 10 största kunderna står för cirka 60 procent av försäljningen.

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
<table border="1"> <caption>Omsättning & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (%)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~35</td> <td>~25</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~50</td> <td>~45</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~60</td> <td>~25</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~75</td> <td>~30</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~100</td> <td>~35</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~130</td> <td>~35</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (%)	Försäljningstillväxt (%)	2014	~35	~25	2015	~50	~45	2016	~60	~25	2017E	~75	~30	2018E	~100	~35	2019E	~130	~35	<table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (%)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~3</td> <td>~15</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~5</td> <td>~17</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~-2</td> <td>~5</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~-7</td> <td>~-10</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~5</td> <td>~10</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~17</td> <td>~15</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (%)	EBIT just-marginal (%)	2014	~3	~15	2015	~5	~17	2016	~-2	~5	2017E	~-7	~-10	2018E	~5	~10	2019E	~17	~15
År	Omsättning (%)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2014	~35	~25																																									
2015	~50	~45																																									
2016	~60	~25																																									
2017E	~75	~30																																									
2018E	~100	~35																																									
2019E	~130	~35																																									
År	EBIT just (%)	EBIT just-marginal (%)																																									
2014	~3	~15																																									
2015	~5	~17																																									
2016	~-2	~5																																									
2017E	~-7	~-10																																									
2018E	~5	~10																																									
2019E	~17	~15																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
<table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA</th> <th>VPA (just)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~0.0</td> <td>~0.0</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~0.45</td> <td>~0.45</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~0.0</td> <td>~0.0</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~-0.35</td> <td>~-0.35</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~0.2</td> <td>~0.2</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~0.65</td> <td>~0.65</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA	VPA (just)	2014	~0.0	~0.0	2015	~0.45	~0.45	2016	~0.0	~0.0	2017E	~-0.35	~-0.35	2018E	~0.2	~0.2	2019E	~0.65	~0.65	<table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~15</td> <td>~0</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~85</td> <td>~0</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~70</td> <td>~10</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~55</td> <td>~18</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~55</td> <td>~10</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~60</td> <td>~0</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2014	~15	~0	2015	~85	~0	2016	~70	~10	2017E	~55	~18	2018E	~55	~10	2019E	~60	~0
År	VPA	VPA (just)																																									
2014	~0.0	~0.0																																									
2015	~0.45	~0.45																																									
2016	~0.0	~0.0																																									
2017E	~-0.35	~-0.35																																									
2018E	~0.2	~0.2																																									
2019E	~0.65	~0.65																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2014	~15	~0																																									
2015	~85	~0																																									
2016	~70	~10																																									
2017E	~55	~18																																									
2018E	~55	~10																																									
2019E	~60	~0																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Havan Hanna äger aktier i bolaget: Nej Tomas Otterbeck äger aktier i bolaget: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Polygiene bygger ett varumärke baserat på funktionaliteten permanent odörkontroll (Polygiene Odor Control Technology). Strategin bygger på ett Ingredient Brand, likt Gore-Tex, Windstopper, Polartec etc. Polygiene bygger sitt varumärke genom att arbeta med hela värdekedjan från utveckling och tillverkning hos underleverantörer till marknadsföring och kundutbildning. Bolaget fokuserar på premiumvarumärken och bland de över 100 kunderna finns Adidas, Patagonia och Hugo Boss.</p>																																										

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2017-05-19)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	44	44	17	11	21
3,5p - 7,0p	70	62	98	34	44
0,0p - 3,0p	13	22	13	83	63
Antal bolag	127	128	128	128	128

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.