



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 10 May 2021

Mekonomen

Ännu ett starkt kvartal

God organisk tillväxt och högre marginaler

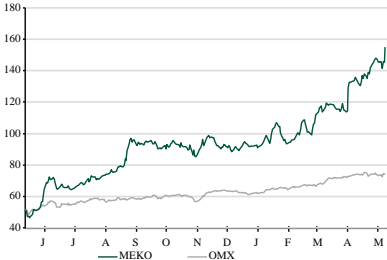
Mekonomen visade goda 10% organisk tillväxt i Q1, med en rörelsemarginal på 6,1%. Tillväxten var den starkaste som noterats ett enskilt kvartal de senaste fem åren, och marginalerna var bättre än Q1 2019, vilket i vår mening är ett bättre jämförelsekvartal än Q1 2020 pga coronapandemin och dataintrånget förra året. Resultatet var dock något sämre än vår förväntan, då vi räknat med ännu bättre marginaler.

Bra utveckling överallt förutom i Polen

Samtliga affärsområdena förutom Inter-Team i Polen visar bra tillväxt, där Sørensen & Balchen står ut med fantastiska 32% organisk ökning. Även MECA/Mekonomen verkar nu ha vänt och noterar goda 12% organisk tillväxt, samtidigt som lönsamheten förstärkts signifikant (från 5 till 89 mkr EBIT yoy). Den polska marknaden är fortsatt negativt påverkad av covid-19 och Inter-Team krympte 2% organiskt i kvartalet.

Vi höjer motiverat värde

Vi höjer våra intäktsestimat under prognosperioden något, men justerar ner resultatestimaten marginellt pga högre avskrivningar än vad vi tidigare räknat med. Samtidigt ser vi lägre finansiell risk i Mekonomen än tidigare, vilket motiverar en sänkning av avkastningskravet. I kombination med multiplexpansion för jämförbara bolag leder detta till att vi höjer motiverat värde till 146-148 kr (114-116). Medelhög risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	146.00 - 148.00
EPS, just 21e	10.1	10.28	-1.7%	Sales,m	11,511	11,976	12,246	12,522	Current price	SEK155.00
EPS, just 22e	11	11.11	-0.9%	Sales Growth	(2.8)%	4.0%	2.3%	2.3%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	12.07	12.16	-0.7%	EBITDA, m	1,574	1,668	1,714	1,797	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Delårsrapport Q2 20212021-08-20</div> <div>Delårsrapport Q3 20212021-10-29</div> <div>Bokslutskommuniké 20212022-02-11</div>				EBIT, m	738.0	863.9	894.5	962.2		
				EPS, adj	8.22	10.10	11.00	12.07		
				EPS Growth	10.0%	22.9%	8.9%	9.7%		
				Equity/Share	80.6	91.8	97.8	104.3		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier56.4m</div> <div>Market cap8,745</div> <div>Nettoskuld4,667</div> <div>EV13,412</div> <div>Avg. No. of Daily Traded Sh.234.5(k)</div> <div>Reuters/BloombergMEKO.ST/MEKO:SS</div>				Dividend	0.00	5.00	5.50	6.25	<div>Analytiker</div> <div>oscar.holm@penser.se</div>	
				EBIT Marginal	6.3%	7.1%	7.2%	7.6%		
				ROE (%)	9.7%	11.7%	11.6%	11.9%		
				ROCE	7.6%	8.9%	8.9%	9.6%		
				EV/Sales	1.17x	1.12x	1.10x	1.07x		
				EV/EBITDA	8.5x	8.0x	7.8x	7.5x		
				EV/EBIT	18.2x	15.5x	15.0x	13.9x		
				P/E, adj	18.9x	15.3x	14.1x	12.8x		
				P/Equity	1.9x	1.7x	1.6x	1.5x		
				Dividend yield	0.0%	3.2%	3.5%	4.0%		
				FCF yield	18.1%	7.4%	8.2%	9.0%		
				Net Debt/EBITDA	2.9g	2.5g	2.2g	1.8g		



Sammanfattning

Ännu ett starkt kvartal

Investment Case

Mekonomen är Nordens ledande grossist och distributör av bildelar. Bolaget har en stark position på en stabil marknad som kan konsolideras ytterligare. Marknaden har låg strukturell tillväxt, men goda kassaflöden och potential till lönsamhetsförbättringar gör att vi tycker bolaget är intressant för långsiktiga investerare.

Marknadsledare i Norden

Mekonomen är störst på reservdelsmarknaden i Sverige, Danmark och Norge och en av de största aktörerna totalt i Europa. Marknaden genomgår en konsolideringsfas som i våra ögon innebär att storlek kommer att bli allt viktigare för att hävda sig konkurrensmässigt, vilket gör att Mekonomen har en bra position att utgå ifrån.

Stabil marknad

Bilflottan kommer elektrifieras och potentiellt minska i storlek på lång sikt, men det kommer ta decennier innan denna effekt blir synlig. Samtidigt finns mobilitetsbehovet kvar och antalet körda mil kan förväntas öka totalt sett, vilket innebär att bildelsmarknaden borde kunna visa låg men stabil tillväxt även med beaktande av marknadsförändringarna. Nästan 90% av bolagets försäljning är till företagskunder – primärt verkstäder – vilket gör Mekonomen mindre känsligt för onlinekonkurrens i konsumentledet. Därtill inkluderar verkstädernas leverans till slutkund oftast ett tjänstelement, vilket ytterligare minskar disruptionsrisken i ekosystemet.

Starka kassaflöden

Mekonomen har låga underliggande investeringsbehov och starka kassaflöden, vilket ger förutsättningar för att amortera ner lån och på sikt återuppta utdelningen. FCF-yield är mycket god, vilket gör att man kan utgöra ett attraktivt uppköpsobjekt även om skuldsättningen inte är låg.

Högre lönsamhet är inom räckhåll

Det nya centrallagret för MECA/Mekonomen representerar ett bra exempel på de effektiviseringar som Mekonomen kan genomföra, och på sikt tror vi att det kommer fler liknande initiativ. Även om rörelsemarginalmålet om 10% troligen är alltför utmanande att nå under vår prognosperiod så bör marginalen kunna lyftas mot åtminstone ~8% från 2020 års ~6%.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde per aktie på 146-148 kr, baserat på en kassaflödesvärdering i kombination med en relativvärdering. Risknivån bedöms som medelhög, vilket motiveras av att nettoskuldsättningen fortfarande är högre än för andra noterade bolag i branschen. Kan Mekonomen nå sina mål om tillväxt och lönsamhet och då värderas mer i linje med jämförbara bolag så finns ytterligare potential i aktien på sikt.

Kvartalet i detalj

Utöver den goda tillväxt i de flesta affärsområden som rapporterades ovan så upplevde också samtliga affärsområden (inklusive Inter-Team) ökande marginaler under kvartalet. Detta var ett resultat av högre volymer och god kostnadskontroll, medan marginalerna i MECA/Mekonomen också har fått extra skjuts av de besparingsåtgärder som genomfördes under 2020. Utvecklingen i MECA/Mekonomen och Sørensen & Balchen såg extra stark ut i ljuset av att omkring 45 butiker i Norge (motsvarande 13% av de båda affärsområdenas butiker) varit stängda under stora delar av kvartalet.

Bolaget meddelar att de inte har drabbats i någon väsentlig omfattning av den komponentbrist som råder på många håll i tillverkningsindustrin, och de har också kunnat höja priser mot kund för att kompensera för högre råvarupriser och fraktkostnader. Resultatet innehöll för första gången på länge inga jämförelsestörande poster. Nedan redovisas avvikelserna mot våra förväntningar i detalj.

Avvikelseanalys Q1 (mkr / kr)

Koncernen	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Omsättning	3 001	2 998	0%	
Bruttoresultat	1 398	1 394	0%	
Personalkostnader	(655)	(630)	4%	Något högre kostnadsnivå än väntat
Övriga externa kostnader	(356)	(345)	3%	
EBITDA	386	420	-8%	
EBIT	186	227	-18%	Högre avskrivningar än väntat
Resultat före skatt	140	199	-30%	Högre negativt finansnetto påverkar
EPS	1,85	2,73	-32%	
Tillväxt	4,4%	4,3%	9 bps	
Bruttomarginal	45%	45%	-31 bps	
EBIT-marginal	6,1%	7,5%	-139 bps	Svagare än väntat pga högre kostnader
<u>Omsättning per affärsområde</u>				
FTZ	874	870	0%	
Inter-Team	451	552	-18%	Covid-19 fortsatt stor negativ påverkan
MECA / Mekonomen	1 460	1 388	5%	Bra återhämtning
Sørensen & Balchen	215	179	20%	Fantastisk tillväxt fortsatt

Källa: Bolaget, EPB

Estimatförändringar

Vi justerar upp intäktsestimaten för prognosperioden med 1% per år, men justerar ner EBIT och EPS med i snitt 1% per år, till följd av högre antagna avskrivningar än tidigare. EBITDA-marginalen bibehålls och EBITDA skruvas därmed upp 1% per år. Nedan redovisas våra estimatförändringar i detalj.

Estimatförändringar (kr)

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Tillväxt	4%	2%	2%	2%
Bruttomarginal	44,7%	44,3%	44,2%	44,1%
Rörelsemarginal (adj)	7,1%	7,2%	7,6%	7,7%
EPS (adj)	10,1	11,0	12,1	12,8
DPS	5,00	5,50	6,25	6,50

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Tillväxt	3%	2%	2%	2%
Bruttomarginal	44,8%	44,3%	44,2%	44,1%
Rörelsemarginal (adj)	7,1%	7,4%	7,7%	7,9%
EPS (adj)	10,3	11,1	12,2	12,8
DPS	5,00	5,50	6,25	6,50

Förändring i %	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	1%	1%	1%	1%
EBIT (adj)	1%	-2%	-1%	-1%
EPS (adj)	-2%	-1%	-1%	-1%
DPS	0%	0%	0%	0%

Källa: EPB

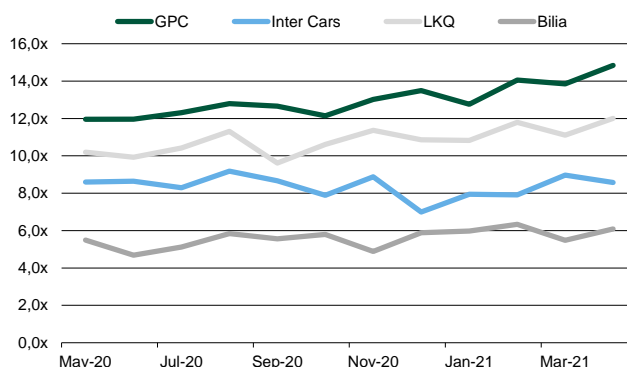
Värdering

Våra prognosjusteringar utgör i sig ingen grund för någon stor justering av motiverat värde, men däremot så ser vi lägre finansiell risk i bolaget efter att marknaden tydligt återhämtat sig efter covid-pandemins start och man fått ett robust finansiellt ramverk på plats med det nya skuldsättningsmålet och en ny obligation med förfall 2026 som emitterades i mars. Detta betyder att vi sänker avkastningskravet i vår kassaflödesvärdering från 12,5% till 10,2%, vilket innebär att kassaflödesvärderingen nu indikerar ett värde per aktie på 151 kr.

De amerikanska bolag som är närmast jämförbara med Mekonomen har upplevt en multiplexpansion sedan i höstas, vilken blivit än tydligare de senaste månaderna, och detta motiverar i sig en högre multipel för Mekonomen i vår relativvärdering. Mekonomen visar också allt tydligare att man närmar sig jämförelsebolagen avseende tillväxt och lönsamhet, vilket motiverar en lägre rabatt gentemot dessa. Relativvärderingen indikerar därför nu ett värde per aktie på 143 kr, vilket motsvarar en implicit exit-multipel om drygt 14x P/E 2023e.

Sammantaget justerar vi därför motiverat värde per aktie till 146-148 kr (tidigare 114-116).

Värderingsutveckling jämförbara bolag senaste året (EV/EBITDA)



Källa: FactSet, EPB

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	5 786	5 850	7 779	11 842	11 511	11 976	12 246	12 522	12 794
Övriga intäkter	151	150	172	174	253	192	184	188	192
Kostnad sålda varor	-2 686	-2 654	-3 901	-6 535	-6 318	-6 626	-6 821	-6 988	-7 152
Bruttovinst	3 251	3 346	4 050	5 482	5 446	5 542	5 609	5 723	5 834
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-2 595	-2 635	-3 413	-3 951	-3 872	-3 874	-3 894	-3 926	-3 985
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	656	711	637	1 531	1 574	1 668	1 714	1 797	1 849
Avskrivningar	-175	-187	-230	-826	-836	-804	-820	-835	-848
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerad)	539	524	496	716	782	864	895	962	1 001
Jämförelsestörande poster	-58	0	-89	-11	-44	0	0	0	0
EBIT	481	524	407	705	738	864	895	962	1 001
Finansiella intäkter	5	4	6	12	10	14	17	19	21
Finansiella kostnader	-40	-52	64	-162	-152	-140	-114	-106	-98
Resultat före skatt	446	476	477	555	596	738	798	875	924
Skatter	-105	-107	-209	-134	-150	-155	-164	-180	-190
Minoritetsintressen	-7	-7	-8	-8	-15	-13	-13	-14	-15
Nettoresultat (rapporterat)	334	362	260	413	431	570	621	681	719
Nettoresultat (justerat)	377	362	309	421	463	570	621	681	719

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	1 883	1 872	3 688	3 770	3 770	3 679	3 679	3 679	3 679
Övriga immateriella tillgångar	874	814	2 057	1 927	1 640	1 650	1 458	1 267	1 077
Materiella anläggningstillgångar	181	254	490	465	448	525	611	686	751
Räntebärande anläggningstillgångar	123	155	77	101	99	107	107	107	107
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	1 818	1 606	1 714	1 714	1 714	1 714
Summa anläggningstillgångar	3 061	3 095	6 312	8 081	7 563	7 675	7 569	7 453	7 328
Varulager	1 279	1 382	2 816	2 854	2 704	2 817	2 881	2 946	3 009
Kundfordringar	821	823	1 530	1 580	1 506	1 564	1 599	1 636	1 671
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	291	254	205	355	420	875	944	1 054	1 171
Summa omsättningstillgångar	2 391	2 459	4 551	4 789	4 630	5 257	5 424	5 635	5 852
SUMMA TILLGÅNGAR	5 452	5 554	10 863	12 870	12 193	12 932	12 993	13 088	13 179
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	2 311	2 363	3 828	4 303	4 548	5 177	5 516	5 887	6 253
Minoritetsintressen	14	16	25	32	47	84	97	111	126
Summa eget kapital	2 325	2 379	3 853	4 335	4 595	5 262	5 613	5 998	6 379
Långfristiga finansiella skulder	1 334	1 451	3 227	3 326	2 743	2 946	2 608	2 269	1 930
Pensionsavsättningar	27	21	24	27	16	17	17	17	17
Uppskjutna skatteskulder	163	168	474	428	388	332	332	332	332
Övriga långfristiga skulder	0	0	1	1 323	1 168	1 262	1 262	1 262	1 262
Summa långfristiga skulder	1 524	1 640	3 726	5 104	4 315	4 557	4 219	3 880	3 541
Kortfristiga finansiella skulder	404	255	1 079	748	611	384	384	384	384
Leverantörsskulder	1 105	1 182	2 088	2 130	2 144	2 146	2 194	2 244	2 293
Skatteskulder	94	84	86	75	75	107	107	107	107
Övriga kortfristiga skulder	0	14	31	478	453	476	476	476	476
Summa kortfristiga skulder	1 603	1 535	3 284	3 431	3 283	3 113	3 161	3 211	3 259
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	5 452	5 554	10 863	12 870	12 193	12 932	12 993	13 088	13 179

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	334	362	260	413	431	570	621	681	719
Icke kassaflödespåverkande poster	155	248	193	777	893	771	833	849	862
Förändringar i rörelsekapital	54	-113	-123	-48	301	-126	-50	-52	-51
Kassaflöde från den operationella verksamheten	543	497	330	1 142	1 625	1 215	1 403	1 478	1 531
Investeringar	-77	-170	-210	-199	-186	-569	-686	-690	-694
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	466	327	120	943	1 439	647	717	788	837
Utdelningar	-259	-258	-260	0	0	0	-282	-310	-353
Nyemission / återköp	0	0	1 574	-798	-1 339	70	0	0	0
Förvärv	-17	-59	-4 196	0	0	-21	-28	-28	-28
Lånefinansiering och övriga justeringar	-208	-37	2 731	0	0	-254	-339	-339	-339
Kassaflöde	-18	-27	-31	145	100	441	68	111	117
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (ex IFRS 16)	1 464	1 478	4 126	3 737	2 934	2 455	2 048	1 599	1 143
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	1 464	1 478	4 129	5 517	4 534	4 162	3 756	3 306	2 850

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	3%	1%	33%	52%	-3%	4%	2%	2%	2%
EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16)	-16%	-3%	-5%	40%	11%	9%	4%	8%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-14%	-4%	-23%	-4%	10%	23%	9%	10%	6%
Bruttomarginal	53,6%	54,6%	49,9%	44,8%	45,1%	44,7%	44,3%	44,2%	44,1%
EBITDA-marginal (ex IFRS 16)	11,0%	11,9%	8,0%	8,4%	8,9%	9,4%	9,5%	10,0%	10,2%
EBITDA-marginal (inkl IFRS 16)	11,0%	11,9%	8,0%	12,7%	13,4%	13,7%	13,8%	14,1%	14,2%
EBIT-marginal (justerad, ex IFRS 16)	9,1%	8,7%	6,2%	5,8%	6,5%	6,9%	7,0%	7,4%	7,5%
EBIT-marginal (justerad, inkl IFRS 16)	9,1%	8,7%	6,2%	6,0%	6,6%	7,1%	7,2%	7,6%	7,7%
Skattesats	24%	22%	44%	24%	25%	21%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	17%	15%	10%	10%	10%	12%	12%	12%	12%
ROCE, justerad (inkl IFRS 16)	13%	12%	8%	8%	8%	9%	9%	10%	10%
ROIC	9%	10%	5%	7%	7%	8%	8%	9%	9%
Investeringar (ex IFRS 16)	111	164	221	199	186	202	196	200	205
Investeringar / omsättning	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	22%	24%	36%	24%	23%	24%	24%	24%	24%
Kundfordringar / omsättning	8%	8%	11%	7%	0%	0%	0%	0%	0%
Leverantörsskulder / omsättning	11%	11%	18%	11%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	17%	17%	29%	19%	18%	19%	19%	19%	19%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x

Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld (ex IFRS 16)	1 464	1 478	4 126	3 737	2 934	2 455	2 048	1 599	1 143
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	1 464	1 478	4 129	5 517	4 534	4 162	3 756	3 306	2 850
Soliditet (ex IFRS 16)	43%	43%	35%	39%	43%	47%	50%	53%	56%
Soliditet (inkl IFRS 16)	43%	43%	35%	34%	38%	41%	43%	46%	48%
Nettoskuldsättningsgrad (ex IFRS 16)	63%	62%	107%	86%	64%	47%	36%	27%	18%
Nettoskuldsättningsgrad (inkl IFRS 16)	63%	62%	107%	127%	99%	79%	67%	55%	45%
Nettoskuld / EBITDA (ex IFRS 16)	2,2x	2,1x	6,5x	3,7x	2,8x	2,1x	1,7x	1,3x	0,9x
Nettoskuld / EBITDA (inkl IFRS 16)	2,2x	2,1x	6,5x	3,6x	2,9x	2,5x	2,2x	1,8x	1,5x

Data per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	9,30	10,08	6,55	7,32	7,65	10,10	11,00	12,07	12,75
EPS, justerad	10,51	10,08	7,77	7,47	8,22	10,10	11,00	12,07	12,75
FCF per aktie	12,03	9,28	2,74	7,80	16,50	11,47	12,71	13,97	14,83
Utdelning per aktie	7,00	7,00	0,00	0,00	0,00	5,00	5,50	6,25	6,50
Eget kapital per aktie	64,4	65,8	67,9	76,3	80,6	91,8	97,8	104,3	110,8
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	35,9	35,9	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	13,6x	12,3x	11,8x	12,5x	11,1x	15,3x	14,1x	12,8x	12,2x
P/EK	2,2x	1,9x	1,3x	1,2x	1,1x	1,7x	1,6x	1,5x	1,4x
P/FCF	11,9x	13,4x	33,3x	11,9x	5,5x	13,5x	12,2x	11,1x	10,5x
Direktavkastning	4,9%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	3,2%	3,5%	4,0%	4,2%
Utdelningsandel, justerad	67%	69%	0%	0%	0%	49%	50%	52%	51%
EV/Sales (ex IFRS 16)	1,1x	1,0x	1,2x	0,8x	0,7x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x
EV/Sales (inkl IFRS 16)	1,1x	1,0x	1,2x	0,9x	0,8x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA (ex IFRS 16)	10,0x	8,3x	14,6x	8,9x	7,7x	9,8x	9,1x	8,1x	7,5x
EV/EBITDA (inkl IFRS 16)	10,0x	8,3x	14,6x	7,0x	6,1x	7,7x	7,3x	6,7x	6,3x
EV/EBIT, justerat (ex IFRS 16)	12,2x	11,3x	18,7x	12,9x	10,5x	13,3x	12,4x	11,0x	10,1x
EV/EBIT, justerat (inkl IFRS 16)	12,2x	11,3x	18,7x	15,0x	12,4x	14,9x	14,0x	12,5x	11,6x
Aktiekurs, årets slut	142,7	124,1	91,5	93,1	91,1	155,0	155,0	155,0	155,0
EV, årets slut (ex IFRS 16)	6 585	5 935	9 288	8 987	8 074	11 199	10 793	10 343	9 888
EV, årets slut (inkl IFRS 16)	6 585	5 935	9 291	10 767	9 674	12 907	12 500	12 051	11 595

Data per kvartal (mkr)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Nettoomsättning	2 909	3 100	2 879	2 954	2 874	2 894	2 863	2 879	3 001
Övriga intäkter	40	44	50	40	42	53	36	121	57
Kostnad sålda varor	-1 585	-1 721	-1 576	-1 652	-1 611	-1 582	-1 568	-1 558	-1 660
Bruttovinst	1 364	1 423	1 353	1 342	1 305	1 365	1 331	1 442	1 398
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-988	-979	-954	-1 029	-1 042	-940	-910	-980	-1 011
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	376	444	399	313	263	425	421	462	387
Avskrivningar	-204	-203	-209	-210	-205	-214	-213	-203	-200
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	172	241	190	103	58	211	208	259	187
Jämförelsestörande poster	-5	0	0	-6	0	-4	-24	11	0
EBIT (justerat)	177	241	190	109	58	215	232	248	187
Finansiella intäkter	3	3	3	3	3	2	2	3	3
Finansiella kostnader	-45	-41	-47	-30	-73	-20	-43	-15	-49
Resultat före skatt	130	203	146	76	-12	193	167	247	141
Skatter	-33	-45	-34	-22	-3	-46	-40	-60	-32
Minoritetsintressen	-2	-4	-3	1	-2	-7	-4	-2	-4
Nettoresultat (rapporterat)	95	154	109	55	-17	140	123	185	105
Nettoresultat (justerat)	99	154	109	59	-17	143	141	177	105

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Omsättningstillväxt	103%	90%	56%	3%	-1%	-7%	-1%	-3%	4%
EBIT-tillväxt (justerad)	124%	21%	56%	12%	-67%	-11%	22%	128%	222%
Bruttomarginal	46%	44%	45%	44%	44%	45%	45%	46%	45%
EBITDA-marginal (ex IFRS 16)	8%	10%	9%	6%	5%	10%	10%	11%	9%
EBIT-marginal (justerad)	6%	8%	6%	4%	2%	7%	8%	8%	6%
Skattesats	25%	22%	23%	29%	-25%	24%	24%	24%	23%

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation målfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se