

ANALYTIKER

William Celsing
Nils Ture Betsholtz

BOLAGETS NAMN

Aktiekurs	21,70
52 v högsta / lägsta	21,70/20,60
Antal aktier	13 337 875
Börsvärde (MSEK)	377
Nettoskuld (MSEK)	-45
EV (MSEK)	332
Sektor	Bemanning
Lista / kortnamn	Small Cap/UFLX B
Nästa rapport	2017-04-25

UTVECKLING

1 månad	1,88 %
3 månader	13,61 %
1 år	-11,07 %
YTD	16,04 %

HUVUDÄGARE %

Björn Öräs	41,0 %
Carnegie Småbolagsfond	9,0 %
Avanza Pension	6,2 %
Veralda Investment LTD	4,4 %
Nordnet Pensionsförsäkringar	3,7 %
PSG Micro Cap	2,5 %

LEDNING

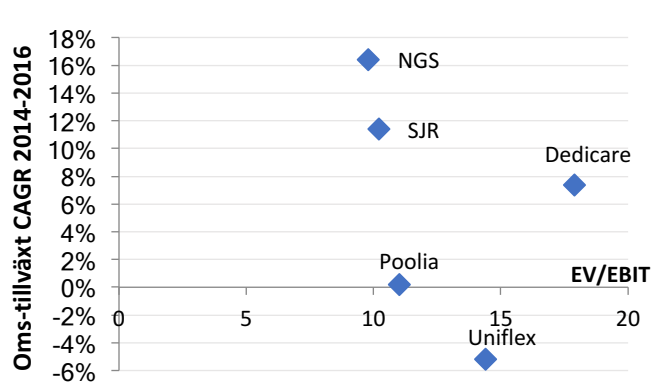
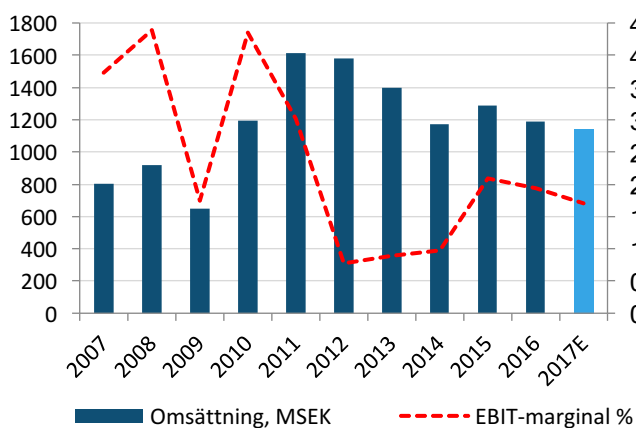
Verkställande direktör	Jan Bengtsson
Styrelseordförande	Björn Öräs

Hög branschtillväxt och låg penetrationsgrad i förhållande till övriga europeiska länder. Bemanningsbranschen har senaste tre åren växt med CAGR 6,5 % och sett till penetrationsgraden för bemanning i andra europeiska länder, finns förutsättningar för aktörer att nå ut till större del av arbetskraften i Sverige. Trots gynnsamt marknadsklimat har Uniflex under samma period minskat omsättningen med CAGR 2,8 %.

Utmanande förutsättningar för ökad EBIT-marginal. Härrörande från låga inträdesbarriärer, större personalstyrka och förhöjda arbetsgivarutgifter skapar detta tuffare klimat att uppnå målet om en EBIT-marginal om 5 %. För 2017E estimeras EBIT-marginalen nå 1,7 %.

Tillsynes attraktiv direktavkastning på 6,9 %. Dock finns farhågor kring om den höga direktavkastningen är långsiktigt hållbar, då genomsnittliga utdelningsandelen senaste fyra åren överstigit 100%.

Handlas till EV/EBIT 17,08x 2017E, motiverar 16 % nedsida. Till följd av ökad konkurrens, högre personalkostnader och lägre skalfördelar.



Värde drivare



Quality of earnings

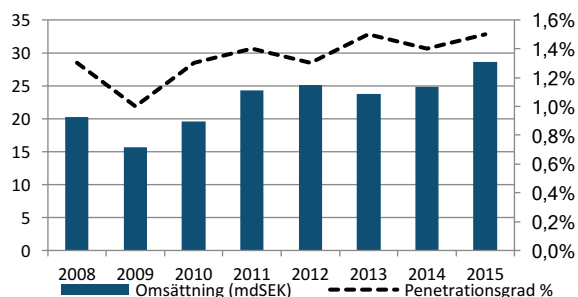


Ledning & styrelse



Risknivå

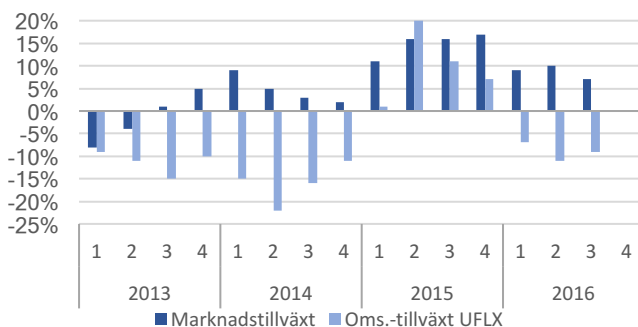
Gynnsamt marknadsklimat tyder på hög tillväxt för branschen. I Sverige sysselsätter bemanningsbranschen 1,5% av hela arbetsmarknaden. Penetrationsgraden i EU är ca 2,5%, och givet att de svenska företagen kan åstadkomma samma penetrationsgrad finns möjligheter till hög tillväxt framgent. Vidare pågår diskussioner att arbetsförmedlingen ska konkurransutsättas, vilket skulle vara en trigger för bransch tillväxten framgent.



Det nuvarande fördelaktiga konjunkturläget förstärker de positiva förutsättningarna för branschen i helhet. En förändrad konjunktur skulle få konsekvenser för branschen och Uniflex, vilket måste tas i beaktande. Dock finns inga indikationer på att konjunkturläget skulle försämrans på kort sikt enligt Konjunkturinstitutets barometerindikator, som för januari 2017 tyder på fortsatt ljust stämningläge för ekonomin.

Förlorar marknadsandelar samt negativ omsättnings-tillväxt. Trots gynnsamma förutsättningar minskade Uniflex omsättningen 2016 med 8 %, främst på grund av ökad konkurrens från nya och befintliga aktörer. De tre största aktörerna inom bemanning hade 2005 en marknadsandel på höga 70 %, i jämförelse med 2016 då siffran var 38 %, vilket tyder på låga inträdesbarriärer för branschen. Detta är speciellt tydligt inom segment där akademisk utbildning inte krävs, vilket är fallet för Uniflex.

Trots att Uniflex har som mål att växa mer än totalmarknaden, har bolaget bara lyckas göra det en gång sedan 2013. Det var under Q2 2015 som bolaget växte med 20 %, medan marknadstillväxten samma period var 16 %. Detta skapar osäkerhet kring hur sannolikt det är för bolaget att uppnå målet för tillväxt framgent.



Utmanande faktorer pressar EBIT-marginalen. För att vända negativa omsättningsstillväxten initierade VD, Jan Bengtsson, en satsning mot marknadsföring och försäljning under Q3. Säljkåren utökades, vilket väntas förbättra tillväxten under 2017, men med högre personalkostnader som konsekvens. Vidare påverkas Uniflex negativt av återgången till höjda arbets-givaravgifter för unga då en stor del av medarbetarna är under 26 år, vilket också kommer öka personalkostnaderna framgent. Detta i kombination med ökad konkurrens kommer pressa EBIT-marginalen som estimeras vara 1,7 % för 2017E, vilket är lägre än för samtliga peers, och långt från målsättningen om 5 %.

Utdelningsandel på 142 % för 2017 ger osäkerhet för framtida utdelningar. Bolaget delar ut 1,50 (1,50) per aktie för 2017, vilket ger en tillsynes attraktiv direktavkastning på 6,9 % sett till dagens kurs. Den är dock inte hållbar i ett längre perspektiv då utdelningen är högre än vinsten, vilket den också varit i genomsnitt senaste fyra åren. Vidare ger den höga utdelningsandelen indikationer på att bolaget har svårigheter att hitta expansionsmöjligheter, vilket tyder på utebliven tillväxtökning framgent.

Svårigheter att uppnå mål, trots erfaren ledning och högt insynsägande. Jan Bengtsson har suttit på sin VD-post sedan avknoppningen från Poolia 2004. Bengtsson innehar 168 000 aktier, motsvarande ca 1 % aktierna i bolaget, samt 140 000 teckningsoptioner. Största ägare är Uniflex styrelseordförande och grundare, Björn Öräs, som innehar ca 41 % av aktierna och är även styrelseordförande i Poolia och Dedicare. Totalt äger styrelse och ledning 51,1 % av Uniflex. Ledningen har haft historiskt svårt att nå finansiella mål, vilket bidrar till frågetecken kring huruvida Uniflex har rätt management och strategi för att nå dessa målsättningar.

Bolagsbeskrivning

Uniflex är ett bemanningsföretag som hyr ut och rekryterar personal inom yrkesområdena industri, lager, bygg och kontor. Bolaget finns idag på ca 50 orter i Sverige samt i Norge och Finland. Huvudmarknaden är Sverige med ca 90 % av omsättningen.



Multipelvärdering

För 2016 var omsättningen 1191 MSEK, vilket innebär en omsättningsminskning med 8 %. För 2017E estimeras att bolaget fortsätter att förlora marknadsandelar till nya aktörer, främst på grund av låga inträdesbarriärer i branschsegmentet, vilket leder till omsättningsminskning med -4 %. Det är i nivå vad bolagets omsättningstillväxt CAGR varit senaste fyra åren. EBIT-marginalen för 2016 var 1,9 %, vilket också är genomsnittet senaste fyra åren. Vidare är det 3,1 procentenheter ifrån bolagets mål om 5 %. För 2017E estimeras EBIT-marginal på 1,7 %, härrörande från ökad konkurrens, högre personalkostnader och lägre skalfördelar.

Med en EV/EBIT på 17,08x för 2017E anses värderingen hög givet bolagets nuvarande värdering. I dagsläget handlas Uniflex till EV/EBIT på 14,4x, vilket ger en nedsida på 16 %.

Relativvärdering

De bolag Uniflex jämförs med är Dedicare, NGS, Poolia, SJR och Wise Group. Bolagen är samtliga verksamma inom bemanning och är ungefär lika stora sett till börsvärde, och är således relevanta att jämföra med även fast de är fokuserade inom olika segment.

Tabellen nedan visar att Uniflex EBIT-marginaler är klart under snittet för peers, vilket är någon som måste förbättras för att motivera högre värderingsmultiplar. Bolaget värderas till en premium, vilket inte är befogat eftersom bolagets EBIT-marginal och omsättningstillväxt är lägst av peers. Uniflex EV/S på 0,28x är klart under snittet för peers som är 0,92x. I Uniflex fall kommer värdet att bli lågt då EBIT-marginalen är 1,9 %, i jämförelse med peers-snittet på 7,5 %.

Med marginaler betydligt lägre än peers anses värderingen hög för Uniflex. Det gäller i synnerhet för P/E och EV/EBIT, där bolaget handlas till premium jämfört med peers-snittet.

Poolia är den peer som är mest relevant då bolaget har liknande bred av bemanningstjänster, i jämförelse av övriga bolag som är mer nischade inom branschen. Om Uniflex förbättrar EBIT-marginalen i klass med Poolia, finns uppsida enligt EV/EBIT-multipel på 18 %.

Kassaflödesvärdering

Riskpremien är satt till 10 % efter PwC:s riskpremiestudie för 2016, vilket är anpassat för Uniflex låga börsvärde. Bolaget har inga långfristiga skulder, ett betavärde på 0,45, resulterar detta i en WACC på 7,8 %.

Bas-scenario - (DCF)		SEK	
WACC	7,8%	Motiverat värde/aktie	15
Antaganden		Börskurs	21,7
% Genom Oms.-tillväxt	2,8%		
Långsiktig EBIT-Marginal	3,0%	Potential/risk	-30,9%

Bear-scenario - (DCF)		SEK	
WACC	7,8%	Motiverat värde/aktie	8,3
Antaganden		Börskurs	21,7
% Genom. Oms.-tillväxt	2,5%		
Långsiktig EBIT-Marginal	2,2%	Potential/risk	-61,8%

Bull-scenario - (DCF)		SEK	
WACC	7,8%	Motiverat värde/aktie	23,5
Antaganden		Börskurs	21,7
% Genom. Oms.-tillväxt	3,0%		
Långsiktig EBIT-Marginal	3,5%	Potential/risk	8,3%

Sammanfattning & Slutsats

Trots gynnsamma förutsättningar för konjunkturen och branschen i helhet, har Uniflex historiskt haft svårt att nå upp till finansiella mål. Detta tillsammans med utmanande faktorer som låga inträdesbarriärer samt differentieringssvårigheter kommer försvåra för att bolaget ska åstadkomma förbättringar i EBIT-marginal, såvida bolaget ändrar inriktning i sin affärsverksamhet.

Den nuvarande värderingen är ansträngd gentemot peers, vilket gör att bolaget dessutom bedöms dyrt i dagsläget.

2016	BV	Oms. CAGR 2013-2016	EBIT-marg.	EV/EBIT	EV/S	P/E	Oms./anställd
Dedicare	1338	5,5 %	10,7 %	17,91x	1,91x	25,11x	1 279 724
NGS	465	12,1 %	7,3 %	9,76x	0,71x	13,19x	1 720 749
Wise Group	458	10,8 %	6,1 %	9,83x	0,6x	14,84x	1 065 123
SJR	415	8,4 %	10,5 %	10,19x	1,07x	14,97x	784 332
Poolia	276	0 %	2,9 %	11,01x	0,32x	20,12x	640 902
Snitt		7,4 %	7,5%	11,74x	0,92x	17,65x	1 098 166
Uniflex	377	-3,9 %	1,9 %	14,36x	0,28x	20,48x	486 520

Strengths

- Starkt varumärke i branschen.
- Högt insynsägande och erfaren ledning.
- Hög direktavkastning

Weakness

- Svårigheter att uppnå finansiella mål.
- Förlorar marknadsandelar.
- Haltande affärsmodell som inte tycks leverera önskade resultat.
- Hög personalomsättning

Opportunities

- Gynnsamt konjunkturläge.
- Möjlighet till högre penetrationsgrad av arbetsmarknad.
- Eventuell konkurrensutsättning av arbetsförmedlingen.

Threats

- Låga inträdesbarriärer.
- Svårigheter med differentiering i Uniflex branschsegment.
- Förändrat konjunkturläge

Bedömning av bolaget



Värde drivare

Hög omsättningstillväxt i branschen, dock har Uniflex svårigheter att dra nytta av rådande marknadsklimat. Skulle Uniflex kunna vända den negativa trenden finns det uppsida framgent.



Quality of Earnings

Bolaget har långa kontrakt med stora aktörer vilket bidrar till stabilitet, dock gör verksamhetens konjunkturkänslighet att bolaget får svårigheter i lågkonjunktur.



Ledning & styrelse

51,1 % insynsägande, vilket inger förtroende till aktieägarna och ger incitament till fortsatt värdeskapande. Vidare har både styrelse och management erfarenhet inom branschen. Dock har ledning svårt att uppnå mål, vilket drar ner ratingen.



Riskenivå

Bolaget är konjunkturkänsligt och svårt med differentiering mot liknande peers. Låga inträdesbarriär inom bolagets branschsegment samt betydelsen av lokal förankring bidrar till ökad risknivå.

Resultaträkning		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Omsättning	MSEK	648,83	1196,16	1614,12	1577,7	1397,6	1173	1288	1190,7
Bruttoresultat	MSEK	17,71	120,51	135,75	75,6	81,5	64,1	85,5	71,3
Rörelseresultat	MSEK	16,04	72,48	69,62	20,6	21,5	17,4	40,5	23,1
Resultat Före Skatt	MSEK	16,53	72,49	70,28	20,7	20,1	17,8	38	26,1
Resultat Hänföring Aktieägare	MSEK	11,34	52,01	48,67	12,2	12,5	11,4	27	18,4
Vinst/Aktie	SEK	0,67	3,07	2,81	0,71	0,72	0,657	1,555	1,06
Antal Aktier	Milj	16,94	16,95	17,3	17,36	17,36	17,362	17,362	17,362
Utdelning	SEK	0,6	2	2,2	0,6	0,7	0,8	1,5	1,5
Balansräkning		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Immateriella tillgångar	MSEK	2,43	4,08	0	0	11,5	6,2	5,1	0
Materiella tillgångar	MSEK	0,549	0,55	0,33	0,3	2,3	2	1,1	0,7
Finansiella tillgångar	MSEK	0,776	1,038	0,864	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3
Summa Anläggningstillgångar	MSEK	3,755	5,668	1,194	1	14,4	8,7	6,6	1
Kassa/Bank	MSEK	0	48,75	20,35	17,6	18,8	16,6	46,6	45
Summa Omsättningstillgångar	MSEK	183,04	341,77	417,18	368	374,6	300,1	324,7	306,7
Summa Tillgångar	MSEK	186,795	347,438	418,374	369	389	308,8	331,3	307,7
Summa Eget Kapital	MSEK	43,88	86,88	107,08	81	84,1	83,1	97,9	88,6
Långfristiga Skulder	MSEK	0	0	0	1,8	0	0	0	0
Kortfristiga Skulder	MSEK	142,91	260,56	311,29	286,2	304,9	225,7	233,4	219,1
Summa Eget Kapital	MSEK	186,79	347,44	418,37	369	389	308,8	331,3	307,7
Nettoskuld	MSEK	0	-48,75	-20,35	-17,6	21,2	-16,6	-46,6	-45
Kassaflödesanalys		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kassaf Löpande Verksamhet	MSEK	-10,46	42,91	-0,805	35,8	-19,6	50,2	44,9	23,3
Kassaf Investeringsverk	MSEK	-2,65	-1,99	0,13	-0,3	-8,1	-0,2	0	0
Kassaf Finansieringsverk	MSEK	-26,99	-8,611	-27,75	-38,1	29,8	-52,2	-13,8	-26
Åretskassaflöde	MSEK	-40,1	32,309	-28,425	-2,6	2,1	-2,2	31,1	-2,7
Fritt Kassaflöde	MSEK	-13,11	40,92	-0,675	35,5	-27,7	50	44,9	23,3

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 frånsäger 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).