

Initial analys

2019-02-12

Hövding: Säkerhet i huvudsak

- Innovativt huvudskydd med brant stigande försäljningskurva
- Överlägset säkraste cykelhjälm på marknaden
- Spännande produkt- och marknads lansering 2019

Materialet är utarbetat av

Alf Rippe, CFA
073-840 4008
alf.riple@vhcorp.se

Aktiens kortnamn:	HOVD
Industri:	Konsumentvaror
Handelsplats:	Nasdaq First North
Senaste kurs (SEK):	16,60
Börsvärde (SEKm):	369,9
Enterprise Value (SEKm)	285,2
Utestående aktier (m):	22,28
- varav free float (m)	10,30

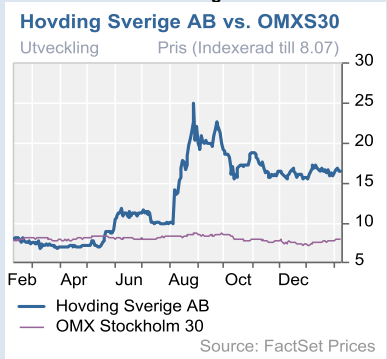
VHCF fair value per share

DCF model 18,00 - 25,50 SEK

Bolag	Hövding Sverige AB
Adress	Bergsgatan 33 214 22 Malmö
Hemsida	hovding.se
VD	Fredrik Carling

Huvudägare (30 okt 2018)	Kapital (%)
Indigo Capital	21,1
LMK Industri AB	11,8
VIH Sweden AB	10,4
Carl-Olof och Jenz Hamrins Stiftelse	10,3
Avanza Pension	3,4

Aktiekursens utveckling



	-1m	-3m	-12m
Utveckling (%)	-1,5	-8,5	105,7
52 veckor (hög/låg) - SEK		6,50 / 26,00	

Källa: FactSet

Hövding har utvecklat ett innovativt alternativ till traditionella cykelhjälm. Det är en krage med inbyggd elektronik som känner av om cyklisten är i färd med att ramla. Först då fälls hjälmen ut som en airbag som skyddar huvud och nacke. Eftersom huvudskyddet är tjockare och mjukare än traditionella hjälmar ger Hövding upp till åtta gånger bättre skydd mot hjärnskada.

Omsättningen har växt kraftigt sedan lanseringen 2011. Under de senaste tolv månaderna såldes 57 000 Hövdingar, 62 procent fler än under föregående år. Tillväxten fortsätter i Sverige där produkten lanserades först, men drivs nu i ökande grad av andra länder, särskilt Danmark och Tyskland. Bolaget står nu inför en lansering på London-marknaden som ökar potentialen ytterligare. En ytterligare värdedrivare detta år blir lanseringen av produktversion 3.0 med väsentliga produktförbättringar.

Enligt vårt ekonomiska scenario kommer bolaget nå sitt mål om 250 MSEK i omsättning år 2020. Vi ser fortsatt kraftig tillväxt hela den kommande tioårsperioden och ser potential för en halv miljon sålda enheter per år inom samma horisont. Vi förväntar oss att bolaget gör ett nettoresultat nära noll 2020 med en växande vinst därefter. Enligt våra prognoser har bolaget tillräckligt med kapital för att klara den kommande expansionen och vi ser låg sannolikhet för ytterligare kapitalanskaffningar.

Vi har värderat bolaget enligt en DCF-modell och ser ett motiverat börsvärde för bolaget om 18,00 – 25,50 SEK per aktie. Detta bygger förutom de ekonomiska prognoserna på vår bedömning av den aktuella risken. En fortsatt färd mot varaktig lönsamhet kan motivera lindrigare riskjustering längre fram, vilket allt annat lika skulle få oss att höja värderingsintervallet.

Tabell 1: Finansiell överblick

MSEK	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Nettoomsättning	56,7	92,7	174,9	256,1	360,4
Tillväxt (%)	58,7%	63,6%	88,6%	46,4%	40,7%
Bruttomarginal (%)	21,8%	20,6%	23,1%	25,2%	25,4%
EBIT	(41,0)	(38,4)	(43,6)	(0,0)	21,8
EBIT marginal (%)	neg	neg	neg	neg	6,1%
Likvida medel	21,6	74,3	29,3	24,6	42,5
Totala tillgångar	58,7	108,4	92,5	112,1	162,6
Eget kapital	34,4	65,1	21,5	21,5	43,3
Soliditet (%)	58,5%	60,1%	23,2%	19,2%	26,6%
P/E	neg	neg	neg	neg	17,0
ROE	neg	neg	neg	neg	50,4%
EV/EBIT (x)	neg	neg	neg	neg	13,1
EV/Sales (x)	5,0	3,1	1,6	1,1	0,8

Source: Västra Hamnen Corporate Finance

Innehållsförteckning

Vad gör Hövding?	2
Vad är marknadspotentialen?	7
Hur är konkurrensituationen?.....	9
Vilka är Hövdings unika fördelar?.....	10
Vad kommer Hövding att tjäna?.....	11
Hur ser kassasituationen ut?	12
Vad är bolaget värt?	13
Vad döljer sig bakom siffrorna?.....	15
Vad kan gå fel?	16
Viktiga händelser framöver.....	16
Appendix: Värderingsmetodik	18

Airbag för cyklister

Vad gör Hövding?

Malmö-bolaget Hövding utvecklar, marknadsför och säljer cykelhjälmen Hövding. Till skillnad från traditionella skalhjälmar är Hövding en airbag inbyggd i en krage som cyklisten bär runt halsen. Först när olyckan inträffar fälls hjälmen ut och omsluter huvud och nacke.

Idén till Hövding kläcktes av Anna Haupt och Terese Alstin 2005 då de både studerade industridesign vid Lunds universitet. Airbag-hjälmen blev tema för deras examensarbete. De hade insett att många undvek cykelhjälmar eftersom dessa uppfattades som fula och obehagliga. Med hjälp av airbag-teknologin kunde de göra cykelhjälmen "osynlig" och ta bort de viktigaste argumenten mot den. Idén togs väl emot och därmed startade de bolaget Hövding AB under 2006 för att ta lösningen till marknaden.

"Världens säkraste cykelhjelm" växer snabbt

Marknads lanseringen av Hövding skedde november 2011 och sedan dess har försäljningen visat brant tillväxt. Under tolv månadersperioden till och med Q3 2018 såldes drygt 57 000 Hövdingar, vilket var 62 procent mer än under föregående tolv månadersperiod. Längs med vägen har marknadskommunikationen ändrats från att tala om den "osynliga" hjälmen till att accentuera den överlägsna säkerhetsprofilen, numera sammanfattad i slagordet "Världens säkraste cykelhjelm".

Produkten

Hövding bärs istället för en traditionell cykelhjelm och skyddar huvud och nacke från skador i samband med fall under cykling. Produkten ser ut som en krage som cyklisten sätter på sig genom att stänga dragkedjan under hakan och att trycka i knappen på dragkedjans kläpp. Den senare fungerar som av/på-knapp och aktiverar elektroniken. Kragen är gjord av vattentätt tyg för att skydda elektroniken så att produkten kan användas i alla väder.

Figur 1: Hövding, utgångsläge och uppblåst läge



Cyklistens rörelser analyseras 200 gånger per sekund

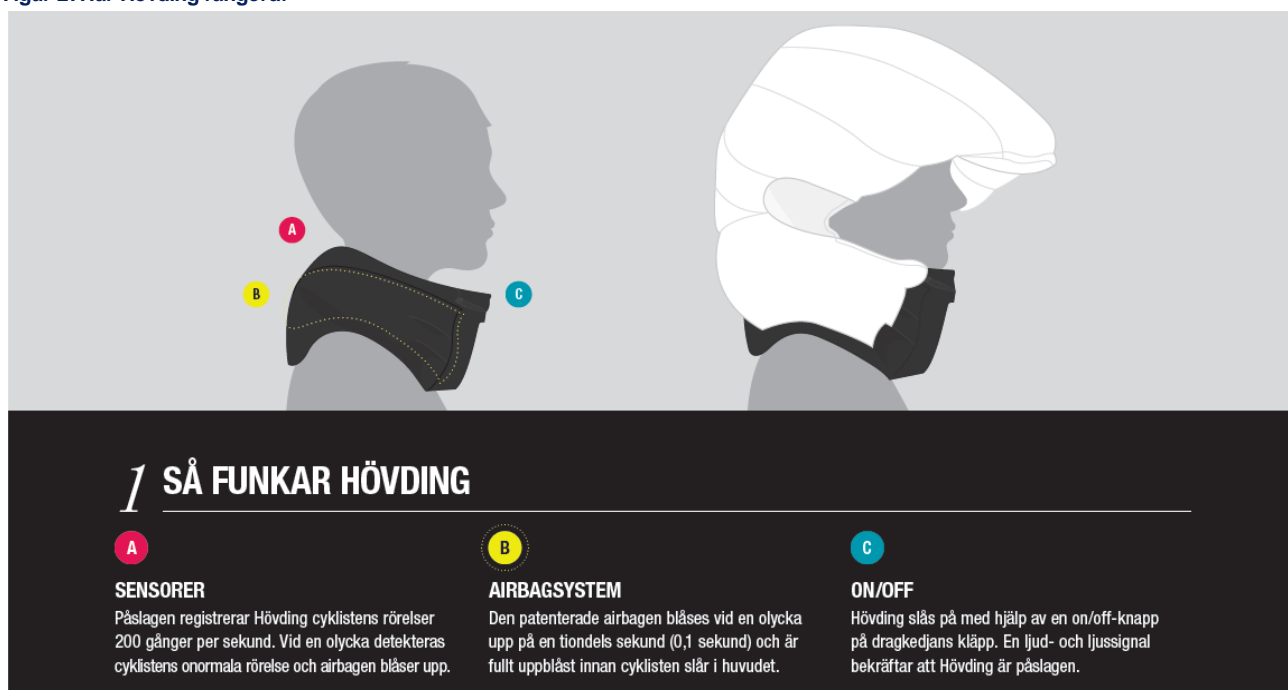
I påslaget läge aktiveras sensorerna, accelerometer och gyroskop, vilka läser av cyklistens rörelser 200 gånger i sekunden. Data från sensorerna analyseras löpande med hjälp av en inbyggd dedikerad processor. Algoritmen som analyserar datan är speciellt framtagen för att kunna skilja på normala rörelser för en cyklist och vilka rörelser som indikerar att en olycka har inträffat, till exempel att cykeln har krockat in i ett objekt eller blivit påkörd av

ett fordon. Algoritmerna tar hänsyn till den sparade rörelsehistoriken för enheten för att bedöma vad som är normala rörelser. Varje datainmatning från sensorerna bedöms mot 2000 beslutskriterier för att avgöra om ett olycksfall har inträffat. Om resultaten av dessa test överskrider ett gränsvärde utlöses mekanismen som faller ut hjälmen.

Hjälmen är fullt utfälld på 0,1 sekund

Det tar 0,1 sekund från en olycka har detekterats tills hjälmen är fullt expanderad. När hjälmen har fällts ut ser den ut som en stor huva som omsluter huvud och nacke men lämnar synfältet fritt. Den skyddar betydligt större del av huvudet än en normal cykelhjälm. Airbagen är gjord i nylon som tål att skrapas mot asfalt utan att punkteras. Eftersom den är både tjockare och mjukare än vanliga cykelhjälm, ger den bättre stötupptagningsförmåga. En unik fördel är dessutom att den fixerar nacken, vilket skyddar mot allvarliga nackskador. Hjälmen håller sig uppblåst i ett antal sekunder efter olyckan och kan därmed skydda mot ytterligare stötar, varefter den långsamt töms på gas och sjunker ihop.

Figur 2: Hur Hövding fungerar



Efter uppblåsning tas hjälmen bort genom att öppna dragkedjan på framsidan. En Hövding som har blåsts upp en gång kan inte användas igen. De flesta hemförsäkringar täcker emellertid inköp av en ny Hövding efter avdrag för självrisk.

Förväntad livslängd 10 år eller mer

De viktigaste komponenterna i kragen förutom den inbyggda processorn och airbagen är en gasgenerator samt ett batteri. Gasgeneratorn sitter bakom nacken och är av typen kallgasgenerator med heliumgas. Batteriet laddas exempelvis från en dator via en medföljande USB-sladd. Ljuddioder kring av/på-knappen visar batteriets laddningsnivå och en ljudsignal varnar cyklisten när batterinivån börjar bli kritiskt låg. Batteriet uppges räcka till cirka 300 laddningscyklar där varje full laddning ger 9-10 timmars funktionstid. Produktens tekniska livslängd beror därmed i första hand på batteriet. En person som cyklar 5-6 timmar per vecka hela året kan därmed förvänta att Hövdingen fungerar under i alla fall tio år.

Själva Hövdingen säljs i tre olika storlekar, S, M och L. Kragen kan inte tvättas, enbart torkas av. Därför levereras den med ett tvättbart skal som skyddar mot slitage, svett och smuts. Bolaget erbjuder dessutom en serie olika skal som kan köpas till, vilket ger användaren möjligheten att anpassa kragens utseende efter egen smak. För Hövding utgör skalerna också en potentiell högmarginalprodukt.

Hövding är avsedd att användas för stads- och landsvägscyckling på vanliga cyklar samt el-cyklar i hastigheter upp till 25 km/h. Man har också satt en nedre åldersgräns på 15 år. Anledningen till att hjälmen inte rekommenderas för barn är att simulering och testning har skett med hjälp av vuxna stuntpersoner. Barn kan ha andra rörelsemönster som medför att algoritmen inte fungerar som den ska. Hövding är inte avsedd för till exempel cyckling i terräng eller till andra typer av tvåhjulingar som sparkcyklar etc.

Utveckling

Den version av Hövding som började säljas 2011 benämns **version 1.0**. Syftet med första versionen var att uppnå CE-märkning, bevisa konceptet och få produkten introducerat på marknaden. Alla delar av produkten var utvecklade internt i bolaget, från algoritmer till fysiskt materialval och sömnad. Till vissa delar hade man dock extern experthjälp. Alva Sweden deltog i utvecklingen av airbagen och SP, Sveriges Tekniska forskningsinstitut, anlätades för att utveckla testmetoder för produkten.

Nuvarande produktversion lanserades 2015

Version 2.0 som är den aktuella modellen lanserades i januari 2015. Den innehöll en rad förbättringar i design och funktion. Bland annat hade vikten reducerats med 15 procent till 630 gram. De olika storlekarna gjordes något rymligare samtidigt som kragen blev mer följsam, vilket förbättrade användarupplevelsen. En förbättrad tillverkningsrutin ledde dessutom till sänkta produktionskostnader med cirka en tredjedel. Produkten är godkänd för försäljning i Europa (CE-märkt) och dessutom har bolaget sökt och beviljats godkännande för Japan.

Den nuvarande versionen har utvecklats löpande både vad gäller mjukvara och hårdvara. Bland annat gjordes en större revision av algoritmen under 2017, vilken godkändes av RISE (Research Institutes of Sweden AB) under december 2017. En anledning till att den behövde uppdateras var att det rapporterades onödigt många felaktiga uppblåsningar av hjälmen. Under garantitiden ersätter Hövding dessa vilket innebär onödigt höga kostnader. Algoritmen är inställd för att hellre utlösa hjälmen en gång för mycket än en gång för lite. Det är dock både i bolagets och användarens intresse att hålla antalet onödiga uppblåsningar så lågt som möjligt. Den nya algoritmen har implementerats i modeller som sålts under 2018 och bolaget förväntar sig att kostnader för garantiärenden successivt kommer minska som en följd.

Version 3.0 kommer hösten 2019

Hövding kommer att lansera en **version 3.0** under hösten 2019. Bolaget har redan tagit fram prototyper och arbetar nu med färdigställande av design samt industrialisering. Parallellt pågår arbete med testning för CE-märkning. Version 3.0 kommer skilja sig från tidigare versioner genom att ha bluetooth-funktionalitet, vilket möjliggör kommunikation med andra uppkopplade enheter och öppnar för nya applikationer. Bland annat blir det möjligt att uppdatera mjukvaran när nya versioner släpps. På elektroniksidan kommer enheten ha mer finkänsliga sensorer och plats för mer data. Bolaget kommer frångå olika storlekar och istället erbjuda en anpassningsbar one-size modell. Själva airbagen kommer tillverkas enligt en ny teknik kallad "one piece woven", vilket ger en mjukare krage, färre produktionsmoment och högre kvalitet.

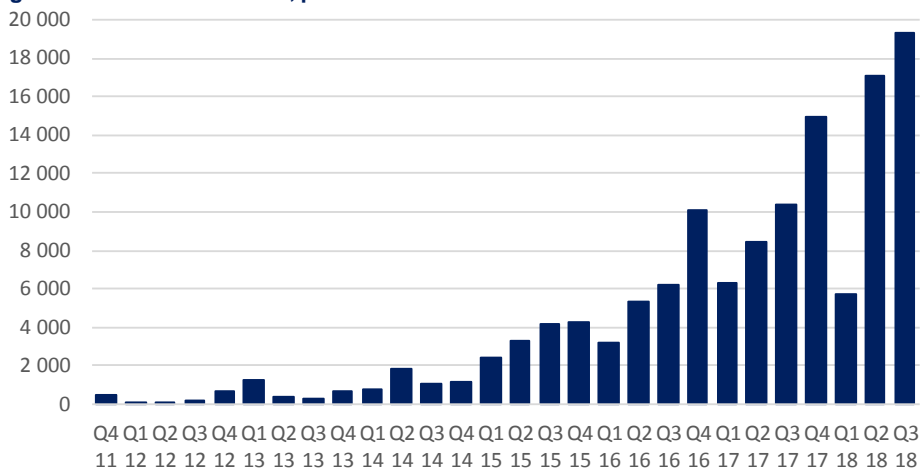
Försäljning via återförsäljare, distributörer samt online

Affärsmodell

Sedan försäljningsstarten 2011 har det sålts ca 130 000 Hövdingar, se figur 3. Hövding lanserades först i Sverige och därefter i Danmark. De två länderna står för runt 70 procent av alla hittills sålda enheter. Utöver dessa är Tyskland och Storbritannien de högst prioriterade marknaderna för tillfället. Bolaget uppger att produkten idag säljs i drygt 1 100 butiker i 16 länder. I Sverige, Danmark och Storbritannien säljer Hövding direkt mot återförsäljare. I Tyskland, Japan och övriga länder har man avtal om att sälja via distributör. Dessutom säljs Hövding online via hemsidan hovding.com.

Hövdings priser skiljer sig mellan de olika försäljningskanalerna. Online-försäljningen ger bäst bruttomarginal, följt av återförsäljare medan försäljning via distributör ger lägst marginal.

Figur 3: Antal sålda enheter, per kvartal



Källa: Hövding AB

Till en början såldes produkten endast genom design- och moderelaterade specialbutiker såsom Designtorget. Därefter vidgades detaljhandelskanalerna till att omfatta cykelspecialister i större städer. Under de senare åren har man även börjat sälja genom de breda sportkedjorna som Intersport, Team Sportia och Stadium samt allmänna näthandelssajter som CDON och Amazon.

Fokus på urbana cyklister

Bolaget har medvetet riktat in sig på storstäderna i sin distribution och marknadsföring, vilket understryks av slagordet "Airbag for urban cyclists" som används som underrubrik till varumärket. Storstadsfokuset bygger på en övertygelse om att synlighet, både i butikernas skyltfönster och på andra användare, driver försäljning. I stora befolkningscentra syns varje produkt av flera potentiella kunder och tillsammans med riktad reklam ökar det kännedomen om produkten. Bolaget anser att det fortfarande har mycket att hämta genom ökad kännedom. I Stockholm, som är bland bolagets bästa marknader, visar bolagets marknadsundersökning att bara hälften av alla vuxna cyklister känner till Hövding. I Köpenhamn är motsvarande siffra lägre än tjugo procent.

Tillverkning av produkten utförs i sin helhet av underleverantörer. Den viktigaste produktionspartnern är japanska Nihon Plast, en av världens ledande airbagtillverkare. Nihon Plast ansvarar för slutmontering av alla komponenter och kvalitetssäkring av varje enhet. Airbag, krage och elektronik tillverkas i Kina.

Bolaget och nyckelpersonerna

Hövding AB:s huvudkontor ligger i Malmö. Totalt hade bolaget 36 anställda vid utgången av Q3 2018. Av dessa arbetade 33 vid huvudkontoret, två vid ett kontor i Kungälv och en medarbetare i Stockholm. De viktigaste funktionerna som sköts inom organisationen är utveckling, inköp, marknadsföring, försäljning inklusive kundtjänst samt ekonomi och administration. Bolaget anser att nuvarande bemanning är tillräcklig för att fortsätta växa när det gäller de flesta av funktionerna. Undantaget är i första hand försäljning och kundservice där medarbetartalet väntas fortsätta växa.

Hövding har en erfaren ledningsgrupp bestående av sex personer. De mest centrala personerna beskrivs nedan.

VD Fredrik Carling har lett bolaget sedan 2012. Han har bakgrund från modebranschen och arbetade som Norden-chef för Diesel de sista tre åren innan han kom till Hövding. Innan dess hade han varit inköpschef på varuhuset Magasin du Nord i Köpenhamn och innehaft en rad olika roller inom Levi's-koncernen, varav sju år vid det europeiska huvudkontoret i Bryssel.

36 medarbetare varav 33 i Malmö

CFO Anna Brandt anställdes av Hövding 2017. Bakom sig har hon en drygt 20-årig karriär inom Dole-koncernen, där hon haft ledande befattningar inom ekonomistyrning och rapportering samt affärsområdesansvar. Hon kom senast från en roll som ekonomi- och HR-direktör i Dole European Shared Service Center AB.

Per Grönvall i rollen som **Director of Operations and Development** har varit anställd sedan 2016. Innan dess hade han varit VD i åtta år för Note Lund AB som erbjuder kontraktstillverkning inom elektronik. Han har tidigare haft ledande befattningar med tonvikt på utveckling, kvalitet och logistik inom bland annat Anoto-gruppen och Nolato.

Ägare och finansiering

Hövding noterades på Nasdaq First North juni 2015. Sedan dess har bolaget genomfört ytterligare tre företrädesemissioner, den senaste under augusti-september 2018. Bolaget har ingen enskild huvudägare men däremot fyra ägare som sitter med större ägarintressen.

Fyra större ägare kontrollerar 54 procent av aktierna

Den största är Indigo Capital med en ägarandel om 21,1 procent av kapital och röster. Indigo Capital har funnits med på ägarsidan sedan innan noteringen 2015 och har en representant i styrelsen. Gruppen investerar på vägnar av flera investerare med bas i Ryssland, bland annat en fond och en större privat investerare. Näst störst på ägarlistan är skånska LMK Industri med 11,8 procent av kapital och röster. LMK har varit en ledande ägare under det mesta av bolagets historia sedan första investeringen 2009. Efter LMK följer VIH Sweden med 10,4 procents ägarandel. Bolaget ägs av fastighetsutvecklaren Sten Mörtstedt och har varit ägare i Hövding sedan listningen 2015. Den fjärde ägaren som förtjänar nämnas är Hamrins stiftelse som äger 10,3 procent av bolaget. Stiftelsen har bas i Jönköping och bildades med medel från Herenco-koncernens grundläggare. Hamrins stiftelse gjorde sin första investering i Hövding under 2017. Samtliga av de större ägarna har tecknat minst motsvarande sin andel av alla nyemissioner sedan deras respektive inträden i bolaget.

Historik

- 2006:** Bolaget grundas av Anna Haupt och Terese Alstin
- 2010:** Första modell av Hövding premiärvisas på Tekniska Mässan i Stockholm
- 2011:** Hövding uppnår CE-märkning och börjar säljas i Sverige under november
Bolaget tilldelas det prestigefyllda internationella designpriset Index: Award
- 2012:** VD Fredrik Carling tillträder
- 2013:** Hövding lanseras på utvalda marknader i Europa
- 2015:** Hövding AB noteras på Nasdaq First North
Hövding 2.0 kommer på marknaden
Produkten lanseras i Japan
Hövding ingår ett strategiskt produktions- och tillverknings-samarbete med Nihon Plast
- 2016:** Bolaget erhåller 1,37 MEUR i stöd till fortsatt utveckling från EU-programmet Horizon 2020
- 2017:** Hövding börjar säljas av breda sportkedjor som Team Sportia, Intersport och Stadium
- 2018:** Ackumulerad försäljning passerar 100 000 enheter

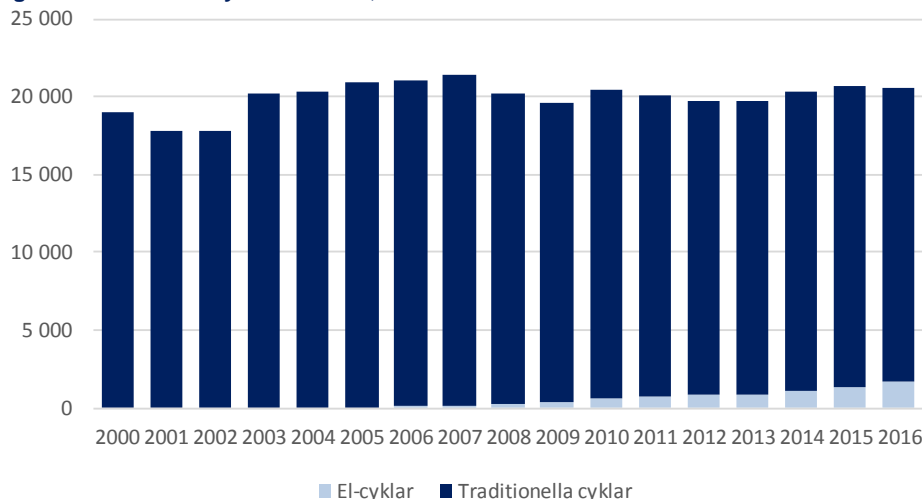
**Cykelprodukter
säljs för 36 mdr
EUR årligen**

Vad är marknadspotentialen?

Cykeln används över hela världen med ökande popularitet i takt med växande fokus på miljö och hälsa. Det har uppskattats att antalet cyklisterna i världen överstiger 1,1 miljarder. Globalt såldes det cyklar och cykelrelaterade produkter för 35,7 miljarder EUR under 2014. Av detta utgjorde cyklar 25,4 miljarder EUR och cykelutrustning 10,3 miljarder EUR.

I antal säljs det runt 144 miljoner cyklar varje år runtom i världen enligt analysfirman Cheetha Data. Den europeiska cykelindustrins branschorganisation CONEBI har publicerat statistik som visar att den årliga omsättningen i Europa uppgår till drygt 20 miljoner cyklar och el-cyklar, se figur 4.

Figur 4: Antal sålda cyklar inom EU, tusental



Källa: CONEBI

**Antalet el-cyklar
växer snabbt**

Data från CONEBI visar också att försäljningen av el-cyklar växer i snabb takt, även om dess andel i det totala cykelantalet fortfarande är blygsamt. Från 2015 till 2016, som är de senaste tillgängliga siffrorna, ökade försäljningen av el-cyklar i Europa med 22 procent till nästan 1,7 miljoner.

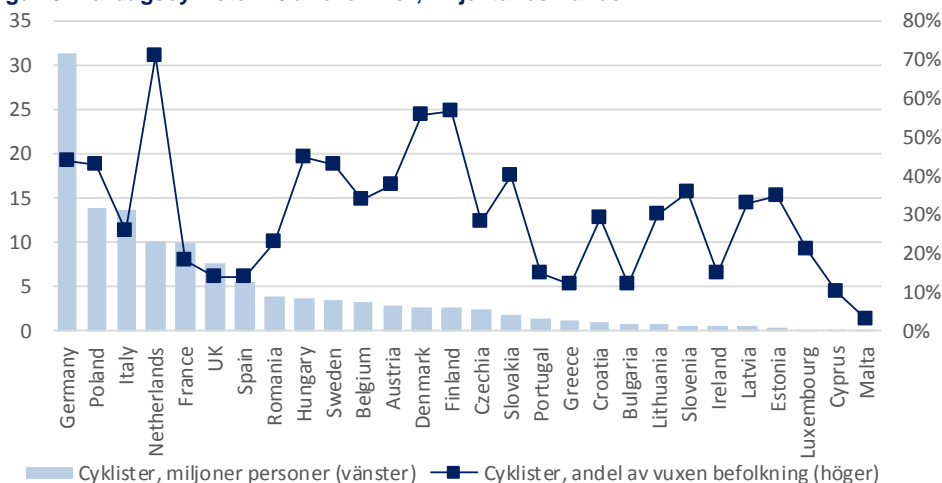
Den största cykelmarknaden i Europa finns i Tyskland, där årsförsäljningen av cyklar och el-cyklar under 2016 uppgick till 4,1 miljoner. På de nästföljande platserna finns Frankrike och Storbritannien med vardera 3,0 miljoner cyklar samt Italien med 1,7 miljoner. I Sverige och Danmark som hittills varit bland Hövdings viktigaste marknader, såldes det cirka 576 000 respektive 510 000 cyklar samma år.

**29 procent av vuxna
européer cyklar
varje vecka**

TNS Opinion gjorde på uppdrag av EU-kommissionen en rapport 2013 som visade hur många av unionens invånare över 15 år som använde cykel regelbundet. Av alla länder i EU låg Nederländerna högst med 71 procent som svarat att de använder cykel några gånger per vecka eller oftare. För hela EU-området var det i genomsnitt 29 procent som använder cykeln lika ofta. Bland Hövdings högst prioriterade marknader, Sverige, Danmark, Tyskland och Storbritannien, var andelen som cyklar minst några gånger per vecka 43, 56, 44 respektive 14 procent, se figur 5.

Omräknat i antal personer blir det för hela unionen cirka 127 miljoner personer över 15 år som cyklar varje vecka. Högst antal regelbundna cyklisterna finns i Tyskland, där antalet uppgår till drygt 31 miljoner. Av Hövdings övriga fokusmarknader summerar antalet regelbundna cyklisterna till 7,6 miljoner i Storbritannien, 3,5 miljoner i Sverige och 2,7 miljoner i Danmark.

Figur 5: Vardagscyklister 15 år eller mer, miljontal och andel



Källor: EU-kommissionen, Eurostat, egna beräkningar

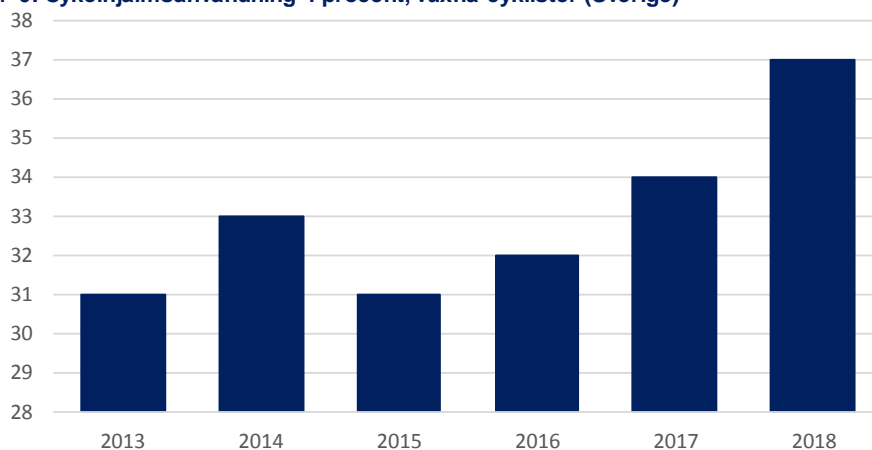
20 procent av vuxna cyklister i Europa använder hjälm

När det gäller användandet av cykelhjälm finns det få pålitliga mätningar utförda de senaste åren. Hövding uppskattar att det på global basis säljs cirka 25 miljoner cykelhjälm per år. Bolaget refererar också till att andelen cyklister som använder hjälm uppgår till runt 20 procent i Europa. Bakom genomsnittet finns det dock stora skillnader mellan olika länder. En EU-finansierad arbetsgrupp av forskare kallad HOPE (Helmet OPTimization in Europe) undersökte status i vissa av unionens länder 2015. Gruppen rapporterade att Finland låg i topp i Europa med 44 procentens hjälmanvändande. Sverige låg också relativt högt med 34 procent. I nedre del av skalan låg bland annat Danmark med 15 procent och Tyskland med 9 procent.

Hjälmanvändandet växer i Sverige

I Sverige gör Nationalföreningen för trafiksäkerhetens främjande (NTF) årliga undersökningar av användandet av hjälm. Trenden visar att hjälmanvändandet bland vuxna fortsätter att öka. Den senaste undersökningen 2018 visade att 37 procent av den vuxna befolkningen numera använder hjälm, se figur 6. I storstäderna är procentandelen dock betydligt högre än i landet som helhet. Enligt NTF använde mer än 70 procent av vuxna vardagscyklister i Stockholm hjälm under 2018.

Figur 6: Cykelhjälmansvändning i procent, vuxna cyklister (Sverige)



Källa: NTF

El-cyklister är flitiga hjälmanvändare

Det finns skäl att tro på fortsatt ökning av både cykelanvändning och användning av hjälm framöver. Bland annat el-cykelns popularitet spelar en roll här. Dels bidrar den till att rekrytera nya cykelanvändare, inte minst bland den äldre befolkningen. Dessutom medför dess högre hastighet att cyklisten känner större behov att skydda sig. Europeiska data visar redan att el-cyklister använder hjälm i större grad än andra cyklister.

Storstäder satsar på cykling och säkerhet

Det satsas också mer offentliga medel på att öka användandet av cyklar. Flera länder har en uttalad policy att få fler människor att cykla av hänsyn till miljö, folkhälsa och framkomlighet i städerna. Det görs bland annat insatser i form av investering i bättre cykelbanor, underlättande för cykeluthyrningsprogram och begränsning av biltrafiken. Tyskland har antagit en nationell plan för att främja cykling i hela landet fram till 2020. I Köpenhamn har man likaledes riktade insatser för att öka pendling med cykel och att minska antalet skadade cyklister. Vidare har myndigheten Transport for London öronmärkt 900 MGBP till investeringar i cykelsäkerhet genom bättre infrastruktur och uppmuntran till användning av hjälm.

Hur är konkurrensituationen?

Hövding är ett alternativ till traditionell cykelhjälm och konsumenten står typiskt i valet mellan någon av de två. Därmed utgör traditionella cykelhjälm den direkta konkurrensen mot Hövding. Samtidigt erfar Hövding att många av dess kunder är cyklister som inte har ägt någon traditionell cykelhjälm förut och för dessa står valet mellan Hövding eller att inte använda något huvudskydd alls. Förmodligen väljer dessa användare Hövding just för att den inte är en hjälm. Hövdings viktigaste konkurrensparametrar mot icke-alternativet är att erbjuda höjd säkerhet till minsta möjliga uppoffring i bekvämlighet.

Mot andra hjälmar står konkurrensen i första hand kring säkerhet, bekvämlighet och pris. Det finns en rad olika hjälmar tillverkade av olika plastmaterial, oftast med mjukplast närmast huvudet och ett skal av hårdplast utanpå. Alla hjälmar som säljs i Europa ska vara CE-märkta, vilket säkerställer en viss nivå av stötupptagningsförmåga. De flesta erbjuder dock ett betydligt svagare skydd än Hövding (se nästa avsnitt) och marknaden präglas av pris-konkurrens.

Ny generation av skalhjälm ger bättre säkerhet

De senaste åren har det dock tillkommit en ny generation av hjälmar med betydligt bättre skydd mot så kallad rotationsvåld. Det betyder att när hjälmen slår i en annan yta, till exempel marken, så tillåts hjälmens insida att röra sig mot utsidan för att öka inbromsningstiden för huvudet. Därmed minskas g-krafterna som träffar hjärnan och följaktligen risken för allvarlig hjärnskada.

Lösningar för ökat skydd mot rotationsvåld levereras bland annat av svenska **MIPS**. Bolaget tillverkar inte hjälmar själv men levererar komponenter till tillverkare av hjälmar för cykling, skidåkning, ridning, motorcykel och lagsporter som ishockey och amerikansk fotboll. MIPS har lyckats tydliggöra sitt varumärke genom att produkter som innehåller deras komponenter är märkta med deras logotyp. Marknaden uppfattar MIPS-märkta produkter som säkrare än hjälmar som saknar liknande märkning. Exempel på cykelhjälmstillverkare som använder MIPS-komponenter är ABUS, Bell, Fox, Giro, Lazer, POC, Spectra med flera.

Figur 7: MIPS-märkt hjälm från Oakley



Andra bolag som levererar liknande komponent-lösningar till hjälmstillverkare är kanadensiska **Fluid Brain Science** och brittiska **Armourgel**. Armourgel finns i vissa cykelhjälm från Leatt och Kali medan Fluid än så länge bara finns i skidhjälm. Båda företagen ligger långt efter MIPS när det gäller kommersialisering.

Ett antal hjälmstillverkare har dessutom utvecklat och integrerat egna lösningar för ökad stötupptagning, särskilt mot rotation. Bland dessa finns **6D Helmets**, **Kali**, **Leatt**, **Shred Optics** och **POC**. Alla deras lösningar liknar varandra då de tillåter en viss rörelse mellan hjälmens yttre och inre delar för att dämpa stötar. Gemensamt för dem alla är dock att de hjälmmodeller som har sådant skydd primärt riktas mot användare av terräng- eller racercykel och inte mot vardagscyklister.

För användare som väljer Hövding på grund av bekvämligheten att kunna vika ihop den och lägga i den en väska, finns det även konkurrens i form av vikbara skalhjälm. Ett exempel är brittiska **Morpher** som kan fällas ihop på mitten och bli en 7-8 cm tjock halvcirkel. Ett annat exempel är spanska **Closca** som består av tre koncentriska cirklar som kan fällas i varandra när hjälmen inte används. Gemensamt för dessa lösningar är bekvämlighet vid transport medan säkerheten uppges vara i nivå med traditionella skalhjälm.

Vilka är Hövdings unika fördelar?

Hövding har en unik marknadsposition som den enda produkt som kan erbjuda höjd säkerhet för cyklister som av någon anledning inte vill använda hjälm. Värdet av detta märks då många förstagångsköpare av Hövding inte har ägt någon cykelhjälm innan. Även jämfört med andra cykelhjälm, är säkerheten Hövdings främsta försäljningsargument. Hjälmen marknadsförs som världens säkraste och påstås ge 8 gånger bättre skydd jämfört med vanliga cykelhjälm.

Stanford-studie: 8x bättre skydd mot hjärnskakning

Bakgrunden för påståendet är en undersökning utförd vid Stanford University, publicerad i *Annals of Biomedical Engineering* 2016. I undersökningen användes testdockor till att mäta hur mycket av rörelseenergin som upptogs av Hövding respektive en standard skalhjälm av polystyren. Testet visade att Hövding gav upp till en åttafaldig minskning av risken för hjärnskakning jämfört med en traditionell hjälm, vilket enligt författarna förklaras av att airbagen är både tjockare och mjukare än den traditionella hjälmen.

Folksam: 3x bättre stötupp- tagning än näst bästa alternativ

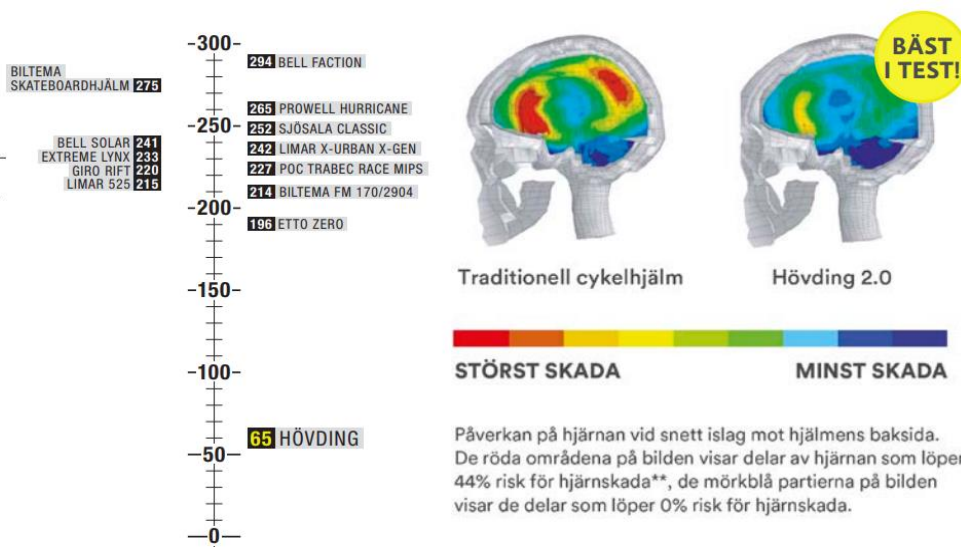
Försäkringsbolaget Folksam har testat Hövding två gånger i samband med större genomgångar av hjälm på den svenska marknaden. I 2012 års test visade resultatet att Hövding hade tre gånger bättre stötupptagning än den näst bästa hjälmen i slagprov vid 25 km/h, se figur 7. Då fanns det även MIPS-utrustade hjälm med i urvalet. Vid Folsams senaste test 2015 blev Hövding återigen den hjälm som fick högst betyg, följt av tre hjälm med MIPS-teknologi.

Figur 8: Folsams test av cykelhjälm, 2012

FOLKSAMS CYKELHJÄLMSTEST 2012 SLAGPROV, 25 KM/H ACCELERATION (G)

I försäkringsbolaget Folsams test av 13 cykelhjälm på den svenska marknaden från 2012 uppvisade Hövding mer än tre gånger bättre stötupptagningsförmåga än alla andra hjälm. **Ju lägre värde, desto bättre är hjälmens förmåga att skydda huvudet i en olycka.**

För att få CE-märkning krävs att en cykelhjälm dämpar accelerationskraften vid ett huvudslag ner till 250 g. Det tolererade maxvärdet är alarmerande högt och ligger klart över skadegenererande våldsnivåer. Det innebär att en hjälm som klarar dagens lagkrav på 250 g ändå kan ge allvarliga – till och med dödliga – huvudskador vid en cykelolycka.



Bättre skydd för nacke och ansikte

Förutom den överlägsna stötupptagningen har Hövding fördelen av att skydda en mycket större yta än vanliga cykelhjälm. I uppblåst skick omsluter den nacken och hindrar skador på nackkotorna. Dessutom sticker delar av airbagen ut framför ansiktet och hindrar i större grad än traditionella hjälm att cyklisten slår i ansiktet och utsätts för skador.

Vikbar för transport

Hövding har dessutom fördelen att kunna vikas ihop då den inte används vilket gör den lättare att ta med sig. Enheten har en hård del i nacken som innehåller batteri, gasgenerator och elektronik men övriga delar är flexibla och kan vikas in. Andra vikbara hjälm är svåra att kombinera med skydd mot rotationsvåld. Vi noterar också att en av de vikbara

hjälmarna på marknaden, Carrera Foldable, var bland dem som testade sämst på säkerhet i Folksams senaste test.

En unik fördel med Hövding är möjligheten att byta design på produkten genom att välja olika skal. Skalet är ett tunt överdrag som användaren lätt kan byta för att matcha egen smak och ge hjälmen en individuell prägel.

Bluetooth-uppkoppling ger unika möjligheter

Nästa generation Hövding som ska lanseras hösten 2019 kommer öppna möjligheter till ytterligare värdehöjande produkter och tjänster. Genom att kunna kopplas till exempelvis en telefon via bluetooth, kan GPS-signal och internet-åtkomst kombineras med data från hjälmens inbyggda gyroskop och accelerometer. Bolaget har inte själv gått ut med vilka konkreta tjänster de tänker erbjuda. Av möjligheter man kan spekulera om, ser vi bland annat avancerat stölskydd, assistanssignal vid olyckor och analys av trafikdata med mera.

Slutligen stöds Hövdings affärsmodell av varumärkesskydd och patent. Patenten är indelade i sju olika patentfamiljer som beskriver till exempel kragen med airbag, algoritmen som avgör om uppblåsning ska verkställas, själva airbagens form med mera. Själva grundpatentet som beskriver kragen har fullständigt patentskydd till hösten 2026 medan vissa av patenten sträcker sig till 2037. Algoritmen i sig är dessutom mycket svår att kopiera.

Vad kommer Hövding att tjäna?

För att uppskatta ett motiverat börsvärde för Hövding har vi arbetat fram ett finansiellt scenario för kommande år. Omsättningen är i stark expansion då försäljningen i nuläget inte bara drivs av Sverige, utan i ökande grad av Danmark och även Tyskland. Bolaget har inte gett detaljerade försäljningssiffror per land men utifrån olika uttalanden har vi kunnat härleda att Sverige utgör cirka halva omsättningen i dagsläget.

Vi förväntar break-even år 2020

Bolagets finansiella mål är en omsättning om minst 250 MSEK år 2020 med positivt rörelseresultat samma år. Det skulle innebära att omsättningen mellan åren 2017 – 2020 visar en genomsnittlig tillväxt om 55 procent per år. Målet är inte orealistiskt mot bakgrund av tillväxten under de senaste kvartalen. Under 2019 ökar dessutom tillväxtpotentialen med utrullningen av en ny produktversion och ökade satsningar på London-marknaden. Vetenskapen om att Hövding 3.0 är på väg kan eventuellt få vissa kunder att skjuta upp inköpet, och vi har därför räknat med en något långsammare tillväxt fram till mitten av 2019 som kompenseras av snabbare tillväxt under andra halvåret. I vårt scenario nås både Hövdings omsättnings- och resultatmål 2020.

Längre fram har vi modellerat en fortsatt stark men något avtagande tillväxttakt. En avgörande fråga är hur stor omsättningen kan bli innan tillväxten mognar och stabiliseras. Vi har tagit utgångspunkt i Sverige, som knappast kan kallas mogen men som är den längst komna av bolagets marknader. Vi har förutsatt att Hövding fortsätter expansionsfasen tills dess att penetrationen i hela Europa motsvarar den penetration Hövding idag har bland vuxna cykelhjälmsanvändare i Sverige. Under de senaste tolv månaderna sålde Hövding uppskattningsvis 25-30 000 Hövdingar på den svenska marknaden där en dryg miljon vuxna vardagscyklister bär huvudskydd. I hela Europa finns cirka 35 gånger fler vuxna vardagscyklister men andelen européer som använder cykelhjälm ligger på runt 2/3 av den svenska nivån. Samma penetrationsgrad som den nuvarande i Sverige betyder att man skulle kunna sälja 600-700 000 enheter per år i hela Europa.

Vi ser en halv miljon enheter årligen 2028

Vi väljer en något mer försiktig ansats och antar att försäljningen under de nästkommande tio åren växer till 500 000 enheter per år. Därefter stabiliseras tillväxten vid 2,5 procent per år vilket matchar den långsiktiga tillväxten i europeiska hushållens konsumtion. En halv miljon Hövdingar om året låter visserligen högt men vi anser att det finns utrymme för högre såväl som lägre utfall. Vi har till exempel bortsett från all försäljning utanför Europa och vi har använt Sverige idag som referenspunkt för en mogen marknad trots att bolaget fortfarande växer mycket snabbt här. Vi har inte heller räknat med att både cykling och cykelhjälmsanvändande fortsätter att öka.

Försäljningspris 1400 SEK i genom- snitt

När det gäller försäljningspriset har vi valt att modellera med 1 400 SEK per enhet. För jämförelse var genomsnittspriset 1 531 SEK under Q3 2018. Anledningen till att vi har valt ett lägre pris är dels att priset i Q3 gynnades av växelkurseffekter och dels att vi förväntar oss att försäljning via distributör kommer öka som andel av den totala omsättningen.

Vi har även valt att vara försiktiga i prognosen på annan försäljning utöver hjälmar. Bolaget säljer även skal till Hövding och vi ser goda möjligheter att man kommer kunna sälja värdehöjande tjänster när den uppkopplade version 3.0 kommer på marknaden. Eftersom skal-försäljningen i dagsläget är låg och att andra tjänster är okända har vi i modellen begränsat annan försäljning till 2 procent av omsättningen av Hövding-enheter.

Bruttomarginalen ökar till 25 procent

Under de senaste tolv månaderna har bruttomarginalen legat runt 21 procent i genomsnitt. En utmaning för bolaget har varit att öka marginalerna genom att sänka enhetskostnaderna. Eftersom ett väsentligt antal enheter har utsatts för felaktig uppblåsning har man valt att göra avsättningar för framtida garantiersättningar. Kostnaden för avsättningen uppgick till 19 procent av enhetskostnaden under både Q2 och Q3 2018. Bolaget har släppt mjukvaruuppdateringar som adresserar problemet och det förväntas att garantikostnaderna kommer sjunka med tiden. En fullständig eliminering av problemet skulle ge nästan en fördubbling av bruttomarginalen så bolaget har mycket att vinna på att arbeta på förbättringar. Vi har återigen valt att vara försiktiga i vår modell och antagit att marginalen gradvis klättrar till 25 procent där den ligger kvar över prognoshorisonten.

Tillfällig kostnadsökning i samband med lansering av 3.0

Bolaget är i gång med vissa nyanställningar på säljsidan men hävdar att bemanningen i övrigt är tillräcklig för överskådlig framtid. Vi har därmed antagit en ganska modest ökning i personalkostnaderna framöver. Övriga externa kostnader kommer enligt bolaget öka under hösten 2019 i samband med lanseringen av version 3.0. Vi förutsätter att det rör sig om engångskostnader och att kostnaderna faller tillbaka 2020 innan de fortsätter växa trendmässigt i en något långsammare takt än omsättningen.

Enligt vårt scenario kommer bolagets nettoresultat hamna ungefär på nollstrecket 2020 varefter vi förväntar oss återkommande svarta siffror. Blickar man fram till 2023 har vi i vår modell räknat med en omsättning om 515,1 MSEK med ett EBITDA-resultat om 57,1 MSEK och resultat efter skatt om 56,2 MSEK. Vi uppskattar att bolaget vid ingången till 2019 har ackumulerade förluster om 261 MSEK vilka kan användas till att reducera framtida skattemässiga vinster. I vår modell dröjer det till 2026 innan denna skattefordran är förbrukad och bolaget börjar belastas en årlig skattekostnad.

Tabell 2: Resultaträkning i sammandrag

MSEK	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Summa intäkter	67,0	94,7	174,9	256,1	360,4	447,9	515,1
Kostnad sålda varor	(44,4)	(73,6)	(134,5)	(191,5)	(268,9)	(333,7)	(383,8)
Operativa kostnader	(54,4)	(57,5)	(82,5)	(63,4)	(68,5)	(72,1)	(74,2)
EBITDA	(31,8)	(36,5)	(42,2)	1,2	22,9	42,0	57,1
Av- och nedskrivningar	(9,2)	(2,0)	(1,5)	(1,2)	(1,1)	(0,9)	(0,8)
EBIT	(41,0)	(38,4)	(43,6)	(0,0)	21,8	41,1	56,2
Finansnetto	0,0	(0,0)	-	-	-	-	-
Skatt	-	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat	(41,0)	(38,5)	(43,6)	(0,0)	21,8	41,1	56,2

Source: Västra Hamnen Corporate Finance

Hur ser kassasituationen ut?

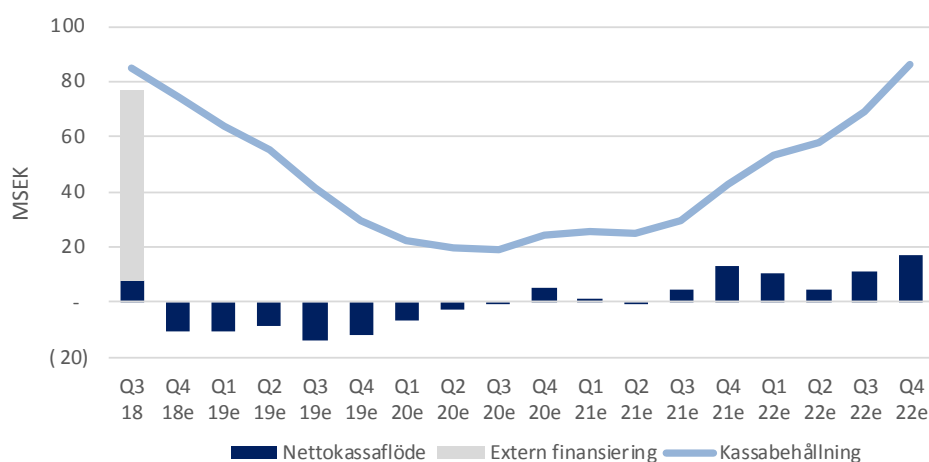
Tillräcklig finansiering för kommande expansion

Hövding genomförde en fulltecknad företrädesemission under Q3 2018 varvid bolaget tillfördes 69,2 MSEK i likvida medel. Kassabehållningen vid utgången av kvartalet var 84,7 MSEK. Enligt vår bedömning ger det bolaget tillräcklig finansiering till dess att det börjar generera positiva kassaflöden. Enligt modellen sjunker kassabehållningen fram till mitten av 2020 då den botten på 19 MSEK innan den börjar växa. Därmed finns det även en bra buffert som måste förbrukas innan det eventuellt blir tal om ytterligare finansieringsbehov.

I scenariot har vi utgått från att kassaflöden utöver den löpande verksamheten är relativt begränsade. Eftersom all produktion utförs externt uppstår inga nämnvärda behov av materiella tillgångar. Vi har inte heller förutsatt några förvärv eller investering i utveckling utöver vad som ingår i löpande operativa kostnader.

Även när det gäller rörelsekapital antar vi att behovet kommer vara begränsat. Hövding har goda villkor på kundsidan vilket innebär att man binder relativt lite kapital i kundfordringar. Lagerhållningen måste dock förväntas öka när försäljningen växer. Detta uppvägs dock till viss grad av ökande leverantörskrediter och andra skulder. Det samlade nettokassaflödet till rörelsekapital har vi därmed uppskattat till enstaka miljoner om året under vår prognosperiod.

Figur 9: Kassaflöde och kassabehållning



Source: Västra Hamnen Corporate Finance

Vad är bolaget värt?

Vi använder två olika metoder för att värdera bolaget, en DCF-värdering med utgångspunkt i det finansiella scenariot vi beskrivit ovan samt en peer-värdering. DCF-värderingen görs i två steg (se detaljer i appendix). Vi beräknar först bolagsvärdet under förutsättning om överlevnad och sedan justerar vi detta värde med en riskfaktor för att reflektera risken att bolaget skulle falla innan det når lönsamhet.

Vi tillämpar en
WACC om 12%

Eftersom riskfaktorn tar hand om överlevnadsrisken kan vi diskontera modellens kassaflöden med en lägre diskonteringsränta (WACC) än annars vore fallet. Vi har valt en WACC om 12 procent för Hövding. Faktorer som talar för en lägre WACC är att bolaget redan har etablerat produkten och varumärket på vissa marknader och under två år har lyckats sälja med bra bruttomarginal. Dessutom är både organisation och teknik i princip färdigutvecklade. Å andra sidan är bolaget fortsatt litet samt att sällanköpsvaror till konsument är en mycket konjunkturkänslig marknad.

Det diskonterade värdet av kassaflödena under modellens explicita period fram till 2028 summerar till 181,1 MSEK. Till detta adderar vi ett terminalvärde som är värdet av det diskonterade fria kassaflödet från och med 2029 med en evig tillväxttakt om 2,5 procent. Sammantaget ger modellen ett motiverat bolagsvärde om 550,4 MSEK innan vi justerar för överlevnadsrisk.

Många unga bolag har svårt att ta sig genom uppstarts- och tillväxtfas och fram tills de levererar vinst varje år. Många faller på vägen. Därför brukar vi multiplicera bolagsvärdet med en faktor som representerar sannolikheten att bolaget överlever tills det når varaktig lönsamhet. Faktorn kan variera med tiden och ju närmre bolaget kommer stabilt positiva vinster desto högre sätter vi denna multiplikator.

Med utgångspunkt i det läge Hövding befinner sig i och vår bedömning av risken, anser vi att rimliga sannolikheter ligger i spannet 60 till 90 procent. Vi använder dessa multiplikatorer för att riskjustera bolagsvärdet. Det motiverade bolagsvärdet blir 330,3 MSEK om vi använder 60 procents riskvikt och 495,4 MSEK om vi använder 90 procent.

DCF-modellen motiverar 18,00 – 25,50 SEK per aktie

För att gå från bolagsvärde till börsvärde adderar vi bolagets nettokassa, vilken vi uppskattar till 74,3 MSEK vid utgången av 2018. Dessutom drar vi bort marknadsvärdet av utestående optionsprogram eftersom de utgör ett åtagande för bolaget. Då landar vi på ett motiverat börsvärde om 402,1 MSEK med 60 procents riskvikt och 567,2 MSEK med 90 procents vikt. **Det motsvarar en motiverad kurs per aktie om 18,00 respektive 25,50 SEK.**

Tabell 3: DCF-modell antaganden

MSEK	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	174,9	256,1	360,4	447,9	515,1	570,6	620,7	659,8
EBIT	(43,6)	(0,0)	21,8	41,1	56,2	69,1	80,7	89,8
EBIT-marginal	-25,0%	0,0%	6,1%	9,2%	10,9%	12,1%	13,0%	13,6%
Just. Skatt	-	-	-	-	-	-	-	(12,0)
NOPLAT (=EBIT - skatt)	(43,6)	(0,0)	21,8	41,1	56,2	69,1	80,7	77,8
Av-/nedskrivning	1,5	1,2	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
Capex + Rörelsekap	(8,2)	(8,5)	(8,4)	(4,8)	(4,2)	(3,3)	(3,0)	(2,5)
Nettokassaflöde	(50,4)	(7,2)	14,5	37,3	52,9	66,6	78,4	75,9

DCF (MSEK)

WACC	12,0%	12,0%
Bolagsvärde (EV)	550,4	550,4
Sannolikhet lönsamhet	60%	90%
Risjusterat bolagsvärde	330,3	495,4
Optioner	(2,5)	(2,5)
Likvida medel	74,3	74,3
Motiverat börsvärde	402,1	567,2
Utestående aktier (m)	22,28	22,28
Värde per aktie (SEK)	18,00	25,50

Känslighetsanalys (värde per aktie, SEK)

		Sannolikhet att nå lönsamhet			
		60%	70%	80%	90%
WACC	16%	12,30	13,80	15,30	16,90
	14%	14,70	16,60	18,50	20,40
	12%	18,00	20,50	23,00	25,50
	10%	23,20	26,60	29,90	33,20
	8%	32,20	37,00	41,80	46,60

Source: Västra Hamnen Corporate Finance

Vi har även värderat bolaget utifrån prissättningen av jämförbara bolag, en så kallad peer-värdering. Svårigheten med att värdera bolag i tidig fas mot varandra är att man saknar vinster, och ibland även försäljning, att använda som jämförelseparametrar. I Hövdings fall är det även svårt att hitta direkt jämförbara bolag eftersom produkten skiljer sig så mycket från andra produkter inom kategorin.

Tabell 4: Peer-värdering

MSEK	Börsvärde	Nettovinst T12M	P/E	Bolagsvärde (EV)	EBITDA	Omsättning	EV/EBITDA	EV/omsättning
Hövding	369,9	(40,1)	neg	285,2	(36,2)	84,6	neg	3,4
Amer Sports (FI)	48 121,8	1 209,7	40,4	57 915,2	2 891,6	27 022,7	20,0x	2,1
Thule Group (SE)	19 289,7	754,0	25,6	20 860,7	1 238,0	6 333,0	16,9x	3,2
Fenix Outdoor (SE)	11 750,6	705,0	16,7	11 293,0	932,3	5 751,6	12,1x	2,0
Accell Group (NL)	5 202,4	96,4	53,3	7 000,6	446,8	10 611,5	15,7x	0,7
Medel Thule & Fenix			21,1				14,5	
Hövding 2025e		80,7			81,4	620,7		
Motiverad aktiekurs			22,2 - 33,3				17,3 - 25,9	

Source: Factset, Västra Hamnen Corporate Finance

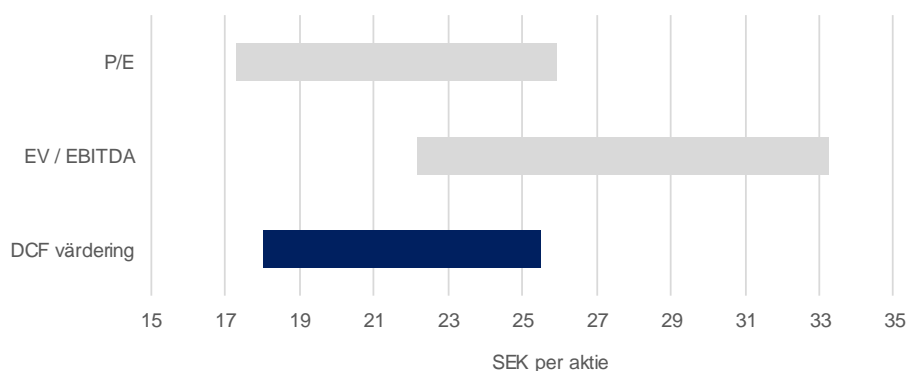
Den bästa jämförelsen vi kan göra är enligt oss mot andra bolag verksamma inom sällanköpsvaror mot konsument och med inriktningen sport, utomhusaktiviteter och fritid. Geografiskt avgränsar vi oss till norra Europa. De mest närliggande bolagen är listade i tabell 4.

Jämförelsen brister lite eftersom samtliga bolag är relativt mogna och har kommit ned till ensiffrig försäljningstillväxt. Vi har därför valt att jämföra på basis av våra försäljnings- och vinstestimater på Hövding det första året då även Hövdings tillväxt kommit ned i ensiffrig storlek, nämligen år 2025. Det året ser vi för oss att Hövding omsätter 620,7 MSEK med EBITDA om 81,4 MSEK och nettovinst om 80,7 MSEK.

Peer-värdering indikerar 17,30 – 33,30 SEK per aktie

Det är stora skillnader mellan de olika peer-bolagen vad gäller multipel-värdering. Till viss del verkar det hänga samman med bolagsstorlek då de två bolagen med lägst omsättning värderas lägre, i alla fall vad gäller P/E. Eftersom Hövding även år 2025 kommer vara ett litet bolag har vi använt multiplar enbart från Thule och Fenix Outdoor som referens för värdering av Hövding. Vi har tagit medelvärden av de två bolagens multiplar och applicerat på Hövdings prognosticerade vinster år 2025, diskonterat till nuvärde och slutligen justerat med riskfaktorerna 60 respektive 90 procent som i DCF-modellen. **Sammantaget motiverar peer-analysen ett spann för aktiens värde om 22,20 – 33,30 SEK baserat på P/E och 17,30 – 25,90 SEK baserat på EV/EBITDA.**

Figur 10: Football field - DCF, EV/EBITDA, P/E



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vad döljer sig bakom siffrorna?

I våra analyser brukar vi undersöka om bolaget använder redovisningsmetoder eller kommunicerar förhållanden utanför resultat- och balansräkningen som har betydelse för tolkningen av rapporterade siffror. Bolagets ekonomi kan vara starkare eller svagare än rapporterna omedelbart ger vid handen och detta kan ha betydelse för värderingen.

Redovisningen skänker förtroende åt bolaget

När det gäller Hövding anser vi att redovisningen har två tydliga styrkor varav den första är hur man hanterar beräknade garantiåtaganden. Bolaget gör löpande reserveringar som kostnadsförs under kostnad för sålda varor. I balansräkningen ackumuleras detta som en avsättning som är beräknad att motsvara prognosticerade framtida ersättningar på den utestående volymen av produkter under garanti. Att man visar detta i balansräkningen är en styrka som innebär lägre risk för negativa överraskningar i framtiden.

Den andra stora styrkan är att balansräkningen inte är uppblåst av immateriella tillgångar. Historiska utvecklingskostnader har nästan till fullo skrivits av eller kostnadsförts löpande vilket betyder låga avskrivningar i framtiden. Eftersom bolaget inte heller äger nämnvärda materiella tillgångar kommer avskrivningar bli en obetydlig kostnadspost i framtiden.

En sak som investerare ska vara uppmärksamma på är dock den möjliga utspädning som kan ske till följd av två optionsprogram som utfärdats till VD och övriga medarbetare. Genom det första programmet tilldelades VD Fredrik Carling 300 000 optioner där varje option ger rätt att teckna 1,57 aktier till lösenkursen 22,58 SEK per aktie. Optionerna löper till 31 mars 2019. Det andra programmet riktade sig till anställda i bolaget och det tecknades totalt 198 437 optioner där varje option ger rätt att teckna 1,4 aktier till lösenkursen 22,79 SEK. Inlösningsperioden för det andra programmet är 1-31 oktober 2020. De båda programmen har för tillfället lösenkurser som överstiger börskursen och vi har därmed räknat det aktuella marknadsvärdet av optionerna som en latent skuld i värderingen av bolaget

istället för att räkna med full utspädning. Den potentiella utspädningen ifall båda programmen utnyttjas till fullo är 3,3 procent.

Vad kan gå fel?

Funktionsfel vid olycka vore fatalt för varumärket

Som alla säkerhetsprodukter är det helt avgörande att Hövdings kunder har förtroende för att produkten skyddar dem när det behövs. Det skulle kunna förorsaka stor skada på varumärket ifall det rapporterades tillfällen där hjälmen inte blåstes upp vid olyckor. Hövding har enligt prospektet 2018 ansvarsförsäkringar som troligtvis skulle täcka direkta kostnader för skadestånd men för Hövding är det en större risk att försäljningen viker om allmänheten börjar tveka på hjälmens funktion. Hittills har man undvikit sådana händelser men med lanseringen av en ny produktversion hösten 2019 ökar risken att det, trots testning, kommer produktexemplar på marknaden som inte fungerar korrekt.

Onödiga uppblåsningar kan nagga på anseendet

Hövding har valt att designa produkten så att den hellre löses ut en gång för mycket än en gång för lite. Därmed har man undvikit att den inte gett skydd när det behövdes men har istället fått se ett relativt högt antal onödiga uppblåsningar. Det arbetas löpande på mjukvaran för att få ner sådana fel utan att minska säkerheten. Skulle man misslyckas med detta kan det påverka marknadsuppfattning av Hövdings produktkvalitet.

Sårbar för problem hos huvudleverantör

Bolaget samarbetar nära med underleverantören Nihon Plast i Kina som ansvarar för tillverkning av airbag, krage och elektronik samt sammansättning av den färdiga produkten. Att så stor del av värdekedjan utgår från en enskild leverantör betyder sårbarhet, i alla fall på kort sikt. Eventuella problem hos leverantören eller försämring av relationen skulle kunna göra det svårt att tillverka de önskade volymerna i tid. Hövding har emellertid avtal med Nihon Plast som löper till 1 juni 2020.

Eftersom Hövding tillverkar i ett land, har personal i ett annat och försäljning i ytterligare andra länder, uppstår valutarisker. Bolaget har inte använt annan valutasäkring än att försöka matcha flöden i exempelvis EUR. Framöver kan man förvänta ökande försäljning i EUR och GBP vilket kommer att aktualisera växelkursrisken. Bolaget har inte uttalat sig om hur de tänker bemöta detta.

Viktiga händelser framöver

Ny produktversion blir huvudnumret 2019

Den stora händelsen detta år kommer bli lanseringen av Hövding 3.0. Den exakta tidsangivelsen har inte meddelats men bolaget talar om hösten 2019. Vi vet heller inte exakt hur produkten kommer se ut och vilka funktioner och tjänster man inkluderar som följd av att hjälmen kan kopplas upp mot andra enheter. Gällande prissättning har vi fått indikationer om att version 3.0 kommer placera sig i närheten av 2.0. Det skulle innebära högre kundvärde per krona i den nya modellen vilket ökar sannolikheten för positivt mottagande.

Vi är osäkra på hur välkänt det är på konsumentmarknaden att det kommer en ny version så snart. Kännedomen kan få betydelse för försäljningen av den utgående modellen. Vi kommer därmed ha bevakning på hur produkten omtalas i olika konsumentforum för att försöka få en indikation om i vilken grad konsumenter skjuter upp inköp i väntan på den nya modellen. Detta kommer vara en viktig input för att kunna tolka de närmsta kvartalens försäljningsvolymerna med tanke på underliggande efterfrågetrend kontra kortsiktiga anpassningar.

London-marknaden ett spännande test

Vi kommer också ha särskild bevakning på alla signaler från bolaget som gäller satsningen på London. Det är en stor och viktig satsning, inte minst eftersom det är den hittills största staden som Hövding har fokuserat på. Det är dessutom en stad som sätter trender långt utanför det egna landet. En framgångsrik lansering där skulle båda gott för fortsatt uttrullning i Europa.

Version 3.0 kommer förmodligen inkludera vissa funktioner som utnyttjar möjligheten till uppkoppling. Längre fram ser vi möjligheter att bolaget kommer lansera separata tilläggs-tjänster som möjliggörs av uppkopplingen och som kan bli separata affärsområden. Vi vet dock inget om hur sådana kan komma att se ut eller när de kan komma på tal.

Längre fram kan det även finnas möjligheter att vidga användningsområdet för airbag-tekniken till applikationer som inte har med cykling att göra. Det har tidigare spekulerats att en liknande krage skulle kunna användas av personer med hög risk för fallskador, till exempel epileptiker eller patienter med nedsatt balanssinne. En annan potentiell applikation kan vara en hjälm för andra typer av tvåhjulingar, t ex e-scooters, de eldrivna sparkcyklarna vars uthyrningsprogram intar fler och fler storstäder. Båda de nämnda applikationerna skulle kräva en omarbetad algoritm för att styra uppblåsning av hjälmen. För fallpatienter skulle det även kunna behövas ändrad design av den fysiska produkten. Det är osäkert om Hövding är villiga att driva sådana utvecklingsprojekt internt. Möjligtvis väljer man istället att licensiera ut teknologin till externa parter som önskar att utveckla nya produkter.

Finansiell kalender

7 mars 2019	Bokslutskommuniké 2018
9 maj 2019	Årsstämma

Appendix: Värderingsmetodik

Svårigheten i att värdera tillväxtbolag med begränsad historisk omsättning och vinst, är att värderingen bygger på en relativt osäker framtid, mer osäker än för bolag med lång och stabil historik. Bland annat går det inte att använda historisk vinsttillväxt som en parameter för den framtida tillväxten. Det kan också vara svårt att använda historisk omsättning och historiska marginaler för estimat på framtiden.

För att hantera detta följer vi vedertagna värderingsmetoder av tillväxtbolag i tidig fas som beskrivits av bl a finansprofessorn Aswath Damodaran¹). Istället för att justera diskontoreringsräntan som används för att nuvärdesberäkna framtida kassaflöden så att den reflekterar den höga osäkerheten, värderar vi bolaget i två steg:

- Först bestäms bolagsvärdet ("enterprise value") utifrån en explicit förutsättning om att bolaget överlever fram tills dess att rörelsen börjar gå med vinst.
- I nästa steg justerar vi bolagsvärdet utifrån sannolikheten att bolaget faktiskt överlever fram tills det når varaktig lönsamhet. Justeringen sker genom att multiplicera bolagsvärdet med en riskfaktor som representerar sannolikheten för överlevnad.

För varje år som går kommer denna riskfaktor att justeras utifrån bolagets aktuella utveckling och vår uppdaterade syn på sannolikheten för överlevnad.

1) **Damodaran, Aswath**, "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges", Stern School of Business, New York University, May 2009

Resultaträkning - årlig data

kSEK	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Nettoomsättning	35 723	56 694	92 746	174 905	256 128	360 355	447 906	515 092
Övriga intäkter	9 615	10 289	1 940	-	-	-	-	-
Summa intäkter	45 338	66 983	94 686	174 905	256 128	360 355	447 906	515 092
Kostnad sålda varor	(37 721)	(44 359)	(73 603)	(134 527)	(191 462)	(268 935)	(333 734)	(383 794)
Bruttovinst	7 617	22 624	21 083	40 378	64 666	91 420	114 172	131 298
Personalkostnader	(21 435)	(25 194)	(28 428)	(29 512)	(30 623)	(31 789)	(33 079)	(33 996)
Övriga externa kostnader	(21 249)	(27 662)	(28 674)	(53 037)	(32 817)	(36 755)	(39 045)	(40 216)
Övriga rörelsekostnader	(764)	(1 571)	(441)	-	-	-	-	-
EBITDA	(35 831)	(31 803)	(36 460)	(42 171)	1 226	22 877	42 048	57 085
Av- och nedskrivningar	(9 417)	(9 227)	(1 985)	(1 471)	(1 237)	(1 067)	(943)	(842)
EBIT	(45 248)	(41 030)	(38 445)	(43 642)	(11)	21 810	41 105	56 243
Finansnetto	137	42	(21)	-	-	-	-	-
EBT	(45 111)	(40 988)	(38 466)	(43 642)	(11)	21 810	41 105	56 243
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(45 111)	(40 988)	(38 466)	(43 642)	(11)	21 810	41 105	56 243
Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	na	58,7%	63,6%	88,6%	46,4%	40,7%	24,3%	15,0%
EBITDA	na	na	na	na	na	1766,2%	83,8%	35,8%
EBIT	na	na	na	na	na	na	88,5%	36,8%
Resultat	na	na	na	na	na	na	88,5%	36,8%
% av nettoomsättning (%)								
Bruttomarginal	-5,6%	21,8%	20,6%	23,1%	25,2%	25,4%	25,5%	25,5%
EBITDA marginal	neg	neg	neg	neg	0,5%	6,3%	9,4%	11,1%
EBIT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	6,1%	9,2%	10,9%
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	6,1%	9,2%	10,9%
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	neg	6,1%	9,2%	10,9%
Personalkostnader	60,0%	44,4%	30,7%	16,9%	12,0%	8,8%	7,4%	6,6%
Totala rörelsekostnader	121,6%	96,0%	62,0%	47,2%	24,8%	19,0%	16,1%	14,4%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	neg	50,4%	48,7%	40,0%
ROIC	neg	neg	neg	neg	neg	65,3%	107,4%	132,0%
ROCE	neg	neg	neg	neg	neg	24,8%	27,7%	24,8%

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning - årlig data

kSEK	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Varulager	7 079	12 447	12 933	27 236	39 104	54 927	66 130	76 049
Kundfordringar	9 159	13 602	9 718	21 539	31 387	44 159	53 252	61 239
Skattefordringar	422	599	603	1 335	1 946	2 738	3 302	3 797
Förutbet kost & upplupn intäkt	3 810	5 550	2 365	5 241	7 637	10 745	12 958	14 902
Övriga fordringar	89	1 005	575	1 274	1 856	2 612	3 150	3 622
Kassa och bank	34 082	21 634	74 338	29 271	24 570	42 487	85 905	143 481
Summa omsättningstillg.	54 641	54 837	100 531	85 897	106 501	157 668	224 696	303 090
Materiella tillgångar	930	960	787	827	908	1 110	1 275	1 410
Immateriella tillgångar	11 683	2 874	7 066	5 755	4 688	3 818	3 110	2 533
Finansiella tillgångar	52	52	52	52	52	52	52	52
Summa anläggningstillg.	12 665	3 886	7 905	6 634	5 647	4 980	4 437	3 995
Summa tillgångar	67 306	58 723	108 436	92 531	112 148	162 648	229 133	307 084
Leverantörsskulder	8 078	10 813	21 986	35 407	46 925	65 912	79 355	91 259
Upplupna kost och förutbet int	7 496	3 196	5 912	13 103	17 184	21 491	25 916	29 803
Övriga skulder	987	1 082	1 478	3 276	4 773	6 716	8 099	9 313
Summa kortfristiga skulder	16 561	15 091	29 376	51 785	68 882	94 118	113 370	130 375
Övriga avsättningar	10 727	9 257	13 912	19 240	21 771	25 225	31 353	36 056
Summa eget kapital	40 018	34 375	65 148	21 506	21 495	43 305	84 410	140 653
Summa skulder & eget ka	67 306	58 723	108 436	92 531	112 148	162 648	229 133	307 084

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - årlig data

kSEK	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Löpande verksamheten	(26 486)	(33 231)	(31 826)	(36 844)	3 757	26 331	48 177	61 788
Förändring i rörelsekapital	4 506	(14 114)	21 295	(8 023)	(8 208)	(8 014)	(4 358)	(3 813)
Investeringsverksamheten	(1 056)	(447)	(5 981)	(200)	(250)	(400)	(400)	(400)
Finansieringsverksamheten	38 608	35 345	69 239	-	-	-	-	-
Periodens kassaflöde	15 572	(12 447)	52 727	(45 066)	(4 701)	17 917	43 418	57 575
Ingående balans	18 696	34 082	21 634	74 338	29 271	24 570	42 487	85 905
Justeringar	(186)	(1)	(23)	-	-	-	-	-
Utgående balans	34 082	21 634	74 338	29 271	24 570	42 487	85 905	143 481

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Resultaträkning - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018e	Q1 2019e	Q2 2019e	Q3 2019e	Q4 2019e
Nettoomsättning	8 220	25 190	29 777	29 559	21 282	31 505	56 604	65 514
Övriga intäkter	1 817	30	93	-	-	-	-	-
Summa intäkter	10 037	25 220	29 870	29 559	21 282	31 505	56 604	65 514
Kostnad sålda varor	(6 379)	(19 938)	(23 683)	(23 603)	(16 782)	(24 530)	(43 509)	(49 706)
Bruttovinst	3 658	5 282	6 187	5 956	4 500	6 975	13 095	15 808
Personalkostnader	(7 316)	(7 205)	(6 887)	(7 020)	(7 160)	(7 304)	(7 450)	(7 599)
Övriga externa kostnader	(6 531)	(9 298)	(6 176)	(6 669)	(6 802)	(6 938)	(19 577)	(19 719)
Övriga rörelsekostnader	-	(548)	107	-	-	-	-	-
EBITDA	(10 189)	(11 769)	(6 769)	(7 733)	(9 463)	(7 267)	(13 932)	(11 509)
Av- och nedskrivningar	(809)	(230)	(535)	(411)	(393)	(376)	(359)	(344)
EBIT	(10 998)	(11 999)	(7 304)	(8 144)	(9 856)	(7 643)	(14 291)	(11 853)
Finansnetto	(40)	-	19	-	-	-	-	-
EBT	(11 038)	(11 999)	(7 285)	(8 144)	(9 856)	(7 643)	(14 291)	(11 853)
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(11 038)	(11 999)	(7 285)	(8 144)	(9 856)	(7 643)	(14 291)	(11 853)
Y-o-Y Growth (%)								
Nettoomsättning	(4,8%)	112,9%	101,3%	37,9%	158,9%	25,1%	90,1%	121,6%
EBITDA	na	na	na	na	na	na	na	na
EBIT	na	na	na	na	na	na	na	na
Resultat	na	na	na	na	na	na	na	na
% av nettoomsättning (%)								
Bruttomarginal	22,4%	20,8%	20,5%	20,1%	21,1%	22,1%	23,1%	24,1%
EBITDA marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
EBIT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Personalkostnader	89,0%	28,6%	23,1%	23,7%	33,6%	23,2%	13,2%	11,6%
Totala rörelsekostnader	168,5%	67,7%	43,5%	46,3%	65,6%	45,2%	47,7%	41,7%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
ROIC	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
ROCE	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018e	Q1 2019e	Q2 2019e	Q3 2019e	Q4 2019e
Varulager	19 005	13 195	9 203	12 933	9 196	13 441	23 841	27 236
Kundfordringar	5 554	14 643	14 040	9 718	6 997	10 358	18 610	21 539
Skattefordringar	437	513	607	603	434	642	1 154	1 335
Förutbet kost & upplupn intäkt	7 827	2 007	723	2 365	1 703	2 520	4 528	5 241
Övriga fordringar	380	272	579	575	414	613	1 101	1 274
Kassa och bank	12 719	7 611	84 681	74 338	63 834	55 453	41 400	29 271
Summa omsättningstillg.	45 922	38 241	109 833	100 531	82 577	83 027	90 633	85 897
Materiella tillgångar	876	798	776	787	798	808	818	827
Immateriella tillgångar	2 172	7 694	7 438	7 066	6 713	6 377	6 058	5 755
Finansiella tillgångar	52	52	52	52	52	52	52	52
Summa anläggningstillg.	3 100	8 544	8 266	7 905	7 563	7 237	6 928	6 634
Summa tillgångar	49 022	46 785	118 099	108 436	90 139	90 264	97 561	92 531
Leverantörsskulder	13 132	20 556	22 382	21 986	14 713	20 161	33 377	35 407
Upplupna kost och förutbet int	3 774	3 894	8 214	5 912	4 256	6 301	11 321	13 103
Övriga skulder	464	884	1 751	1 478	1 064	1 575	2 830	3 276
Summa kortfristiga skulder	17 370	25 334	32 347	29 376	20 034	28 038	47 528	51 785
Övriga avsättningar	8 315	10 113	12 460	13 912	14 813	14 576	16 674	19 240
Summa eget kapital	23 337	11 338	73 292	65 148	55 293	47 650	33 359	21 506
Summa skulder & eget ka	49 022	46 785	118 099	108 436	90 139	90 264	97 561	92 531

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018e	Q1 2019e	Q2 2019e	Q3 2019e	Q4 2019e
Löpande verksamheten	(11 171)	(9 971)	(4 403)	(6 281)	(8 562)	(7 504)	(11 834)	(8 944)
Förändring i rörelsekapital	2 279	10 537	12 491	(4 012)	(1 892)	(827)	(2 169)	(3 135)
Investeringsverksamheten	-	(5 674)	(257)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)
Finansieringsverksamheten	-	-	69 239	-	-	-	-	-
Periodens kassaflöde	(8 892)	(5 108)	77 070	(10 343)	(10 504)	(8 381)	(14 053)	(12 129)
Ingående balans	21 634	12 719	7 611	84 681	74 338	63 834	55 453	41 400
Justeringar	(23)	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	12 719	7 611	84 681	74 338	63 834	55 453	41 400	29 271

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Ansvarsbegränsning

Detta marknadsföringsmaterial har upprättats av Västra Hamnen Corporate Finance AB ("Västra Hamnen").

Materialet har inte utformats enligt kraven i de lagar och författningar som fastställts med avseende på investeringsanalysers oberoende, och omfattas inte av några förbud mot handel före spridningen av investeringsanalyserna.

Materialet har sammanställts utifrån offentligt tillgängligt material som bedöms som tillförlitligt. Det kan dock inte garanteras att informationen är korrekt. Informationen publiceras i marknadsföringssyfte och gör inte anspråk på att utgöra ett fullständigt underlag för finansiella beslut. Materialet utgör inte investeringsrådgivning och informationen tar inte hänsyn till de individuella behov, mål och förutsättningar som gäller för någon enskild mottagare. Läsaren uppmanas att inhämta egna kompletterande uppgifter och konsultera en kvalificerad finansiell rådgivare inför finansiella beslut.

Alla synpunkter, bedömningar och slutsatser som kommuniceras i materialet ska anses aktuella vid den tidpunkt då materialet publicerats men kan komma att ändras när som helst utan förutgående varsel. Ingenting som skrivs i materialet ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i ett finansiellt instrument.

Västra Hamnen kan inte hållas ansvariga för direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i detta material. Finansiella investeringar kan både öka och minska i värde. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Materialet riktar sig inte till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av materialet till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Västra Hamnen.

Intressekonflikter

Läsare av detta material görs uppmärksam på att Västra Hamnen har tagit fram materialet på uppdrag av och erhållit ersättning från det bolag som huvudsakligen nämns häri. Ersättningen är fast och överenskommen på förhand och är på inget sätt kopplat till innehållet i materialet och de synpunkter som framförs.

Bolaget som huvudsakligen nämns i materialet har haft möjlighet att ta del av materialet innan publicering. Bolagets genomgång kan ha lett till förändringar i innehållet. Antaganden, slutsatser och scenarion är dock ett resultat av Västra Hamnens egen analys av tillgängliga fakta.

Västra Hamnen har interna regler som förbjuder samtliga anställda att handla med aktier i bolag med vilka Västra Hamnen har avtal om att producera marknadsföringsmaterial som det föreliggande.

Västra Hamnen Corporate Finance AB
Jungmansgatan 12
211 11 Malmö
Telefon: +46 40 200 250
E-post: info@vhcorp.se
www.vhcorp.se

