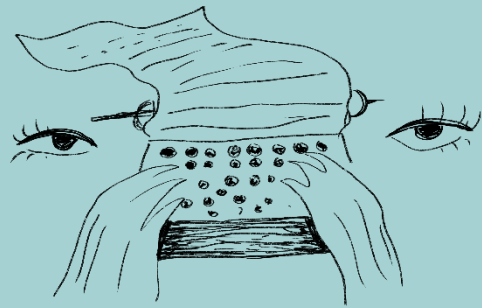




Polygiene

Undervärderad kvalitet



Datum: 2022-05-30

Analytiker: Peter Westberg

Polygiene är ett svenskt bolag som tillhandahåller teknologier för behandlingar av textilier och andra material. Bolaget tillverkar inga tyger eller produkter själva. De opererar i stället som ett ingrediensvarumärke vilket betyder att deras teknologier säljs som licenser B2B, och att Polygienes kunder själva ansvarar för att implementera teknologierna i deras produktionslinjer. Syftet för Polygiene är därför att ha en hög igenkänningsfaktor då deras pricing power till stor del är hänförlig till varumärkeskännedom, utöver problemen som deras teknologier löser.

Polygiene kommunicerar deras värdeerbjudande och skapar varumärkeskännedom genom att tillhandahålla hängtaggar och etiketter till Polygiene-behandlade produkter för att slutkonsumenten ska förstå innebörden av en behandlad produkt. Och innebörden är att en Polygiene-behandlad produkt håller sig fräsch längre och att den därför kan tvättas mindre frekvent, vilket besparar tid, energi, tvättmedel och vatten. Visionen är att omvandla förbrukningsvaror till mer hållbara varor samt skapa en mer hållbar textilindustri. Affärsmodellen är väldigt skalbar och har uppenbarligen fungerat bra i andra branscher.

Polygiene rider på ESG-trenden, har en stark ägarlista, mycket skin in the game och ett lågt börsvärde om 498,2 MSEK. En halv miljard SEK i börsvärde är där den klassiska "fondtröskeln" befinner sig. Det innebär att bolaget då är tillräckligt stort och vanligtvis har tillräckligt hög handelslikviditet för att institutionellt kapital ska kunna investera i bolaget, vilket tenderar att medföra multiplexpansion för aktien.

Sist men inte minst tror bolaget själva att de kommer kunna mer än femdubbla omsättningen innan utgången av 2026. Så sent som december 2021 gick Polygiene ut med nya finansiella mål: minst en miljard SEK i omsättning och en EBIT-marginal om 30% vid utgången av 2026. Detta motsvarar CAGR för omsättningen om ~40% kommande fem åren. Bolaget räknar med att växa med ~30% organiskt till och med 2026. Resten av tillväxten ska alltså vara förvärvad.

Key Stats

VD	Ulrika Björk
Ticker	POLYG
Lista	Firth North
Aktiekurs	13,64 SEK
Börsvärde	498,2 MSEK
Insiderägande	23,02%

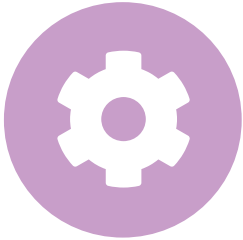


Polygiene®

Innehållsförteckning

Key insights.....	3
Erbjudande.....	4
Affärsmodell	4
Marknad	5
Konkurrensfördelar	5
M&A.....	6
Ledning	8
Styrelse.....	9
Ägarbild.....	11
Topp 15 ägare	11
Finansiell ställning.....	12
Finansiella mål	12
Value eller value trap.....	12
Värdering.....	14
Summering.....	16
Disclaimer	17
Källor	17

Key insights



Affärsmodell

Affärsmodellen och go-to-market-strategin som ett ingrediensvarumärke har uppenbarligen varit väldigt framgångsrik i andra branscher. Detta eftersom ingrediensvarumärken i många fall har väldigt stark marginalstruktur.



Ägarbild

Ägarlistan präglas av mycket insiderägande och är väldigt namnkunnig. Det har knappt sålts några aktier överhuvudtaget från insiders senaste fem åren, om vi exkluderar försäljningar från insiders som lämnat bolaget. Det är i vårt tycke svårt att hitta en bättre aktiv ägare än Håkan Lagerberg.



Värdering

Bolaget handlas idag till P/E 7,4 och EV/EBITDA 10,8 efter en väldigt turbulent period. Vi bedömer att detta är en kraftig felprissättning.

The entire organization and I are incredibly motivated to meet expectations in the coming years, and I am convinced that we will succeed.

- Ulrika Björk, VD

Investeringscase

- Strukturell tillväxt i ryggen.
- ESG-case med tydligt värdeerbjudande.
- Stark ledning med mycket skin in the game.
- Affärsmodell som möjliggör en väldigt fin marginalstruktur.
- Namnkunnig och stark ägarbild.
- Modest konkurrens.
- Väldigt billig värdering.

Erbjudande

Polygiene ger behandlingar för olika material som säkerställer att plagg, skor, utrustning, textilier med mera håller sig fräscha och bevarar sin kvalitet längre och att förekomsten av bakterier och virus blir mindre. Polygiene har en global räckvidd och har mer än 150 premiummärken som kunder som till exempel Adidas, Callaway, Salomon, Converse, Diesel och Atlas Copco. Polygiene arbetar för närvarande med sju huvudteknologier.

- 1) Biostatic förhindrar bakterietillväxt och minskar förekomsten av svettlukt. Biostatic är baserad på en silversaltlösning.
- 2) OdorCrunch "bryter ner" lukt molekyler för att eliminera lukt från till exempel matos och cigarettrök. OdorCrunch är baserad på en sand- och vattenlösning.
- 3) ViralOff minskar förekomsten av virus hos vissa material med över 99% (inkl. COVID-19). ViralOff är en biocid-teknologi baserad på samma aktiva substans som Biostatic.
- 4) Biomaster är en antibakteriell teknologi som hjälper till att hålla ytor rena och hygieniska. Biomaster går att applicera på vilken plast, textil, papper, färg eller beläggning som helst.
- 5) Scentmaster är en teknologi för att applicera dofter i olika produktmaterial.
- 6) Verimaster är en lösning för varumärkesskydd och produktverifieringskrav. Tekniken kan till exempel hjälpa till att säkerställa att produkter lever upp till föreliggande säkerhetskrav genom att se till att de är giftfria.
- 7) Masterpiece är ett erbjudande för de kunder som behöver en skraddarsydd tillsatslösning av teknologierna ovan.

Eftersom Polygiene ökar medvetandet kring tvätt- och avfallshantering, och att plagg som är behandlade med Polygenes teknologier håller längre eftersom de behöver tvättas mindre frekvent, ser vi ett tydligt värdeerbjudande och ESG-case.

Affärsmodell

Polygiene porträtterar sig själva som ett varumärke snarare än ett techbolag. Detta grundas i affärsmodellen som ett ingrediensvarumärke. Att vara ett ingrediensvarumärke innebär att ingen produktion eller tillverkning sker inhouse. Polygiene genererar intäkter genom att sälja sina teknologier som licenser B2B, till exempel till Adidas och Callaway som båda är kunder till bolaget. Polygiene är alltså endast delaktiga som ett co-brand i andra bolags försäljning till slutkonsument, samtidigt som Polygenes kunder själva ansvarar för att implementera teknologierna i deras egna produktionslinjer. Detta innebär att Polygiene inte utför några behandlingarna själva vilket mynnar ut i en väldigt fin skalbarhet och således marginalstruktur.

Polygiene ser till att alla som bär en produkt som är behandlad med någon av bolagets teknologier ska vara medvetna om det och förstå dess innebörd, eftersom starkare varumärkeskännetecken för Polygiene innebär att deras kunder kan ta mer betalt från slutkonsument - vilket i sin tur medför att Polygiene kan ta mer betalt av sina kunder. Därför har Polygiene som krav att en produkt som behandlats med någon av deras teknologier har hängtaggar och etiketter som kommunicerar att produkten är behandlad av Polygiene. På så vis skapar Polygiene mer varumärkeskännetecken. Ingrediensvarumärken är generellt sätt väldigt beroende av att ha ett starkt varumärke.

Det fina med att vara ett ingrediensvarumärke är att mycket av produktions- och marknadsföringskostnader sköts av ens partners som marknadsför åt en och står för en stor del av produktionskostnaden. Mips är ett annat svenskt ingrediensvarumärke som har kommit längre i sin resa. Deras partners betalar extra för att köpa till en gul knapp som sitter ytterst på en Mips-hjälm för att påvisa att det just är en Mips-hjälm. Det krävs dock att man når någon typ av inflektionspunkt innan konsumenter, och i sin tur partners, faktiskt efterfrågar det. Mips har idag en sagolik EBIT-marginal om 53%, vilket ger en indikation för styrkan och skalbarheten i affärsmodellen som ett ingrediensvarumärke. Mips teknologi är dock patenterad till skillnad från Polygienes och har även en högre teknisk komplexitet. Det är därför rimligt att anta att Mips har starkare skydd mot konkurrens jämfört med Polygiene. Bolagen opererar dessutom inom helt olika områden. Därför är det på många sätt inte en bra benchmark. Trots det är Mips ett intressant bolag att studera inom ingrediensvarumärken då Mips resa skapar förståelse för hur finanserna kan komma att utvecklas vid väldigt bra exekvering.

En annan viktig del i Polygienes affärsmodell är att de stöttar sina kunder genom hela värdekedjan. När ett avtal har undertecknats kontaktar Polygiene fabriken där plaggen tillverkas och utbildar personalen om hur behandlingarna ska tillämpas, vilket skapar en viss inlåsningseffekt.

Idag är Polygiene marknadsledare inom Sport & Outdoor-segmentet och är ensamma om att erbjuda en lösning för hela värdekedjan och att vara ett ingrediensvarumärke till 100%, vilket vi tror bidrar till ytterligare konkurrensfördelar. Polygiene skiljer sig också från sina konkurrenter genom sin prissättningsmodell då de främst tar betalt baserat på meter tyg eller skor, i stället för till exempel liter kemikalier. Vi misstänker dock att Polygiene kan komma att skifta prissättningsmodell till något som kräver mindre administrering och kontroll parallellt med att bolaget blir större.

Marknad

En rapport som publicerades i april 2020 av Global Market Insights (GMI), ett forskningsinstitut med fokus på marknadsanalys, visar att den antimikrobiella textilmarknaden kommer växa från 10,5 miljarder USD 2019 till 20,5 miljarder USD 2026, vilket motsvarar CAGR om 9,8% (Antimicrobial Textiles Market Size and Share, 2020). De tyger som förväntas växa mest i absoluta tal är polyester och bomull. Enligt GMI (2020) kommer tillväxten främst drivas av ett ökat behov inom sjukvård, privat klädeskonsumtion samt textilier i hemmet. Tillväxten förväntas vara högst i Nordamerika, Europa och Asien.

Konkurrensfördelar

Polygienes konkurrensfördelarna är lite knepiga att konkretisera i och med att de till stor del är hänförliga till många mjuka variabler som varumärket, affärsmodellen, ledningen och de aktiva ägarna. Polygienes konkurrenter använder samma behandlingsmetoder, som grundas i att behandla textilerna med silversalter, silverklorid och en salt- och vattenlösning. Teknologerna är generellt generiska och Polygiene skyddas inte heller av något patent. Däremot har Polygienes konkurrenter inte samma leverantörer och recept, men behandlingsmetoden är som sagt densamma. Det finns heller ingen annan aktör just nu som är ett renodlat ingrediensvarumärke inom nischen som

Polygiene opererar inom. Konkurrenterna är i stället hybridbolag i olika former - vilket vi betraktar som positivt för Polygiene.

Vår övertygelse är dock att bolag sällan behöver göra något helt unikt för att bli framgångsrikt. Det finns fler exempel på bolag som inte har en unik produkt eller tjänst som blivit extrema framgångssagor. För att nämna några exempel har till exempel Evolution, Embracer, Spotify, Coca-Cola och McDonalds som egentligen inte levererat något unikt. Däremot kan man argumentera för att några av dessa har varit first-movers inom deras respektive nischer, vilket också kan betraktas som en konkurrensfördel. Vi kategoriserar Polygiene som en first-mover inom bolagets nisch.

Genom att titta på andra ingrediensvarumärken skapar vi ytterligare förståelse för att produkten eller tjänsten inte nödvändigtvis behöver vara unik. Många andra ingrediensvarumärken har heller inget patent. Ofta är ingrediensvarumärken bolag som producerar något väldigt billigt och säljer väldigt dyrt för att de har ett starkt varumärke som tillåter dem att göra det. Ett exempel på detta är Swedencares PlaqueOff-teknik. Swedencare har numera inget patent för PlaqueOff då det löpte ut förra året. Och vem som helst kan egentligen köpa alger och addera det till hundmat. Trots att några konkurrenter försöker göra samma sak tycks det dock vara svårt att konkurrera med Swedencare.

För att få en bättre bild av konkurrensen har vi gjort lite klassisk Philip Fischer scuttlebutt - vilket kort och gott betyder att man pratar med aktörer i nära relation till bolaget som till exempel konkurrenter, kunder eller leverantörer. Vi kontaktade en av Polygiennes kunder och fick förklarat för oss att Polygiene enligt dem inte hade nått en så pass stark varumärkesstatus-/kännedom att det ej fanns någon annan aktör med i bilden när upphandlingen skedde. Men de berättade även att Polygiene skulle kunna tredubbla priset utan att de skulle byta leverantör för ändamålet. Detta indikerar att Polygiene kommit långt i sin varumärkesresa och att de är duktiga på kundrelationer.

Med ovan som grund bedömer vi att konkurrensfördelarna för Polygiene återfinns i styrkan hos varumärket och affärsmodellen i att vara ett ingrediensvarumärke, där Polygiene som sagt just nu är unika med att vara ett ingrediensvarumärke till 100%. Vidare tycker vi att ledningen och de aktiva ägarna är helt rätt människor för att kunna skapa aktieägarvärde och driva Polygiene framgångsrikt framåt. Vi återkommer till ledningen och ägarlistan längre ned i analysen.

Slutligen är det värt att nämna att nämna den legala terrängen som konkurrensfördel. Tuffare regleringar håller på att implementeras i EU. Detta brukar normalt gynna större aktörer för att den obligatoriska fasta kostnaden som tillkommer inte blir lika stor procentuellt för ett större bolag som för ett mindre.

M&A

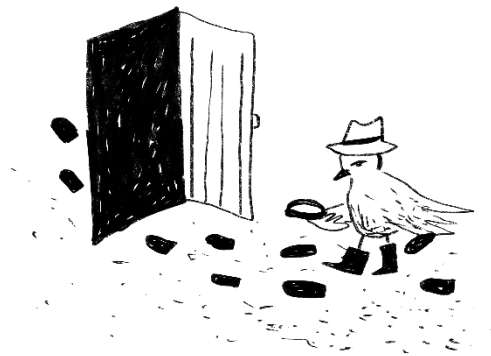
Givet att Polygiene kommunicerat att de ska växa omsättningen med omkring ~40% genomsnittligen de kommande fem åren samt att de ämnar växa organiskt med ~30% per år antar vi att bolaget kommer fortsätta driva en aggressiv M&A-agenda. Positivt för förvärvsbolag är såklart om de kan förvärva med egna medel för att slippa utspädning - i synnerhet när aktien är nedtryckt och lågt värderad vilket den för tillfället är. Trots att Polygiene redan idag har en fin lönsamhet antar vi dock att bolaget kommer fortsätta förvärva både med eget kassaflöde och nyemitterade aktier. Just emitteringen av nya aktier är något investerare bör vara vaksamma på vid framtida förvärv. Som

alltid när det kommer till att värdera bolag är det kassaflödet per aktie som räknas. Givet att Polygiene's aktiekurs just nu är ned 73% bara under 2022 ser vi också en utmaning för bolaget att fortsätta driva en aggressiva förvärvsagenda givet att emissioner på en lägre aktiekurs späder ut befintliga aktieägare mer. Vi tror således att den nedtryckta aktien försvårar den redan tuffa uppgiften att leva upp till 2026-målen.

När det kommer till Polygiene's ökade M&A-aktivitet är det värt att nämna både Håkan Svanberg och framför allt Håkan Lagerberg som har en aktiv roll i Polygiene just när det kommer till förvärv. Håkan Svanberg är styrelseordförande i Swedencare och Håkan Lagerberg är VD. De har varit väldigt framgångsrika med framför allt förvärv för Swedencare, som har genomfört sju förvärv bara under de senaste två åren, varav samtliga har varit lyckade. Vi anser därför att det är rimligt att anta att kompetensen och expertisen som framför allt Lagerberg besitter och processerna för att utvärdera och genomföra förvärv talar för att även Polygiene kommer kunna exekvera väl på framtida förvärv - vilket även jätteförvärvet Addmaster ger ett smakprov på. Att Håkan och Håkan finns med i ägarlistan samt att Lagerberg är aktiv ägare betraktar vi alltså som ett stort plus för Polygiene.

Vidare anser vi att förvärvet av Addmaster redan nu kan ses som en fjäder i hatten för Polygiene vad gäller kompetens inom M&A. Efter förvärvet av Addmaster kan Polygiene nu erbjuda behandlingar för hårda ytor och kan därmed även erbjuda helhetslösningar för både textilier och hårda ytor till hotell, vilket kommer bidra med synergier vid försäljning. Ytterligare förvärv och avtal med en ny storkund ser vi som potentiella kortsiktiga triggars.

Om vi låter oss spekulera i fortsatt M&A finns 5 - 6 möjliga förvärvsobjekt. Vi tror att Polygiene kommer exekvera likt Swedencare vad gäller M&A med störst fokus på USA. Likt Swedencare bör Polygiene kunna sälja befintliga produkter som fungerat bra i EU i USA. Via eventuella förvärv bör bolaget också kunna hitta fina intäktssynergier och blir mer vertikalt integrerade, precis som förvärvet av Addmaster bidrog till. För det senaste förvärvet SteriTouch, som Polygiene offentliggjorde i mars 2022, lyfte Polygiene endast över en av elva anställda. Att Polygiene kan fortsätta leva upp till efterfrågan hos SteriTouch kundbas på befintlig overhead och personal indikerar också att skalbarheten vid förvärv är hög. Givet att Polygiene kan bibehålla låga personalrelaterade kostnader samt har ett lågt behov av investeringar i materiella tillgångar tror vi att Polygiene kommer kunna fortsätta avnjuta fina intäkts- och kostnadssynergier även vid framtida förvärv.



Ledning

Ulrika Björk, VD

Ulrika rekryterades först till Polygiene som CFO men utsågs redan efter åtta månader till VD i slutet av 2017. Hon har en lång karriär inom ekonomi och affärsutveckling. Ulrika har tidigare varit CFO på Hemmakväll AB, ekonomichef på Stena Line Travel Group AB, Controller på Kemira AB och haft olika ekonomibefattningar inom IKEA-koncernen.

Aktieinnehav i Polygiene: 231 000 aktier (motsvarande 3,2 MSEK), 100 000 teckningsoptioner 2019/2022, 100 000 teckningsoptioner 2020/2023 och 70 000 teckningsoptioner 2021/2024.



Susan Bethel, CTO

Susan har varit på anställd på Addmaster sedan 2015, och rekryterades alltså till Polygiene i samband med att Polygiene förvärvade Addmaster. Hon har en doktorsexamen i Inorganic Chemistry från University of Sheffield, har en teknisk bakgrund och har arbetat inom flera branscher på flera olika världsdelar. Susan har tidigare arbetat på Avanti Blue Limited och Disperse Group.

Susan äger inga aktier i Polygiene.



Nina Forsvall, CFO

Nina anställdes på Polygiene 2020. Hon har haft olika befattningar inom ekonomi och HR och har mycket erfarenhet av att bygga struktur och processer i snabbväxande företag. Nina har tidigare arbetat på Awapatent AB, Ipendo AB, Donya Labs AB och senast på Bühler Nordic.

Aktieinnehav i Polygiene: 60 000 aktier (motsvarande 0,8 MSEK), 37 500 teckningsoptioner 2020/2023 och 40 000 teckningsoptioner 2021/2024.



Daniel Röme, CTIO

Daniel var styrelseledamot i Polygiene från maj 2018 till maj 2020 och har varit verksam i bolaget sedan januari 2019. Daniel har en doktorsexamen i kemi och är civilingenjör i kemi från Lunds Tekniska Högskola. Han har erfarenhet av att arbeta i ledande positioner inom innovation och affärsutveckling. Daniel har tidigare arbetat på Perstorp AB och Nexam Chemical AB, och är idag konsult i det egna företaget Rome Consulting AB, med uppdrag åt olika företag, däribland Polygiene.

Aktieinnehav i Polygiene: 233 661 aktier (motsvarande 3,2 MSEK) och 20 000 teckningsoptioner 2021/2024.



Sandrine Garnier, Managing Director på Addmaster

Sandrine har varit anställd på Addmaster sedan 2014, och anslöt till Polygiene i samband med förvärvet av Addmaster. Sandrine har en doktorsexamen i materialvetenskap från University of Nancy i Frankrike. Hon kombinerar teknisk expertis med strategisk affärsutveckling och ledningsförmåga, och har lång internationell arbetserfarenhet både med mindre bolag av mer entreprenöriell karaktär samt större etablerade bolag. Sandrine har tidigare arbetat på OMNOVA Solutions (numera en del av Synthomer) och BOSTIK (en del av Arkema).



Aktieinnehav i Polygiene: 114 106 aktier motsvarande 1,5 MSEK.

Styrelse

Jonas Wollin, styrelseordförande

Jonas har varit styrelseledamot i Polygiene sedan 2011 och styrelseordförande sedan 2018. Han har lång erfarenhet som entreprenör inom textilbranschen. Utöver rollen som styrelseordförande i Polygiene är han styrelseordförande och VD i Rudholm Group Holding, styrelseordförande i Rudholm & H.K AB, Bamatex AB, Simplicity AB, IBD Sweden AB, Svensk Knalle Handel AB och Marketplace Borås Economic Association, styrelseledamot i Borås Ridhus AB, Rudholm Group Property AB, Borås Stad Textile Fashion Center AB, Etikettgruppen Svenska AB, MUJ Invest AB, Portas AB, R. Scandinavia AB, Inkubatorn i Borås AB, Kaponjären 1 AB, Kaponjären 2 AB, WooCode AB and InkInvest AB.



Tidigare uppdrag (senaste fem åren): Styrelseordförande i MUJ Invest AB, Portas AB, R. Scandinavia AB, styrelseledamot i Borås Näringsliv AB, MySoul i Borås AB, Simplicity Holding AB, Scandinavian Safety Restaurang AB, Mickson Fastighets AB and Borås Näringslivs Economic Association.

Aktieinnehav i Polygiene: 813 000 aktier motsvarande ~11 MSEK.

Martin Kössler, styrelseledamot

Martin har varit styrelseledamot i Polygiene sedan 2018. Han är utbildad inom företagsrätt med inriktning mot internationell handelsrätt från Handelshögskolan i Göteborg och Universität Mannheim. Utöver rollen som styrelseledamot i Polygiene ar Martin VD på internationellt Capacity Building Company och styrelseledamot i USWE Sports AB, Huginvest AB, MUJ Invest AB och Helping You Grow International Business AB.



Tidigare uppdrag (senaste fem åren): Ordförande i Bergans Fritid AS, generalsekreterare i Scandinavian Outdoor Group eller SOG.

Aktieinnehav i Polygiene: 10 000 aktier motsvarande 0,1 MSEK.

Håkan Lagerberg, styrelseledamot

Håkan har varit styrelseledamot i Polygiene sedan 2019. Har internationell erfarenhet från ledande befattningar inom internationell försäljning, marknadsföring och förhandling, både operativt och strategiskt. Han har en kandidatexamen i internationell handelsrätt från Lunds universitet och magisterexamen i internationell handelsrätt från Turins universitet i Italien.

Utöver rollen som styrelseledamot i Polygiene är Håkan VD och styrelseledamot på Swedencare AB, styrelseordförande i One CC AB, HAOLAG AB, Mastan AB, Fuerte Holding AB och Vitrosorb AB.

Aktieinnehav i Polygiene: 2 465 030 aktier motsvarande ~34 MSEK.



Paul Morris, styrelseledamot

Paul är en serieentreprenör som grundade Addmaster som Polygiene köpte i januari 2021. Utöver rollen som styrelseordförande i Polygiene är Paul styrelseordförande för Humanoid Productions och styrelseledamot för Business Innovation Staffordshire och Champion of Export.

Aktieinnehav i Polygiene: Paul äger tillsammans med Lorraine Morris 4 477 056 aktier motsvarande 61 MSEK. De erhöll aktierna i samband med förvärvet av Addmaster.



Pamela Ravasio, styrelseledamot

Pamela har varit styrelseledamot sedan 2021. Hon en stark bakgrund inom CSR och hållbarhet, med en lång erfarenhet av att driva hållbarhetsarbetet djupare in i organisationer. Utöver rollen som styrelseledamot i Polygiene är Pamela även Managing Director & oberoende konsult inom hållbarhet och ESG på Shirahime Advisory, styrelseledamot i INSEAD International Directors Global Club och Advisory Board Member i Fluidsolids AG.

Pamela äger inga aktier i Polygiene.



Rajesh Varma, styrelseledamot

Rajesh blev invald i Polygiene styrelse under förra styrelsemötet. Han har en lång historik inom finans, bland annat som investment manager på Eurazeo, fondbörvaltare på Carmignac Gestion och som Portfolio Manager på DNCA Finance (största ägare i Polygiene), där han fortfarande är verksam idag. Rajesh har således mycket erfarenhet av att skapa tillväxt och affärsnytta för såväl aktieägare som kunder/konsumenter. Vi tror att den djupa finansiella kunskapen kommer vara väldigt värdefull för Polygiene.

Rajesh äger inga aktier i Polygiene.



Ägarbild

Ägarbilden i Polygiene är väldigt stark, vilket är en stor del till att vi gillar bolaget som investeringscase. Förutom ledning och styrelse är det värt att nämna att Swedencares styrelseordförande Håkan Svanberg finns med i ägarlistan med 1,40% av bolaget. Även Swedencares VD Håkan Lagerberg äger ~7% av bolaget som aktiv ägare och är som tidigare nämnt även styrelseledamot. Paul och Lorraine Morris, entreprenörerna bakom jätteförvärvet Addmaster som genomfördes i januari 2021, finns också i ägarlistan och styrelsen eftersom förvärvet av Addmaster till stor del gjordes med nyemitterade aktier. Insiderägandet uppgår till totalt 23,02% om vi även räknar med både Paul och Lorraines ägarskap. I övrigt äger även VD Ulrika Björk mycket aktier vilket vi gillar. Ulrika köpte därtill nyligen mer aktier i bolaget. Även om de senaste köpen var förhållandevis små och tillsammans uppgick till 0,4 MSEK ser vi det som ett positivt signalvärde. Slutligen ser vi också positivt på att Familjen Eklund finns med på ägarlistan som näst största ägare.

Det har skett åtta insiderköp totalt under 2022 för en sammanlagd summa på ~2 MSEK. Det har inte skett någon betydande insiderförsäljning sedan juli 2020 när styrelsemöte Jonas Wollin sålde aktier för 1,1 MSEK, om vi bortser från insiders som har sålt för att de lämnat Polygiene för andra uppdrag. Nuvarande ledning och insiders har knappt genomfört några försäljningar överhuvudtaget, det har i stort sett varit ett konsekvent köpande från flera insider sedan fem år tillbaka - denna data betraktar vi också som ett stort plus för Polygiene som investeringscase.

Topp 15 ägare

DNCA Finance S. A	11,25%
Familjen Eklund	6,30%
*Paul Morris	6,17%
*Lorraine Morris	6,09%
*Mastan AB (Håkan Lagerberg)	4,52%
Nordnet Pensionsförsäkring	4,21%
Didner & Gerge Fonder	4,11%
Lancelot Asset Management	3,27%
Handelsbanken Fonder	2,57%
Avanza Pension	2,47%
Lloyd Fonds AG	2,45%
*Jonas Wollin	2,28%
*Håkan Lagerberg	2,23%
Deka Investments	1,42%
Håkan Svanberg	1,40%

*= Insiders

Totalt insiderägande = 23,02%



Finansiell ställning

Polygiene har en stark balansräkning och hade per utgången av första kvartalet 2022 en soliditet på 94% samt en kassa på 54 MSEK.

Finansiella mål

Så sent som 16 december 2021 presenterade Polygiene nya finansiella mål som innefattar 1 mdSEK i omsättning med en EBIT-marginal om 30% senast 2026. Bolaget räknar med att växa med 30% organiskt till och med 2026. Resten ska alltså ske via förvärv.

Value eller value trap

Aktien har haft det väldigt tufft sedan bolaget släppte sin bokslutskommuniké och siffrorna för det fjärde kvartalet 2021 den 24 februari. Då gick aktien ned hela 30% på en dag. Anledningen till att aktien rasade var för att tillväxten kom in svagt samt för att Polygiene kommunicerade att orders hade blivit förskjutna med två kvartal på grund av supply chain-relaterade problem. Vidare kommunicerade inte Polygiene när de antog att problemen skulle vara lösta, och marknaden avskyr som bekant osäkerhet - vilket vi tror var en av anledningarna till det branta fallet. Polygienes närmsta konkurrenter har kommunicerat samma sak vilket får oss att tro att kommunikationen är sanningsenlig. Utöver detta kom den organiska tillväxten in lågt i förhållande till den kommunicerade målsättning.

Så sent som torsdag 14 april gick aktien ned ytterligare 45% efter att Sydsvenskan publicerade en väldigt anklagande artikel där Svenskt Vattens miljöexpert Anders Finnson hävdade att Polygiens teknologier är en bluff och att teknologierna borde hamna under EU-förbud för att de är skadliga för miljön. Aktien är i skrivande stund ned 73% bara i år.

Det har pågått någon form av konstig ensidig debatt mot Polygiene drivet av Svenskt Vatten i över tio år nu. Varför är väldigt oklart. Anders Finnson uttalade sig faktiskt om samma sak under 2018 men inget har hänt sedan dess. Polygiene själva har genomfört många undersökningar tillsammans med oberoende forskare som motbevisar det som Svenskt Vatten och Anders Finnson hävdar. Polygiene svarade på artikeln samma dag, varpå de även fick stöd av oberoende forskare i att dementera anklagelserna. Polygiene har hittills skött denna händelse väldigt snyggt.

Artikelförfattarna använde inga vetenskapliga förklaringar om vare sig silvers miljöeffekter eller huruvida behandlingarna motverkar lukt och bakterietillväxt. Polygiene har genom åren samlat på sig en mängd data baserat på ISO- och branschstandarder som bevisar att behandlingarna fungerar utmärkt. Bolaget har dessutom via partners och kunder en stor databas med vittnesmål som bekräftar detta.

Det saknas med andra ord vetenskapliga belägg för att miljöeffekten av Polygiens behandlingar skulle vara negativ. Däremot saknas data och tillförlitliga mätmetoder för att mäta hur folks tvättbeteenden ändras när de har köpt Polygiene-behandlade plagg, men det är en annan fråga som inte tillhör denna debatt.

Intressant är även att aktiekursen för Polygienes kanske närmsta konkurrent HeiQ (noterat på Londonbörsen) inte rörde sig någonting när anklagelserna publicerades, och Polygienes aktie föll som sagt 45%. Anklagelserna verkar vara riktade mot Polygiene specifikt och inte vad artikelförfattarna hävdar, alltså ett branschspecifikt problem.

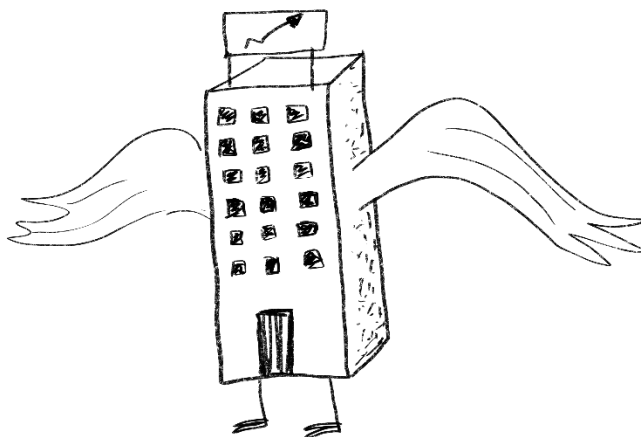
Vi bedömer att sannolikheten är hög att påståendena är felaktiga. Dels vore det väldigt märkligt om så allvarliga brister inte kändes till tidigare givet den tuffa regulatoriska processen bolag behöver genomgå för att ens få erbjuda dessa behandlingar. Som tidigare nämnt har Svenskt Vatten anklagat Polygiene för samma sak tidigare utan att det har lett till någon konsekvens för Polygiene.

Via samtal med Ulrika Björk fick vi information om att ingen av Polygienes kunder har nämnt detta. Polygiene har dessutom slutit nya avtal efter att anklagelserna publicerades. Vi bedömer därför att konsekvenserna av anklagelserna rent operationellt kommer vara närmast obefintliga.

Om ett EU-förbud mot förmodan skulle sjösättas skulle dessutom Polygiene kunna stå på andra affärsben än textilområdet, det vill säga deras behandlingar av hårda ytor. Polygiene särredovisar inte de olika vertikalerna. Men givet att teknologierna för behandlingar av hårda ytor tillkom via förvärvet av Addmaster kan vi utläsa att hårda ytor bör utgöra omkring 40% av total omsättning, vilket enligt oss skulle motivera en stor del nuvarande börsvärde på egen hand.

Efter båda dessa branta fall har det skett insiderköp, samtidigt som inget betydande sälj har skett av insiders de senaste fem åren om vi exkluderar insiders som sålt på grund av att de lämnat bolaget. Detta medför ett starkt signalvärde även om insiderköpen just under 2022 inte har varit särskilt stora. Som tidigare nämnt har insiders köpt aktier för ~2 MSEK under 2022.

Utöver ovanstående finns frågetecken kring hur stor påverkan pandemin har haft på Polygienes resultat. Tillväxten mellan 2017 - 2020 var i princip obefintlig samtidigt som lönsamheten var låg eller negativ samtliga år. Tillväxten exploderade sedan under 2021, vilket till största del är hänförligt till förvärvet av Addmaster som vi antar ökade tillväxten med 70 - 80% under 2021. Polygiene själva har kommunicerat att de inte vet hur stor påverkan pandemin har haft på resultatet. Det är nu upp till bevis att bolaget kan leverera i linje med de högt uppsatta målen.



Värdering

Idag handlas Polygiene till P/E 7,4, vilket är extremt billigt om ett EU-förbud uteblir. Om de finansiella målen införlivas handlas bolaget till 0,5x försäljningen och 1,66x EBIT 2026E. De finansiella målen innebär som tidigare nämnt att bolaget ska växa omsättningen med ~40% CAGR till och med 2026. Om de finansiella målen införlivas, eller ens är i närheten av att införlivas, är aktien kraftigt undervärderad idag. Positivt är även att Polygiene upprepar de finansiella målen i årsrapporten som publicerades 20 april, trots problemen förankrade till råvarubrist och logistikproblem och den låga aktiekursen.

Polygiene har ingen regelrätt peer. Den närmsta konkurrenten är HeiQ som är noterat på Londonbörsen. HeiQ är ett hybridbolag mellan att tillverka både kemikalier samt textilier, och är inget ingrediensvarumärke som Polygiene.

Jämfört med andra svenska ingrediensvarumärken som Mips och Swedencare ser Polygiene extremt billigt ut. Mips har dock som tidigare nämnt en teknologi som är patenterad, en starkare marknadsposition och har kommit längre i sin resa - vilket såklart medför att Mips ska handlas till betydligt högre multiplar. Men om Polygiene "bara" når en tredjedel av Mips EBIT-multipel 2026, samt om de finansiella målen införlivas, är uppsidan ~750% de kommande fem åren.

Eftersom Polygiene ännu inte har visat att de kan växa organiskt med 30% något av de senaste fyra åren anser vi att det är för tidigt att blint lita på att bolaget når upp till sin finansiella målsättning. I vårt huvudscenario antar vi att Polygiene kommer uppnå omkring hälften av deras målsättning för 2026.

Mellan 2015 och 2020 växte Polygiene med ungefär 10% per år i genomsnitt. Polygiene förvärvade Addmaster i slutet av 2020 som växte med ~15% per år under samma period. Båda bolagen hade dessutom sannolikt medvind från pandemin under 2020-2021. Om vi antar att Polygiene kommer att växa med 10% organiskt per år de kommande fem åren kommer det översättas till ~300 MSEK i försäljning 2026 - vilket är långt ifrån det uppsatta målet om 1 mdSEK. Därför tror vi att förvärv är ett måste, och som sagt blir det betydligt mycket svårare att driva en aggressiv M&A-agenda när aktien, som Polygiene normalt använder som valuta vid förvärv, är nedkörd i botten.

Vidare tror vi att Polygiene på kort sikt kommer handlas upp till mer rimliga multiplar när oroligheterna kring supply chain-relaterade problem har övergått, när aktiemarknadens risksentiment återgår till mer normala nivåer samt när anklagelserna från Svenskt Vatten och Anders Finnson har blivit mer obsoleta.

Bolag	P/E	EBIT%	EV/EBITDA
Polygiene	7,4	18,1%	10,8
HeiQ	60,1	5,39%	21,8
Mips	55,1	52,7%	40,1
Swedencare	126,4	10,9%	71,5

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Omsättning	182	218	300	353	410	470
% y/y	116%	20%	38%	18%	16%	15%
Bruttovinst	116	142	204	255	310	367
*margin	64%	65%	68%	72%	76%	78%
% y/y	92%	22%	44%	25%	22%	18%
EBIT	41	46	65	91	120	162
*margin	23%	21%	22%	26%	29%	34%
% y/y	n/a	12%	41%	40%	32%	35%

Enterprise Value / x

	Omsättning	Bruttovinst	EBIT
2021	2.5	3.8	10.9
2022	2.0	3.1	9.7
2023E	1.5	2.2	6.9
2024E	1.3	1.7	4.9
2025E	1.1	1.4	3.7
2026E	0.9	1.2	2.8

Exitmultipel P/X

	Sales	EBIT
2026E	5	20
Vikt	50%	50%

Multipelvärdering

	Sales	EBIT	Total
2026E	1175	1620	2795

Potentiell avkastning

	Faktor	Procent	CAGR
2026E	5.61	461%	41%

Margin of safety 30%

	Faktor	Procent	CAGR
2026E	3.93	293%	31%

Känslighetsanalys 2026E

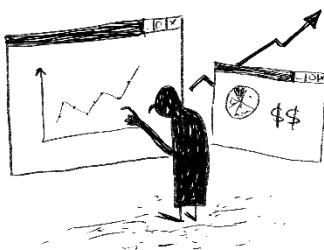
		Exitmultipel (EBIT)				
		14x	17x	20x	23x	26x
-15%	138	1 928	2 341	2 754	3 167	3 580
-10%	146	2 041	2 479	2 916	3 353	3 791
-5%	154	2 155	2 616	3 078	3 540	4 001
0%	162	2 268	2 754	3 240	3 726	4 212
5%	170	2 381	2 892	3 402	3 912	4 423
10%	178	2 495	3 029	3 564	4 099	4 633
15%	186	2 608	3 167	3 726	4 285	4 844

Summering

Vi ser positivt på både bolaget och aktien, och tycker att det attraktiva investeringscaset främst är hänförligt varumärket, affärsmodellen, ledningen, de aktiva ägarna, insidertransaktionerna och värderingen. Värderingen har som tidigare nämnt kommit ned till vad vi anser vara en attraktiv nivå till följd av råvarubrist och logistikproblem, ett stökigt nyhetsflöde samt ett surt börsklimat i övrigt. Bolaget värderas nu till P/E 7,4x och EV/EBITDA 10,8x vilket vi tycker är för billigt. Vidare rider Polygiene på en stark strukturell tillväxt och bör premieras operationellt, regulatoriskt och värderingsmässigt på grund av det ESG-kompatibla värderbjudandet.

I den negativa vågskålen har vi hittat framför allt två frågetecken vi skulle vilja ha svar på innan vi tror att Polygiene kommer klara av att leverera på deras egna finansiella målsättningar.

- Hur stor påverkan har pandemin haft på bolaget? Tillväxten mellan 2017 - 2020 var i princip obefintlig men exploderade under 2020 och 2021 (vilket den delvis gjorde till följd av förvärvet Addmaster).
- När börjar Polygiene växa organiskt med ~30%? Bolaget har kommunicerat väldigt offensiva finansiella mål. För att leva upp till målen behöver Polygiene prestera långt över vad bolaget gjort historiskt.



Disclaimer

Ingen på Kalqyl äger aktier i kundbolag, däribland Polygiene, på grund av eventuella intressekonflikter. Ingenting du läser på Kalqyl.se ska ses som investeringsrådgivning och det som presenterats i analysen kan vara felaktigt. Analysen är oberoende men finansierad.

Källor

Global Market Insights Inc. 2020. Antimicrobial Textiles Market Size and Share | Statistics - 2027. [online] Available at: <https://www.gminsights.com/industry-analysis/antimicrobial-textiles-market?utm_source=prnewswire.com&utm_medium=referral&utm_campaign=Paid_prnewswire> [Accessed 14 May 2022].