



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 12 May 2021

ITAB Shop Concept

Solitt underliggande resultat, men inte utan utmaningar

Stark Q1 på alla fronter

ITAB:s Q1-rapport var starkare på samtliga plan än vad vi hade räknat med. Nettoomsättningen ökade 13% i konstanta valutor, drivet av 4% organisk tillväxt och 9% från förvärvet av Cefla, samtidigt som den underliggande EBITDA-marginalen stärktes till 11,7% vs 8,5% i Q1 2020. Bruttomarginalen var högre än vår förväntan och rörelsekostnaderna var lägre, vilket i våra ögon betyder att transformationen går enligt plan.

Stålpriser och komponentbrist kan dock sätta press

Som många andra bolag aviserat så påverkas även ITAB av höga råmaterialpriser och komponentbrist. Vi uppfattar stålpriserna – som för vissa kvaliteter mer än fördubblats på ett år – som den största potentiella huvudvärken, men även brist på elektronikkomponenter i bolagets belysningsverksamhet kan få negativ inverkan. Sammantaget kan detta betyda press på tillväxt och marginaler 2021-2022.

Vi höjer motiverat värde

Vi höjer våra intäktsestimat under prognosperioden för att reflektera att Cefla-förvärvet adderat mer omsättning än vad vi räknat med, men drar samtidigt ner förväntningarna på bruttomarginalen 2021-2022 pga råmaterialpressen. Den goda kostnadskontrollen gör dock att rörelsemarginalen justeras upp något 2021-2024. De högre prognoserna underbygger en höjning av motiverat värde till 25,5-26,5 kr (23,5-24,5). Medelhög risk.

| Estimatändring (SEK) | | | Prognos (SEK) | | | | | Risk och Avkastning | | |
|----------------------|------|------|---------------|-----------------|----------|--------|-------|---------------------|---------------|----------|
| | Nu | Förr | | 20 | 21e | 22e | 23e | Motiverat värde | 25.50 - 26.50 | |
| EPS, just 21e | 0.95 | 0.94 | 0.6% | Sales,m | 5,323 | 5,822 | 6,288 | 6,414 | Current price | SEK18.14 |
| EPS, just 22e | 1.39 | 1.18 | 17.9% | Sales Growth | (12.2)% | 9.4% | 8.0% | 2.0% | Riskenivå | Medium |
| EPS, just 23e | 1.93 | 1.8 | 7.2% | EBITDA, m | 376 | 473 | 642 | 802 | | |
| | | | | EBIT, m | 112.0 | 221.5 | 385.9 | 584.7 | | |
| | | | | EPS, adj | 0.00 | 0.95 | 1.39 | 1.93 | | |
| | | | | EPS Growth | (100.0)% | NM% | 46.9% | 38.7% | | |
| | | | | Equity/Share | 7.4 | 12.0 | 12.9 | 14.5 | | |
| | | | | Dividend | 0.00 | 0.30 | 0.40 | 0.60 | | |
| | | | | EBIT Marginal | 2.1% | 3.8% | 6.1% | 9.1% | | |
| | | | | ROE (%) | (1.3)% | 5.5% | 9.7% | 14.1% | | |
| | | | | ROCE | 3.4% | 6.0% | 8.3% | 11.9% | | |
| | | | | EV/Sales | 0.91x | 0.83x | 0.77x | 0.75x | | |
| | | | | EV/EBITDA | 12.9x | 10.2x | 7.5x | 6.0x | | |
| | | | | EV/EBIT | 43.2x | 21.8x | 12.5x | 8.3x | | |
| | | | | P/E, adj | --x | 19.2x | 13.0x | 9.4x | | |
| | | | | P/Equity | 2.5x | 1.5x | 1.4x | 1.3x | | |
| | | | | Dividend yield | 0.0% | 1.7% | 2.2% | 3.3% | | |
| | | | | FCF yield | 34.5% | (0.9)% | 6.1% | 9.7% | | |
| | | | | Net Debt/EBITDA | 4.7g | 2.1g | 0.9g | 0.3g | | |

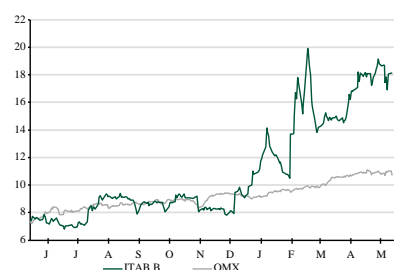
Kommande händelser

| | |
|-----------------------|------------|
| Delårsrapport Q2 2021 | 2021-07-12 |
| Delårsrapport Q3 2021 | 2021-10-29 |

Bolagsfakta (mkr)

| | |
|------------------------------|---------------------|
| Antal aktier | 218.1m |
| Market cap | 3,956 |
| Nettoskuld | 878 |
| EV | 4,834 |
| Avg. No. of Daily Traded Sh. | 276.2(k) |
| Reuters/Bloomberg | ITABb.ST / ITABB.SS |

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

oscar.holm@penser.se



Sammanfattning

Solitt underliggande resultat, men inte utan utmaningar

Investment Case

ITAB är en av Europas ledande leverantörer av butiksinredning med knappt 60% av försäljningen till dagligvaruhandeln. Bolaget är mitt uppe i en transformation som syftar till att skapa en mer snabbfotad organisation med kapacitet att leverera större värde till kunderna och högre marginaler till aktieägarna. En nyligen genomförd rekaptalisering har gett ITAB finansiella muskler att såväl slutföra transformationen som att återuppta utdelning och driva tillväxt genom förvärv.

Ledare på fragmenterad marknad med stora konsolideringsmöjligheter

Marknaden för butiksinredning är mycket fragmenterad, med uppskattningsvis tusentals leverantörer inom en rad olika nischer. ITAB:s marknadsandel i Europa beräknas vara högt ensiffrig, vilket kan jämföras med dagligvaruhandelns största aktörer som har över 20% lokal marknadsandel i många länder. I takt med att detaljhandelsmarknaden förändras räknar vi med att butiksinredningsleverantörerna kommer behöva erbjuda mer kvalificerade tjänster, vilket i sin tur förväntas driva en konsolidering, något som ITAB med sin ledande ställning har ett mycket bra utgångsläge att delta i.

Stabil underliggande efterfrågan från dagligvarumarknaden

Dagligvarumarknaden i Europa har historiskt vuxit med 1% reallt över tid och marknadens aktörer uppvisar låg slagighet avseende tillväxt och marginaler, vilket skapar god visibilitet avseende den underliggande efterfrågan på ITAB:s produkter. Marknadens aktörer efterfrågar i allt större utsträckning produkter som ökar effektiviteten i butiken – t.ex. självutcheckningssystem – och vi tror också att den ökande andelen e-handel inom sektorn kommer leda till ett behov av att koppla upp och koppla samman en butiks olika delar, vilket representerar nya affärsmöjligheter för ITAB.

Åtgärdsprogram kommer ge ett mer lönsamt bolag

I slutet av 2019 lanserades transformationsplanen One ITAB som syftar till att höja ITAB:s lönsamhet till 2022. Programmet omfattar bl.a. realisering av synergier, kostnadseffektiviseringar samt förändringar av produktionsorganisationen. Vi räknar med att rörelsemarginalen kommer fördubblas mellan 2021 och 2025 och då nå knappt 10%, som en direkt konsekvens av åtgärdsprogrammet.

Stärkt finansiell ställning öppnar för förvärv och återupptagen utdelning framöver

Efter rekaptaliseringen som blev klar under mars 2021 kommer ITAB ha en nettoskuld som är ~1,5 mdkr lägre än vid utgången av 2019, vilket öppnar för att återuppta utdelningen men också genomföra förvärv och därigenom driva tillväxt.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde per aktie på 25,5-26,5 kr, där värderingen utgår från en kassaflödesvärdering i kombination med en relativvärdering. Ytterligare potential kan finnas om bolaget genomför värdeskapande förvärv. Risknivån bedömer vi som medelhög, beroende på osäkerhet kring tillväxten givet detaljhandelsmarknadens förändring, i kombination med att transformationsprogrammets fulla effekter återstår att realisera.

Kvartalet i detalj

Vi hade räknat med en omsättning på 1 497 mkr medan det faktiska utfallet blev 1 523 mkr, vilket till största delen berodde på högre bidrag från det under 2020 förvärvade Cefla än vad vi hade antagit. Utifrån den redovisade tillväxten från förvärv så sluter vi oss till att Cefla omsätter omkring 500 mkr i årstakt, och alltså blir ett betydande tillskott till ITAB:s omsättning under 2021. Den redovisade tillväxten pressades av negativa valutaeffekter om 5%, vilket i sin helhet åt upp den organiska tillväxten på 4%. Det är fortsatt dagligvarusektorn som driver tillväxten, medan mode har minskat i andel.

Bruttomarginalen ökade från 27,5% i Q1 2020 till 29,2% detta kvartal, till följd av omställningar av produktionsenheter som tidigare gått med förlust, prisökningar och gynnsam produktmix. Stigande råmaterialpriser har dock påverkat negativt.

Rörelsekostnaderna blev cirka 20 mkr lägre än vad vi hade räknat med, varav ungefär hälften förklaras av lägre kostnader för transformationsprogrammet än vad vi estimerat. Givet att bolaget har en rad planerade produktionsflyttar under året räknar vi med att de transformationskostnader som inte kom detta kvartal kommer tas under kommande kvartal istället.

De finansiella kostnaderna blev högre än vad vi hade räknat med, men dessa kommer komma ner med start i Q2, då man vid utgången av Q1 hade en väsentligt lägre nettoskuld än vid utgången av Q4 2020 (222 mkr vs 1,1 mdkr, ex IFRS 16).

Avvikelseanalys Q1 (mkr / kr)

| Koncernen | Utfall | EPB estimat | Diff | Kommentar |
|--|---------------|------------------------|-------------|-----------------------------------|
| Omsättning | 1 523 | 1 497 | 2% | Bättre organiskt + bidrag förvärv |
| Bruttoresultat | 445 | 419 | 6% | Högre bruttomarginal än väntat |
| Försäljningskostnader | (266) | (284) | -6% | Lägre rörelsekostnader än väntat |
| Administrationskostnader | (72) | (75) | -4% | |
| EBITDA | 165 | 130 | 27% | Framförallt pga högre marginal |
| EBIT | 102 | 67 | 51% | |
| EPS | 0,38 | 0,26 | 44% | |
| Tillväxt | 7,6% | 5,7% | 1,9% | +13% ex valuta, +4% organiskt |
| EBITDA-marginal | 10,8% | 8,7% | 2,1% | |
| <u>Jämförelsestörande poster i EBIT</u> | | | | |
| Transformationskostnader | (14) | (25) | -44% | Påverkar EBIT mindre än väntat |

Källa: Bolaget, EPB

Estimatförändringar

Vi har sett över våra estimat i ljuset av rapporten och gör följande förändringar:

- Tillväxten för 2021-2022 justeras upp från i snitt 7% till i snitt 9% tillväxt, till följd av högre bidrag från Cefla
- Bruttomarginalerna för 2021-2022 justeras ner från i snitt 27,4% till 26,9% eftersom vi tror att ITAB kommer pressas av de högre råvarupriserna under framförallt resten av 2021 men även under inledningen av 2022
- Rörelsemarginalen justeras dock upp för 2021-2024 för att reflektera att kostnadsbesparingarna hittills varit större än vad vi räknat med

Sammantaget betyder ovanstående förändringar att EPS ökar med i snitt 7% under prognosperioden. Vi bibehåller våra utdelningsestimat, och räknar med att ITAB kommer använda potentiell överskottslikviditet för förvärv.

Estimatförändringar (kr)

| Nya estimat | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tillväxt | 9% | 8% | 2% | 2% | 2% |
| Bruttomarginal | 26,5% | 27,4% | 28,9% | 29,4% | 29,4% |
| Rörelsemarginal (adj) | 5,4% | 6,9% | 9,1% | 9,8% | 9,8% |
| EPS (adj) | 0,95 | 1,39 | 1,93 | 2,14 | 2,20 |
| DPS | 0,30 | 0,40 | 0,60 | 0,65 | 0,70 |
| Tidigare estimat | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
| Tillväxt | 7% | 6% | 2% | 2% | 2% |
| Bruttomarginal | 26,9% | 27,9% | 28,9% | 29,4% | 29,4% |
| Rörelsemarginal (adj) | 5,1% | 6,2% | 8,9% | 9,6% | 9,8% |
| EPS (adj) | 0,94 | 1,18 | 1,80 | 2,00 | 2,10 |
| DPS | 0,30 | 0,40 | 0,60 | 0,65 | 0,70 |
| Förändring i % | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
| Omsättning | 2% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| EBIT (adj) | 8% | 17% | 7% | 7% | 5% |
| EPS (adj) | 1% | 18% | 7% | 7% | 5% |
| DPS | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |

Källa: EPB

Värdering

De högre prognoserna betyder att vi höjer motiverat värde till 25,5-26,5 kr (från 23,5-24,5). Höjningen underbyggs av såväl ett högre värde i kassaflödesvärderingen som i relativvärderingen. Medelhög risk kvarstår.

Resultaträkning (mkr)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 5 417 | 6 381 | 6 031 | 6 064 | 5 323 | 5 822 | 6 288 | 6 414 | 6 542 | 6 673 |
| Kostnad sålda varor | -3 923 | -4 552 | -4 423 | -4 441 | -3 906 | -4 280 | -4 566 | -4 562 | -4 621 | -4 713 |
| Bruttovinst | 1 494 | 1 829 | 1 608 | 1 623 | 1 417 | 1 543 | 1 722 | 1 851 | 1 921 | 1 960 |
| Försäljningskostnader | -861 | -1 071 | -1 140 | -1 183 | -1 015 | -1 018 | -1 069 | -1 026 | -1 034 | -1 054 |
| Administrationskostnader | -255 | -305 | -294 | -286 | -285 | -287 | -283 | -257 | -262 | -267 |
| Övriga rörelseintäkter | 33 | 75 | 91 | 121 | 24 | 0 | 31 | 32 | 33 | 33 |
| Övriga rörelsekostnader | -40 | -28 | -35 | -18 | -29 | -16 | -16 | -16 | -16 | -17 |
| EBIT (justerat) | 375 | 451 | 180 | 171 | 112 | 315 | 436 | 585 | 642 | 655 |
| Jämförelsestörande poster | -4 | 49 | 50 | 86 | 0 | -94 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 371 | 500 | 230 | 257 | 112 | 221 | 386 | 585 | 642 | 655 |
| Finansiella intäkter | 28 | 3 | 6 | 7 | 5 | 10 | 10 | 14 | 17 | 20 |
| Finansiella kostnader | -38 | -71 | -79 | -90 | -117 | -73 | -50 | -50 | -50 | -51 |
| Resultat före skatt | 361 | 432 | 157 | 174 | 0 | 158 | 346 | 549 | 609 | 625 |
| Skatter | -101 | -103 | -60 | -54 | -22 | -39 | -78 | -124 | -138 | -141 |
| Minoritetsintressen | -19 | -10 | -7 | 0 | 1 | -2 | -3 | -4 | -5 | -5 |
| Nettoresultat (rapporterat) | 241 | 319 | 90 | 120 | -21 | 117 | 265 | 421 | 467 | 479 |
| Nettoresultat (justerat) | 244 | 283 | 61 | 61 | 0 | 186 | 303 | 421 | 467 | 479 |

Balansräkning (mkr)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | | | |
| Goodwill | 1 436 | 1 576 | 1 634 | 1 669 | 1 599 | 1 637 | 1 637 | 1 637 | 1 637 | 1 637 |
| Övriga immateriella tillgångar | 161 | 176 | 173 | 168 | 144 | 133 | 130 | 127 | 126 | 125 |
| Materiella anläggningstillgångar | 865 | 945 | 939 | 1 606 | 1 367 | 1 405 | 1 175 | 1 155 | 1 198 | 1 238 |
| Räntebärande anläggningstillgångar | 107 | 113 | 109 | 115 | 107 | 118 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| Innehav i intresseföretag och andelar | 0 | 0 | 0 | 15 | 12 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| Övriga anläggningstillgångar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa anläggningstillgångar | 2 569 | 2 810 | 2 855 | 3 573 | 3 229 | 3 304 | 3 071 | 3 048 | 3 089 | 3 129 |
| Varulager | 1 036 | 1 174 | 1 019 | 926 | 698 | 885 | 956 | 975 | 994 | 1 014 |
| Kundfordringar | 1 100 | 1 154 | 945 | 876 | 755 | 1 072 | 1 157 | 1 180 | 1 204 | 1 228 |
| Övriga omsättningstillgångar | 206 | 234 | 274 | 219 | 145 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Likvida medel | 404 | 285 | 271 | 302 | 692 | 900 | 1 296 | 1 647 | 1 936 | 2 228 |
| Summa omsättningstillgångar | 2 746 | 2 847 | 2 509 | 2 323 | 2 290 | 2 856 | 3 410 | 3 802 | 4 135 | 4 470 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 5 315 | 5 657 | 5 364 | 5 896 | 5 519 | 6 160 | 6 481 | 6 850 | 7 224 | 7 599 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | | | |
| Eget kapital | 1 512 | 1 664 | 1 598 | 1 748 | 1 607 | 2 623 | 2 822 | 3 155 | 3 492 | 3 829 |
| Minoritetsintressen | 122 | 120 | 128 | 128 | 118 | 138 | 141 | 145 | 150 | 155 |
| Summa eget kapital | 1 634 | 1 784 | 1 726 | 1 876 | 1 725 | 2 761 | 2 963 | 3 301 | 3 642 | 3 984 |
| Långfristiga finansiella skulder | 1 019 | 1 487 | 1 645 | 1 297 | 697 | 1 215 | 1 215 | 1 215 | 1 215 | 1 215 |
| Pensionsavsättningar | 32 | 32 | 38 | 40 | 29 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Uppskjutna skatteskulder | 77 | 72 | 54 | 48 | 41 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| Övriga långfristiga skulder | 217 | 39 | 29 | 652 | 557 | 656 | 656 | 656 | 656 | 656 |
| Summa långfristiga skulder | 1 345 | 1 630 | 1 766 | 2 037 | 1 324 | 1 915 | 1 915 | 1 915 | 1 915 | 1 915 |
| Kortfristiga finansiella skulder | 1 119 | 928 | 724 | 751 | 1 088 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Leverantörsskulder | 641 | 676 | 619 | 627 | 621 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Skatteskulder | 68 | 51 | 40 | 19 | 43 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga kortfristiga skulder | 508 | 588 | 489 | 586 | 718 | 1 484 | 1 602 | 1 634 | 1 667 | 1 701 |
| Summa kortfristiga skulder | 2 336 | 2 243 | 1 872 | 1 983 | 2 470 | 1 484 | 1 602 | 1 634 | 1 667 | 1 701 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 5 315 | 5 657 | 5 364 | 5 896 | 5 519 | 6 160 | 6 481 | 6 850 | 7 224 | 7 599 |

Kassaflödesanalys (mkr)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|---------------|
| Nettoresultat (rapporterat) | 241 | 319 | 90 | 120 | -21 | 117 | 265 | 421 | 467 | 479 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | 137 | 24 | 73 | 165 | 438 | 275 | 259 | 222 | 218 | 225 |
| Förändringar i rörelsekapital | 18 | -153 | 337 | 193 | 394 | -216 | -38 | -10 | -10 | -11 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 396 | 190 | 500 | 478 | 811 | 176 | 486 | 632 | 675 | 694 |
| Investeringar | -192 | -213 | -152 | -289 | -167 | -209 | -245 | -250 | -255 | -260 |
| Avyttringar | 10 | 19 | 52 | 174 | 0 | 0 | 221 | 55 | 0 | 0 |
| Fritt kassaflöde | 214 | -4 | 400 | 363 | 644 | -33 | 462 | 438 | 420 | 434 |
| Utdelningar | -170 | -179 | -179 | 0 | 0 | 0 | -65 | -87 | -131 | -142 |
| Nyemission / återköp | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 734 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Förvärv | -737 | -101 | -142 | 24 | 0 | -23 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | 823 | 182 | -101 | -364 | -221 | -501 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | 130 | -102 | -22 | 23 | 423 | 177 | 397 | 350 | 289 | 292 |
| Omräkningsdifferenser i likvida medel | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoskuld (ex IFRS 16) | 1 755 | 2 162 | 2 133 | 1 786 | 1 121 | 315 | -81 | -432 | -721 | -1 013 |
| Nettoskuld (inkl IFRS 16) | 1 755 | 2 162 | 2 142 | 2 549 | 1 777 | 971 | 575 | 224 | -65 | -357 |

Tillväxt och marginaler

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt | 4% | 18% | -5% | 1% | -12% | 9% | 8% | 2% | 2% | 2% |
| EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16) | -26% | 20% | -60% | -13% | -28% | 171% | 39% | 35% | 10% | 2% |
| EPS-tillväxt, justerad | -31% | 16% | -78% | -1% | -100% | n/a | 47% | 39% | 11% | 3% |
| Bruttomarginal | 27,6% | 28,7% | 26,7% | 26,8% | 26,6% | 26,5% | 27,4% | 28,9% | 29,4% | 29,4% |
| EBITDA-marginal (ex IFRS 16) | 8,9% | 10,0% | 6,2% | 6,3% | 7,1% | 6,0% | 8,1% | 10,4% | 11,0% | 11,0% |
| EBITDA-marginal (inkl IFRS 16) | 8,9% | 10,0% | 6,2% | 8,8% | 7,1% | 8,1% | 10,2% | 12,5% | 13,1% | 13,1% |
| EBIT-marginal (justerad, ex IFRS 16) | 6,9% | 7,1% | 3,0% | 2,6% | 2,1% | 5,2% | 6,7% | 8,9% | 9,6% | 9,6% |
| EBIT-marginal (justerad, inkl IFRS 16) | 6,9% | 7,1% | 3,0% | 2,8% | 2,1% | 5,4% | 6,9% | 9,1% | 9,8% | 9,8% |
| Skattesats | 28% | 24% | 38% | 31% | 31% | 25% | 23% | 23% | 23% | 23% |

Kapitaleffektivitet

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | 16% | 18% | 4% | 4% | 0% | 9% | 11% | 14% | 14% | 13% |
| ROCE, justerad (inkl IFRS 16) | 17% | 14% | 5% | 5% | 3% | 8% | 9% | 12% | 12% | 12% |
| ROIC | 9% | 10% | 4% | 5% | 2% | 5% | 8% | 11% | 11% | 10% |
| Investeringar (ex IFRS 16) | 192 | 213 | 152 | 164 | 45 | 98 | 126 | 128 | 131 | 133 |
| Investeringar / omsättning | 4% | 3% | 3% | 3% | 1% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Försäljning- och administrationskostnader / omsättning | 21% | 22% | 24% | 24% | 24% | 22% | 22% | 20% | 20% | 20% |
| Varulager / omsättning | 19% | 18% | 17% | 15% | 13% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| Kundfordringar / omsättning | 20% | 18% | 16% | 14% | 14% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% |
| Leverantörsskulder / omsättning | 12% | 11% | 10% | 10% | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Rörelsekapital / omsättning | 21% | 19% | 18% | 14% | 7% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| Kapitalomsättningshastighet | 1,3x | 1,2x | 1,1x | 1,1x | 0,9x | 1,0x | 1,0x | 1,0x | 0,9x | 0,9x |

Finansiell ställning (mkr)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Nettoskuld (ex IFRS 16) | 1 755 | 2 162 | 2 133 | 1 786 | 1 121 | 315 | -81 | -432 | -721 | -1 013 |
| Nettoskuld (inkl IFRS 16) | 1 755 | 2 162 | 2 142 | 2 549 | 1 777 | 971 | 575 | 224 | -65 | -357 |
| Soliditet (ex IFRS 16) | 31% | 32% | 32% | 37% | 33% | 45% | 46% | 48% | 50% | 52% |
| Soliditet (inkl IFRS 16) | 31% | 32% | 32% | 32% | 31% | 45% | 46% | 48% | 50% | 52% |
| Nettoskuldsättningsgrad (ex IFRS 16) | 107% | 121% | 124% | 95% | 65% | 11% | -3% | -13% | -20% | -25% |
| Nettoskuldsättningsgrad (inkl IFRS 16) | 107% | 121% | 124% | 136% | 103% | 35% | 19% | 7% | -2% | -9% |
| Nettoskuld / EBITDA (ex IFRS 16) | 3,6x | 3,4x | 5,7x | 4,7x | 3,0x | 0,9x | -0,2x | -0,6x | -1,0x | -1,4x |
| Nettoskuld / EBITDA (inkl IFRS 16) | 3,6x | 3,4x | 5,8x | 4,8x | 4,7x | 2,1x | 0,9x | 0,3x | -0,1x | -0,4x |

Nyckeltal per aktie (kr)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, rapporterad | 2,30 | 3,04 | 0,86 | 1,15 | -0,21 | 0,59 | 1,21 | 1,93 | 2,14 | 2,20 |
| EPS, justerad | 2,32 | 2,70 | 0,59 | 0,58 | 0,00 | 0,95 | 1,39 | 1,93 | 2,14 | 2,20 |
| FCF per aktie | 1,99 | -0,22 | 3,40 | 1,85 | 6,29 | -0,17 | 1,11 | 1,75 | 1,93 | 1,99 |
| Utdelning per aktie | 1,75 | 1,75 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,30 | 0,40 | 0,60 | 0,65 | 0,70 |
| Eget kapital per aktie | 14,8 | 16,3 | 15,6 | 17,1 | 15,7 | 12,0 | 12,9 | 14,5 | 16,0 | 17,6 |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner) | 102,4 | 102,4 | 102,4 | 102,4 | 102,4 | 218,1 | 218,1 | 218,1 | 218,1 | 218,1 |

Värderingsmultiplar

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerat | 35,0x | 19,2x | 25,5x | 28,9x | n/a | 19,2x | 13,0x | 9,4x | 8,5x | 8,3x |
| P/EK | 5,5x | 3,2x | 1,0x | 1,0x | 1,2x | 1,5x | 1,4x | 1,3x | 1,1x | 1,0x |
| P/FCF | 40,9x | neg | 4,4x | 9,1x | 2,9x | neg | 16,4x | 10,3x | 9,4x | 9,1x |
| Direktavkastning | 2,2% | 3,4% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,7% | 2,2% | 3,3% | 3,6% | 3,9% |
| Utdelningsandel, justerad | 75% | 65% | 0% | 0% | n/a | 32% | 29% | 31% | 30% | 32% |
| EV/Sales (ex IFRS 16) | 1,9x | 1,2x | 0,6x | 0,6x | 0,6x | 0,7x | 0,6x | 0,5x | 0,5x | 0,4x |
| EV/Sales (inkl IFRS 16) | 1,9x | 1,2x | 0,6x | 0,7x | 0,7x | 0,8x | 0,7x | 0,7x | 0,6x | 0,5x |
| EV/EBITDA (ex IFRS 16) | 20,9x | 11,7x | 9,9x | 9,2x | 7,9x | 12,2x | 7,6x | 5,3x | 4,5x | 4,0x |
| EV/EBITDA (inkl IFRS 16) | 20,9x | 11,7x | 9,9x | 8,0x | 9,7x | 10,4x | 7,1x | 5,2x | 4,5x | 4,1x |
| EV/EBIT, justerat (ex IFRS 16) | 26,9x | 16,5x | 20,4x | 22,5x | 26,7x | 14,1x | 9,2x | 6,2x | 5,1x | 4,6x |
| EV/EBIT, justerat (inkl IFRS 16) | 26,9x | 16,5x | 20,4x | 25,0x | 32,5x | 15,6x | 10,4x | 7,1x | 6,1x | 5,5x |
| Aktiekurs, årets slut | 81,3 | 51,8 | 15,0 | 16,8 | 18,2 | 18,1 | 18,1 | 18,1 | 18,1 | 18,1 |
| EV, årets slut (ex IFRS 16) | 10 074 | 7 460 | 3 669 | 3 508 | 2 988 | 4 272 | 3 875 | 3 524 | 3 235 | 2 943 |
| EV, årets slut (inkl IFRS 16) | 10 074 | 7 460 | 3 678 | 4 271 | 3 644 | 4 928 | 4 531 | 4 180 | 3 891 | 3 599 |

Kvartalsdata (mkr)

| | Q1 19 | Q2 19 | Q3 19 | Q4 19 | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 1 603 | 1 531 | 1 413 | 1 517 | 1 416 | 1 142 | 1 258 | 1 507 | 1 523 |
| Kostnad sålda varor | -1 138 | -1 119 | -1 029 | -1 155 | -1 027 | -809 | -888 | -1 182 | -1 078 |
| Bruttovinst | 465 | 412 | 384 | 362 | 389 | 333 | 370 | 325 | 445 |
| Försäljningskostnader | -289 | -290 | -278 | -326 | -279 | -230 | -225 | -281 | -266 |
| Administrationskostnader | -72 | -74 | -65 | -75 | -73 | -67 | -63 | -82 | -72 |
| Övriga rörelseintäkter | 54 | 45 | 4 | 0 | 4 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| Övriga rörelsekostnader | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -2 | 0 | -8 | -5 |
| EBIT (justerad) | 158 | 93 | 45 | -39 | 41 | 34 | 83 | -46 | 116 |
| Jämförelsestörande poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -14 |
| EBIT | 158 | 93 | 45 | -39 | 41 | 34 | 83 | -46 | 102 |
| Finansiella intäkter | 2 | 2 | 3 | 0 | 8 | -2 | 0 | -1 | 4 |
| Finansiella kostnader | -24 | -23 | -19 | -24 | -22 | -25 | -32 | -38 | -37 |
| Resultat före skatt | 136 | 72 | 29 | -63 | 27 | 7 | 51 | -85 | 69 |
| Skatter | -34 | -18 | -7 | 5 | -9 | -3 | -18 | 8 | -19 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 | -1 | 1 | -1 |
| Nettoresultat (rapporterat) | 102 | 54 | 22 | -58 | 18 | 3 | 32 | -76 | 49 |
| Nettoresultat (justerat) | 102 | 54 | 22 | -58 | 18 | 3 | 32 | -76 | 59 |
| | Q1 19 | Q2 19 | Q3 19 | Q4 19 | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21 |
| Omsättningstillväxt | 8% | -1% | -4% | 0% | -12% | -25% | -11% | -1% | 8% |
| EBIT-tillväxt (justerad) | 76% | 12% | -30% | 457% | -74% | -63% | 84% | 18% | 149% |
| Bruttomarginal | 29% | 27% | 27% | 24% | 27% | 29% | 29% | 22% | 29% |
| EBITDA-marginal (ex IFRS 16) | 14% | 10% | 8% | 3% | 8% | 9% | 12% | 1% | 9% |
| EBIT-marginal (justerad) | 10% | 6% | 3% | -3% | 3% | 3% | 7% | -3% | 8% |
| Skattesats | 25% | 25% | 24% | 8% | 33% | 43% | 35% | 9% | 28% |

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 mångfaldigas 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 Instrument 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