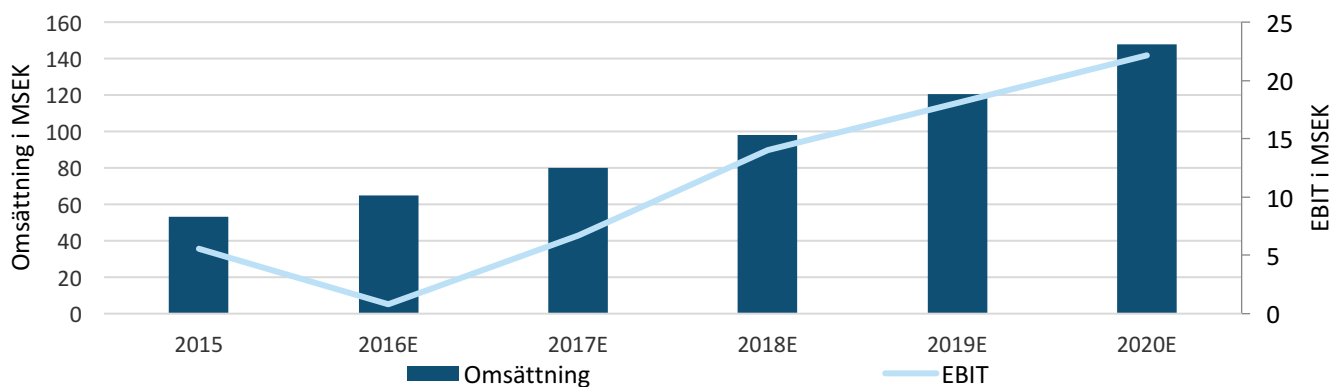


ANALYTIKER		analysgruppen@linclund.com
Filip Eriksson	Fundamental Analytiker	
Jesper Wijk	Fundamental Analytiker	
Andreas Israelsson	Teknisk Analytiker	
Polygiene		
Aktiekurs		12,7
v. 52 högsta / lägsta		17,8/9,1
Antal aktier		20 516 000
Börsvärde (MSEK)		265
Nettoskuld (MSEK)		-26,061
EV (MSEK)		232,440
Sektor		Material
Lista / kortnamn		First North / POLYG
Nästa rapport		2017-02-28 årsrapport
UTVECKLING		
1 månad		2.02 %
3 månader		-16.45 %
1 år		17.8 %
YTD		1.6 %
HUVUDÄGARE %		
JP Morgan Bank Luxembourg		15,3%
Richard Tooby		9,9%
Nomura Securites Co		7,8%
Erik A i Malmö AB		7,0%
Clearstream Banking S		6,7%
Jonas Wollin		4,1%
LEDNING		
CEO		Christian von Uthmann
Styrelseordförande		Lennart Holm

- » **En stark outdoor- och fitness-trend gör Polygiens produkt aktuell.** Flera undersökningar visar på en stor nytta för silversaltlösning i kläder där både hygien- och miljöaspekter spelar stor roll. Bara i USA är marknaden för *activewear* värd \$44 miljarder och växte med 16 % 2015.
- » **Stora befintliga kunder och högt inflöde av nya avtal.** Bolaget har sedan tidigare avtal med bland annat Adidas, Patagonia och Hugo Boss, och har under hösten inlett nya samarbeten med sex olika bolag, inom olika segment. Det diversifierar intäktsstrukturen i kundportföljen, vilket minskar riskerna för hur outdoorbranschen utvecklas.
- » **Höga kostnader hänförligt till organisk tillväxt tynger resultatet.** Marknadssatsningar, som ökat med 5.6MSEK under året, samt kostnader för notering vid First North på 0.9MSEK tynger resultatet. Bolaget uppvisar en förlust på -2.8 MSEK för rullande 12 månader. Med prognosticerad omsättningstillväxt kommer helåret visa ett svagt positivt resultat på 0.8MSEK.
- » **Omsättningstillväxt i base case på 26 % för helåret** Under första halvåret växte omsättningen med 51 % jämfört med samma period 2015, vilket tillsammans med en hög bruttomarginal på 60 % ger en uppsida i EV/S motsvarande 33 % nästkommande två år.
- » **Stark finansiell ställning och välrenommerad styrelse med insiderägande.** En kassa på 50 % av totala tillgångar, som en följd av nyemission 2015, ger utrymme för marknadssatsningarna som gjorts under året, samt eventuella satsningar 2017.

Omsättning och EBIT



Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse



Risknivå

En stark outdoor- och fitness-trend, välkända samarbetspartners samt hög omsättningstillväxt öppnar för vinsttillväxt.

Polygiene har under året haft stora marknads- och PR-satsningar som ökat med 5.6MSEK jämfört med 2015. Syftet är att knyta nya avtal med kunder, vilket ger triggers i närkommande tid. Flertalet nya avtal har, under Q4 knutits vilket benämns senare. En bruttomarginal på 60 % och en stor kassa visar på finansiell styrka.

Polygienes produkt ligger rätt i tiden

En undersökning av NDP visade att marknaden för *activewear* i USA var värd \$44 miljarder och växte med 16 % 2015, vilket kan jämföras med en mager ökning på 2 % i den totala klädförsäljningen.

Enligt en undersökning som Folkhälsoinstitutet gjort, ägnade sig 65% av de tillfrågade svenskarna år 2015 åt minst 30 minuters fysisk aktivitet varje dag. Samtidigt så visar forskning från University of Cambridge att cirka 66 % av miljöpåverkan från kläder uppstår vid konsumtion, snarare än produktion. Enligt forskarna skulle miljöpåverkan minska genom köp av kläder som är av bättre kvalitet och som därmed håller längre. Även detta är en stark trend där Polygiene är starkt positionerade.

Genom att behandla produkter med Polygienes silversalt så ökar värdet

sett både ur ett konsumentperspektiv men även ur ett miljöperspektiv då antalet tvättar kan minska markant. Silversaltet förhindrar tillväxten av de bakterier som annars skapar en illaluktande odör vid svettning, vilket enligt bolaget själva är något som 90 % av de tillfrågade i en marknadsundersökning tycker påverkar självförtroendet negativt. Samtidigt skulle 63 % vara villiga att betala £70 för ett underställ som är behandlat av Polygienes silversalt, framför ett icke-behandlat underställ för £15. Detta tyder på en stor marknad sett ur flera aspekter, samtidigt som att konsumenter ser värdet av att välja en Polygiene-behandlad produkt.

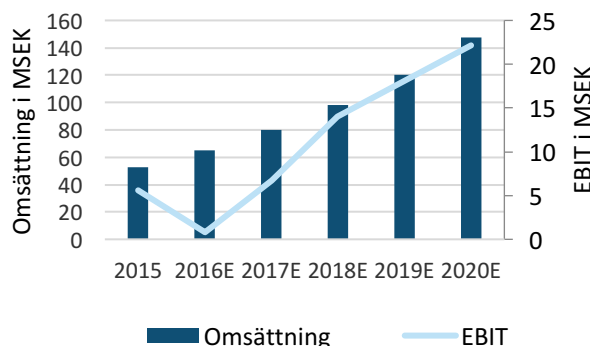
Polygiene vänder sig främst till ledande premiumvarumärken och deras kunder.

Produkten som de erbjuder är materialbehandling, samt kunskap och aktiv support gällande konceptet. Silversaltet som används går att applicera på många olika material, och har dessutom fått den brittiska klassificeringen *Medical Class 1* som motsvaras av att kunna användas mot ett öppet sår. Produkten tillverkas i EU och Japan av återvunnet silver, vilket speglar fokuset på hållbarhet som bolaget har. Vid en order skickas silversaltet till kunden, som sedan tillsätter lösningen vid materialtillverkningen, och som sedan ger ett skydd för produktens hela livslängd.

Det är en process där bolagets kunskap gör skillnad, och det är det som får bolaget att differentiera sig från sina konkurrenter. Polygiene är det enda bolag som endast fokuserar på silversalt och som besitter det mervärde i sitt varumärke, som används vid co-branding. Detta höjer sannolikheten för återkommande kunder, i takt med att konsumenter blir medvetna om Polygiene.

Stark omsättningstillväxt

Med en omsättningstillväxt på 51 % för första halvåret, i jämförelse med samma period 2015, lyckas Polygiene upprätthålla en stabil organisk tillväxt. För helåret prognostiseras en omsättning på 65 MSEK (51.5 MSEK), vilket skulle innebära en tillväxt på 26 %. Q3 minskar tillväxten, då Q3 2015 uppvisade fördröjda säsongsvariationer. Q4 är det starkaste kvartalet, som prognostiseras till 21 MSEK (15.5 MSEK), vilket kan visa ännu större uppsida om de tidigare nämnda satsningarna slår väl ut, där avtal med nya kunder i form av Dcore, 2XU och Belgiska Posten redan etablerats. Planerade ökade kostnader för marknads- och personalsatsningar, samt kostnader för notering vid First North i mars tynger resultatet, som uppvisar en förlust på -2.8 MSEK för rullande 12 månader, vilket kan jämföras med vinsten på 5.6 MSEK för 2015. Helåret 2016 estimeras uppvisa ett positivt resultat, 0.8 MSEK, enligt antagande om



Kassan står för över 50 % av de totala tillgångarna samtidigt som bolaget inte har några långfristiga skulder.

Detta tyder på en stark finansiell ställning där det finns utrymme för de stora satsningarna som gjorts under året, och eventuella satsningar nästa år. Bolaget har inga behov av höga CAPEX, eller stora varulager, vilket kan leda till utdelningar när bolaget övergått från tillväxtstadiet.

Bolagsbeskrivning

Polygiene är ett världsledande företag inom området odörkontroll. Det är inte svett som luktar, utan det är olika bakterier som skapar odören och genom att behandla diverse material med silversalt så förhindras bakterierna från att växa. Polygiene använder sig av co-branding och är delaktiga i hela värdekedjan för att skapa maximal kundnytta.



Polygiene®

Styrelseproffs och insiderägande

Styrelseproffs och insiderägande Styrelseordförande är Lennart Holm som även är ordförande i Large Cap-bolaget BillerudKorsnäs. Styrelse och företagsledning äger 30 % av aktierna i bolaget, samtidigt som insiderhandeln under 2016 överlag har varit positiv med nettoköp på över 600 000 aktier. VD Christian von Uthmann har varit anställd inom företaget sedan 2006, och äger med närstående cirka 4.3 % av kapitalet, motsvarande dryga 870 000 aktier. Detta tyder på en stark tro på den egna verksamheten, samt ger fortsatta incitament för fortsatt tillväxt, där målet från bolagets sida är över 30 % ökning av nettoomsättningen, över en konjunkturcykel.

Samarbete med världsledande varumärken

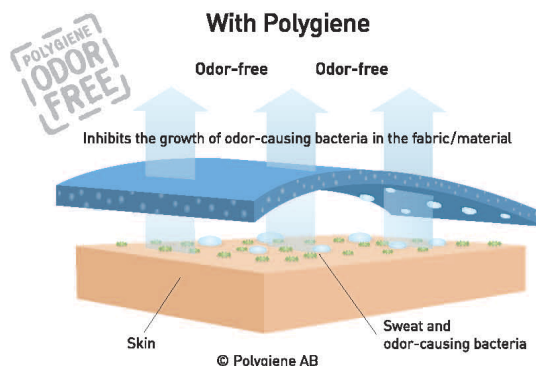
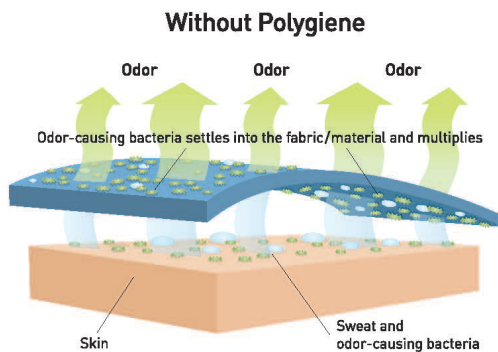
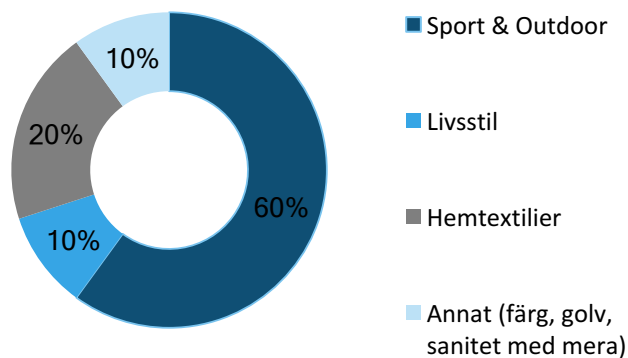
Polygiene har redan lyckats inleda samarbeten med världsledande varumärken inom olika segment. 60 % av omsättningen står sport & outdoor för, där varumärken som Adidas och Patagonia är drivande. Samarbetet med Patagonia inleddes redan 2012, och Adidas 2013/14. Exakt hur stor andel av omsättningen som exempelvis Adidas står för är inget som bolaget nämner, men vid en jämförelse av omsättningen mellan år 2012 och 2014, så skedde en ökning från 18.6MSEK, till 35MSEK vilket motsvarar en ökning på cirka 88%.

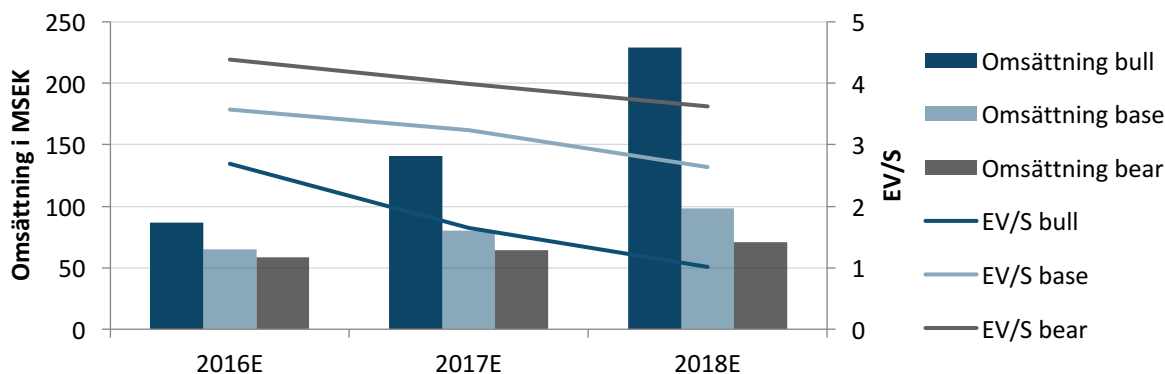
Ett företag med en liknande affärsmodell är Gore-tex, där produkten är en lamineringsmetod som ska förhindra att vatten tränger in i plagget, samtidigt som luft tillåts passera. Första kommersiella ordern skedde 1976 och tack vare en bra marknadsföringsteknik, är det än idag aktuella. Både Polygiene och Gore-tex har co-branding som marknadsmodell, där företag ska kunna använda Polygienes respektive Gore-tex varumärke för att visa på kvalitet. Detta beror till stor del på bristen på patent hos båda företag. I Polygienes fall går det helt enkelt inte att patentera silversalt, vilket gör det viktigt med ett starkt varumärke. Detta är anledningen till de stora marknadsatsningarna som skett under året, och som i dagsläget sänker EBIT.

Resultat av marknadsatsningar

Marknadsatsningarna har hittills lett till samarbete med bland annat de tidigare nämnda bolagen Dcore, 2XU och Belgiska Posten inom klädessegmentet. Dessutom har ett partnerskap med Koreas största hemtextilföretag Evezary inletts. Evezary väljer att implementera Polygienes produkt i hela deras "Around Home"-sortiment. Där behandlas allt från textilier till fyllningar och säljs både i butik och online, över hela världen.

Samtidigt har bolaget blivit omnämnda i exempelvis Men's Fitness som kallar Polygiene för en "Game changer" när det gäller träningskläder. Vid fortsatta satsningar är det troligt att bolaget lyckas inleda samarbeten med välkända varumärken, vilket driver den estimerade omsättningsökningen.





Ökad framtida omsättning i takt med starka makrotrender

Omsättningstillväxten i bolaget är det som ger en intressant synvinkel värderingsmässigt. Tillsammans med bruttomarginalen på 60 % ger den höga tillväxten en uppsida på 33 % nästkommande två år. 2017 estimeras EV/S uppgå till 3.2x och 2018 2.6x. Base-scenariot är sannolikt baserat på de ingångna avtalen under året, samt de mål bolaget satt upp.

Bull-scenario

I Bull-scenariot går det redan att se hur en eventuell trigger i form av stora samarbeten i Q4 skulle vända EBIT och omsättningstillväxten kraftigt, vilket skulle resultera i ett EV/S på 2,7x. Detta mycket tack vare bruttomarginalen och en konservativ kostnadsökning framgent. Detta baseras på att bolaget lyckas bredda kundportföljen, samtidigt som de fördjupar sig i produktlinjerna hos redan befintliga kunder. Bull-scenariot är sannolikt vid en marknadsacceptans i hög grad, av produkten. Detta skulle förkorta ledtider för implementering av Polygienes produkt.

Bear-scenario

Vid en minskad ökning av nya antal skulle omsättningstillväxten att stagnera, vilket skulle leda till ett fortsatt negativt EBIT. Detta skulle innebära att satsningarna som ledningen gjort slår fel ut, vilket skulle tömma kassan Q1 2019. En nyemission skulle vara sannolik redan 2017. För att bedöma sannolikheten för detta beaktas bristen på fördjupning i befintliga avtal, där co-branding inte slagit väl ut trots stora samarbete i form av exempelvis Adidas.

Känslighetsanalys i EBIT

En känslighetsanalys i EBIT baseras på en stagnerad ökning i kostnadsmassan, fortsatt omsättningstillväxt samt hög bruttomarginal. Hänförligt till estimerat EBIT är då COGS som antas vara linjär. De olika estimaten visar på skalbarheten i affärsmodellen som vid kostnadsbesparingar skulle leda till hög tillväxt även i EBIT.

Vid jämförelse med EBIT för 2015 som var 5.6MSEK så uppvisar 2016 ett lägre resultat i base-scenariot, baserat på satsningarna som gjorts under året. En återhämtning år 2017E leder till en uppsida på 700 %, vilket anses sannolikt baserat på de nya avtalen som slutits under året. Bolagets mål på 15 % i EBIT-marginal uppnås först 2018E.

EBIT i MSEK	Bull	Base	Bear
2016E	22.7	0.8	-5.4
2017E	44.5	6.7	-3.1
2018E	79.9	14.0	-0.5

Peers

Då det inte finns någon direkt noterad konkurrent till Polygiene, så används OrganoClick för jämförelse. OrganoClick är ett miljöteknikbolag som bland annat säljer materialbehandling. Lägre värdering av omsättning, samt bättre marginal visar på en försiktig relativvärdering från marknaden av Polygiene, där stor vikt i dagsläget läggs vid det negativa EBIT.

Polygienes bruttomarginal är nästan dubbelt så hög vilket ger ett högre värde per omsatt krona jämfört med OrganoClick. Skalbarheten i företaget kombinerat med den positiva finansiella ställningen ger en möjlig uppsida både resultatmässigt och värderingsmässigt. Värt att notera är att OrganoClick innehar 7 olika patent för sin produkt, vilket Polygiene som tidigare nämnt, inte har.

Bolag	Tillväxt*	EV/S	Bruttomarginal	Kassa i %
Polygiene	35 %	3.8	60 %	50 %
OrganoClick	23 %	11.4	32 %	25 %

*Omsättningstillväxt fram till och med Q3 2016



”Polygiene: Handlas med minimal volym i en fallande trend”

Polygiene har under våren, sedan sin börsintroduktion i mars 2016, till stor del rört sig i sidled med en mycket blygsam volym och pendlat mellan 13 och 14 SEK. Ett utbrott över nivån skedde under hösten men aktien har sedan dess fallit tillbaka i form av en huvudskuldra-formation som senare gett ifrån sig ett negativt utbrott. I samband med utbrottet bröts den viktiga stödnivån kring 13 SEK och efter en längre tids konsolidering har även stödet kring 12 SEK brutits, vilket har föranlett en kraftigare negativ lutning på den nedåtgående trenden.

Minimal volym bidrar till osäkerhet då omsättningen av bolagets aktier historiskt sett har varit mycket blygsam. Den låga omsättningen bidrar till en slagig handel i aktien med många spikar såväl på upp- som nedsidan.

MACD har nyligen avgett en säljsignal då den har korsat signallinjen ovanifrån i samband med att aktien bröt den tidigare stömlinjen kring 12 SEK. Denna säljsignal tillsammans med den brutna stömlinjen och aktiens låga omsättning bäddar för en negativ teknisk syn på både kort- och lång sikt då det i nuläget inte finns några tecken på ett brott av den negativa trenden.

Avsaknaden av stömlinjer är påtaglig då aktien saknar robusta stömlinjer annat än på 9,1 SEK, vilket både är den kurs aktien introducerades till och det lägst noterade priset. En stop-loss läggs förslagsvis under denna nivå. På uppsidan har aktien däremot motstånd på många nivåer, närmast på 12 SEK. På längre sikt lär volymen vara en avgörande faktor för bryta dessa.

En fortsatt nedåtgående trend är att vänta ur en teknisk synvinkel på kort sikt givet säljsignalen från MACD och den brutna stömlinjen. På längre sikt lär volymen vara en avgörande faktor för att bryta de motstånd man har framför sig. Sammantaget är bedömningen ur en teknisk syn negativ på både kort och lång sikt.

Aktuell kurs

➤ 11,8 SEK

Trading Range

➤ 9,1 / 17,8 SEK

Stöd/Motstånd

➤ 9,1 / 12,0 SEK

Stop-loss

➤ 9,1 SEK

Teknisk syn kort sikt

➤ Negativ

Teknisk syn lång sikt

➤ Negativ

Strengths

- Produkten ligger i tiden med tydliga makrotrender som pekar mot miljömedvetenhet och en aktiv livsstil.
- Bolaget har knutit starka internationellt ledande samarbetspartners och står därför starkt rustade inför framtida tillväxt på marknaden.
- Stor kassa och hög soliditet ger finansiell stabilitet.
- Starkt varumärke.

Weaknesses

- Höga kostnader för marknadssatsningar har varit konsekventa och påverkar bolagets resultat för närvarande kraftigt negativt.
- Bristen på patent ger låga inträdesbarriärer och lätt att imitera produkten.

Opportunities

- Med tanke på tillväxten på marknaden som sker i takt med makrotrenderna har bolaget potential att kapitalisera på detta och öka omsättningen.

Threats

- I och med att många av bolagets största kunder är internationella företag med mångmiljardvärderingar hade de själva kunnat utveckla en produkt likt Polygienes att behandla sina kläder med.
- Valutakursrisker påverkar resultatet för företaget.

Rating

8	Value Drivers	Hög skalbarhet i affärsmodellen samtidigt som bolaget knutit ledande internationella företag till samarbetspartners ger Polygiene en intressant framtid. Även omsättningstillväxten prognostiseras vara fortsatt hög, vilket driver värdet.
5	Quality of Earnings	Nuvarande scenario med stora kunder som står för en majoritet av omsättningen ger en risk för framtida intjäning. Stigande kostnader under 2016 ger ett negativt resultat i dagsläget, vilket estimeras vända redan i Q4 2016.
7	Risk Profile	Bolagets produkt har inget patent för sin produkt, vilket drar ner betyget. Detta kompenseras genom co-branding och en ledande position på marknaden, utan direkta konkurrenter. Bolaget visar på hög soliditet och stor kassa, något som minimerar risken för nyemission.
7	Quality of Management	Bolaget har en stark ledning med lång erfarenhet. Styrelseordförande sitter även som ordförande i Large Cap-bolaget BillerudKorsnäs. Styrelse och ledningen äger dessutom 30% av aktierna.
Overall view		Bolaget står inför en intressant framtid med stor potential om marknadssatsningar slår igenom väl. Ett positivt resultat estimeras redan 2016, vid fortsatt hög omsättningstillväxt.

Resultaträkning		2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Omsättning	MSEK	15,784	18,640	27,803	36,478	52,997	59,626
Bruttoresultat	MSEK	9,608	10,731	16,982	22,982	31,016	35,904
Rörelseresultat	MSEK	-4,112	-4,737	1,412	3,675	5,598	-2,85
Resultat Före Skatt	MSEK	-4,730	-4,112	1,418	3,683	5,641	-2,81
Resultat Hänföring Aktieägare	MSEK	-4,730	-4,112	1,418	5,443	9,171	0,72
Vinst/Aktie	SEK	-	-	-	0,334	0,475	0,035
Antal Aktier	Milj	-	-	-	16,316	19,316	20,516
Utdelning	SEK	0	0	0	0	0	0
Balansräkning		2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Immateriella tillgångar	MSEK	0	0	0	0	0	0
Materiella tillgångar	MSEK	0	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar	MSEK	0,0143	0,0143	0,0143	1,774	5,304	5,304
Summa Anläggningstillgångar	MSEK	0,0143	0,0143	0,0143	1,774	5,304	5,304
Kassa/Bank	MSEK	1,230	1,339	3,918	6,073	27,544	26,061
Summa Omsättningstillgångar	MSEK	5,940	6,541	9,755	14,402	45,164	46,538
Summa Tillgångar	MSEK	5,954	6,555	9,769	16,176	50,468	51,842
Summa Eget Kapital	MSEK	2,496	2,299	3,917	9,351	40,843	40,413
Långfristiga Skulder	MSEK	0	0	0	0	0	0
Kortfristiga Skulder	MSEK	3,458	4,256	5,852	6,825	9,625	11,429
Summa Eget Kapital	MSEK	5,954	6,555	3,917	16,176	50,468	51,842
Nettoskuld	MSEK	-	-	-1,435	-6,073	-27,544	-26,061

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informations syfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en studentorganisation och analyser eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2016).