



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 19 May 2021

Lagercrantz

Håller högsta förvärvstakten någonsin

Förvärvsmaskinen rullar igång

Efter att ha förtydligat sin strategiska inriktning och finansiella målsättningar - att växa vinsten (före skatt) med 15% per år till en miljard inom fem år - tidigare i år har Lagercrantz gjort två stora förvärv och håller nu en högre förvärvstakt än någonsin tidigare. Med enbart gjorda förvärv tror vi att de kommer att addera mer än 500 mkr jämfört med de tidigare toppåren 2015 och 2017 då de adderade runt 300 mkr.

Marginalerna högsta någonsin

Lagercrantz har sett en successiv förbättring i orderingången under de tre senaste kvartalen. Med god kostnadskontroll och fortsatt stigande bruttomarginaler levererade de sin högsta EBITA-marginal någonsin i Q4. Andelen egna produkter ökade från 61% till 65% under räkenskapsåret och fortsätter därmed mot målet på 75%. I takt med att andelen egna produkter ökar borde bruttomarginalerna fortsätta att expandera.

Motiverat värde sätts 76-81 kr (tidigare 65-70 kr)

Vi publicerar nya estimat efter att ha byggt om vår modell. Estimaterna reflekterar nu inte några förvärv men 2021/22 är fortfarande upp 3% vilket reflekterar den höga förvärvstakten. Vi sätter ett nytt motiverat värde på 76-81 kr vilket reflekterar P/E 25x och EV/EBIT 20x på 2025/26 års vinst inklusive förvärv diskonterat till idag.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	Motiverat värde	76.00 - 81.00	
EPS, just 21/22e	2.36	2.28	3.1%	Sales,m	4,091	4,691	4,875	5,022	Current price	SEK90.25
EPS, just 22/23e	2.48	2.58	-3.8%	Sales Growth	(2.1)%	14.7%	3.9%	3.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23/24e	2.61	2.61	0.0%	EBITDA, m	774	900	953	987	<div data-bbox="1082 1518 1473 1904"> <h4>Kursutveckling 12 mån</h4> </div>	
				EBIT, m	529.0	649.0	695.1	724.3		
				EPS, adj	1.91	2.36	2.48	2.61		
				EPS Growth	5.7%	23.6%	5.4%	5.2%		
				Equity/Share	9.1	10.3	11.6	12.8		
				Dividend	1.00	1.20	1.30	1.40		
				EBIT Marginal	12.9%	13.8%	14.3%	14.4%		
				ROE (%)	21.9%	24.5%	22.9%	21.7%		
				ROCE	16.4%	17.8%	17.3%	17.8%		
				EV/Sales	4.79x	4.18x	4.02x	3.90x		
				EV/EBITDA	25.3x	21.8x	20.6x	19.8x		
				EV/EBIT	37.0x	30.2x	28.2x	27.0x		
				P/E, adj	47.4x	38.3x	36.3x	34.5x		
				P/Equity	9.9x	8.7x	7.8x	7.0x		
				Dividend yield	1.3%	1.3%	1.4%	1.6%		
				FCF yield	4.3%	3.0%	2.3%	3.0%		
				Net Debt/EBITDA	1.6g	1.8g	1.6g	1.2g		

Kommande händelser

Delårsrapport Q1 2021/22	2021-07-16
Delårsrapport Q2 2021/22	2021-08-24
Delårsrapport Q3 2021/22	2021-10-22

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	203,3m
Market cap	18,348
Nettoskuld	1,238
EV	19,586
Free Float	74.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	112.4(k)
Reuters/Bloomberg	LAGRb.ST/LAGRb SS

Analytiker

markus.almerud@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 19 May 2021

Sammanfattning

Håller högsta förvärvstakten någonsin

Investment Case

Lagercrantz har en lång historik av att leverera en hög och stadig vinsttillväxt genom sin decentraliserade förvärvsmodell. Genom att förvärva bolag till en lägre multipel än man själv handlas till uppstår kontinuerligt multipelarbiterage, vilket skapar värde över tid. Förvärv har stått för cirka 90% av försäljningstillväxten det senaste decenniet och är därmed centralt - den genomsnittliga organiska tillväxten under samma period (2013/14 till 2020/21) är -1%.

Efter att ha presenterat och förtydligat sin strategiska inriktning och sina finansiella mål, i mars i år, under namnet Lagercrantz mot miljarden (syftet är att nå en miljard i vinst före skatt inom fem år från runt en halv miljard förra året) har man gjort två större förvärv. Därmed ligger man för närvarande på en förvärvstakt som är högre än någonsin tidigare.

Genom att kontinuerligt fortsätta att öka andelen egna produkter - andelen har gått från 13% 2006/07 till 65% 2020/21, samtidigt som andelen distribution har gått från 62% till 20% - fortsätter bruttomarginalerna att öka. Bolaget har som målsättning att öka andelen egna produkter till 75% vilket borde innebära fortsatt marginalexpansion.

Bolags profil

Lagercrantzgruppen har runt 60 dotterbolag och drivs i en långtgående decentraliserad struktur. Koncernen erbjuder värdeskapande teknologier i expansiva nischer och är enbart verksam inom B2B. Bolagen har starka positioner inom sina nischer vilket innebär relativt sett höga marginaler.

Förvärv är en central del av affärsmodellen. Lagercrantz har som ambition att 5-8 bolag per år och kommer i ökande grad inrikta sig mot norra Europa när de gör sina förvärv. I takt med att konjunkturen har återhämtat sig efter pandemin har förvärvstakten accelererat.

Med relativt sett höga marginaler och låg kapitalomsättningshastighet har Lagercrantz nått ROE på över 20% och mid-teens ROCE de senaste åren.

Värdering

Vi värderar Lagercrantz på målmultiplar på 2025/26 års vinst inklusive förvärv. Värdena diskonteras sedan tillbaka till idag. Förvärv har stått för 90% av omsättningstillväxten de senaste åtta åren och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering inkluderar 300 mkr per år de kommande åren (utöver de förvärv som redan har annonserats). Vi använder P/E 25x och EV/EBIT 20x som målmultiplar, vilket är något högre än marknaden som helhet vilket vi anser är motiverat givet den konsekventa historiken. Som jämförelse handlas andra förvärvsbolag såsom Indutrade, Addtech, och Lifco på P/E-tal över 30x och EV/EBIT strax under 30x på 2022 års vinst.

Motiverat värde

76-81 kr

Beräkningar av motiverat värde

Motiverat värde med ojusterade estimat

2 års framåtblickande peer P/E	32
2022/23e nettovinst (mkr)	538
2022/23e EPS (kr)	2,5
Motiverat värde idag (mdr kr)	17
Motiverat värde idag (kr)	80

2 års framåtblickande peer EV/EBIT	28
2022/23e EBIT(A) (mkr)	782
Motiverat EV idag (mdr kr)	22

Effekter av förvärv

2025/26 sales exkl M&A (mdr kr)	5,3
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	1,5
Total 2025/26 (mdr kr)	6,8
Total 2020/21 (mdr kr)	4,1
CAGR	11%

EBITA-marginal	16%
2025/26 EBITA (incl. M&A)	1 092
2020/21 EBITA	616
CAGR	12%

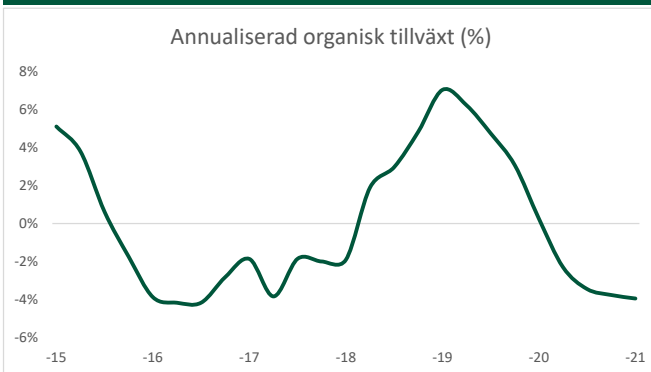
Finansnetto	-95
Skatt	-220
2025/26 nettovinst inkl M&A	778

Värdering inklusive förvärv

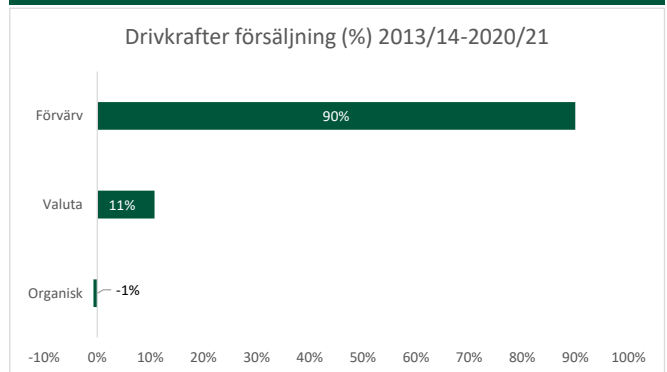
2 års framåtblickande P/E (inkl förvärv)	22
Motiverat P/E	25
Värde mars 2024 (mdr kr)	19
Värde per aktie mars 2024 (kr)	96
Värde per aktie idag	76

2 års framåtblickande EV/EBIT (inkl förvärv)	20
Motiverat EV/EBIT	20
EV mars 2024 (mdr kr)	22
EV nuvärde (mdr kr)	18
Senaste net debt (mdr kr)	1,2
Nuvärde (mdr kr)	16
Nuvärde per aktie (kr)	81

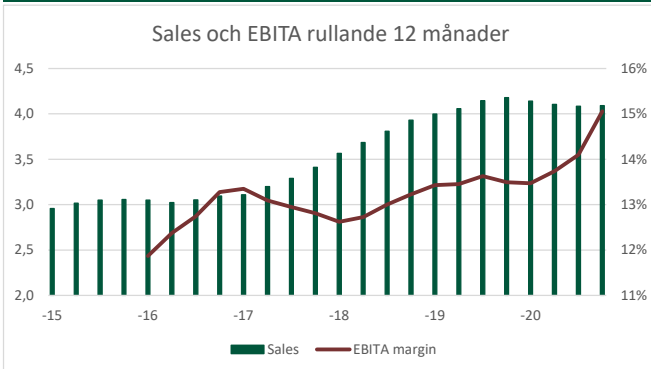
Den organiska tillväxten har planat ut men inte vänt än



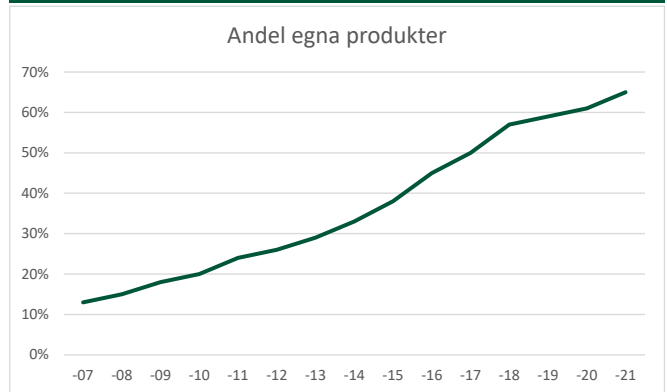
Förvärv är den viktigaste drivkraften för Lagercrantz



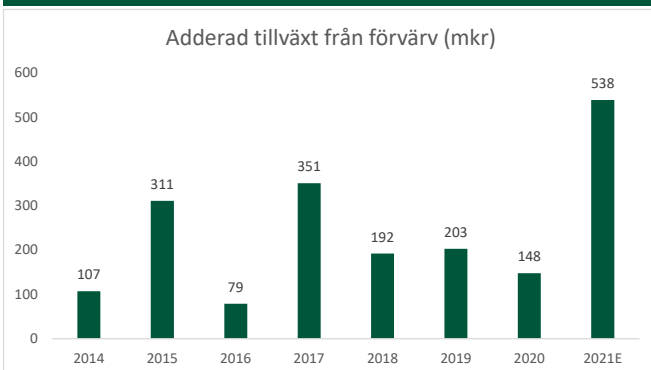
Marginalen har fortsatt att expandera...



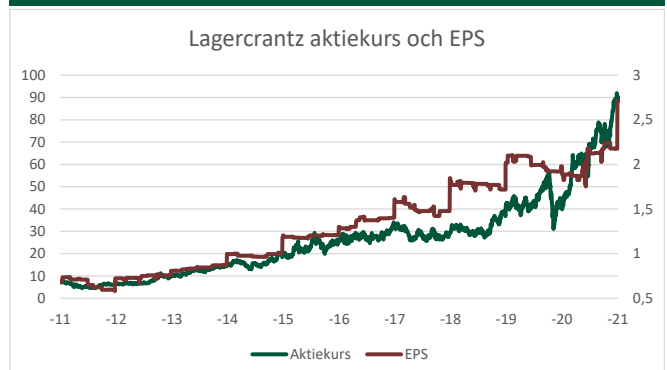
...i takt med att andelen egna produkter har ökad i kombination med god kostnadskontroll



Bolaget har aldrig haft en högre förvärvstakt än nu



EPS-tillväxten driver aktiekursen



Resultaträkning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoomsättning	3 932	4 180	4 091	4 691	4 875	5 022
Kostnad sålda varor	-2 488	-2 618	-2 513	-2 852	-2 947	-3 029
Bruttovinst	1 444	1 562	1 578	1 839	1 929	1 992
Rörelsekostnader	-993	-1 079	-1 049	-1 190	-1 233	-1 268
EBIT (rapporterat)	451	483	529	649	695	724
Förvävsrelaterade avskrivningar	-68	-82	-87	-87	-87	-87
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0
EBITA (justerat)	519	565	616	736	782	811
Övriga avskrivningar	-56	-152	-158	-164	-171	-175
EBIT (justerat)	575	717	774	900	953	987
Finansiella intäkter	11	14	14	14	14	14
Finansiella kostnader	-31	-37	-41	-42	-54	-49
Resultat före skatt	431	460	502	621	655	689
Skatter	-89	-94	-114	-137	-144	-152
Minoritetsintressen	0	0	0	-5	-5	-5
Nettoresultat (rapporterat)	342	366	388	480	506	532
Nettoresultat (justerat)	342	366	388	480	506	532

Balansräkning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
TILLGÅNGAR						
Goodwill	1 327	1 518	1 609	2 329	2 329	2 329
Övriga immateriella tillgångar	721	758	785	717	650	582
Materiella anläggningstillgångar	266	480	586	625	666	708
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	14	18	21	21	21	21
Summa anläggningstillgångar	2 328	2 774	3 001	3 693	3 666	3 640
Varulager	528	562	655	655	751	781
Kundfordringar	640	682	638	638	732	760
Övriga omsättningstillgångar	219	214	165	134	135	135
Likvida medel	139	117	151	150	150	150
Summa omsättningstillgångar	1 526	1 575	1 609	1 577	1 767	1 826
SUMMA TILLGÅNGAR	3 854	4 349	4 610	5 269	5 433	5 466
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	1 508	1 684	1 855	2 096	2 342	2 595
Minoritetsintressen	0	0	0	5	10	15
Summa eget kapital	1 508	1 684	1 855	2 101	2 352	2 611
Långfristiga finansiella skulder	902	798	833	1 247	1 082	823
Pensionsavsättningar	76	76	76	76	76	76
Uppskjutna skatteskulder	212	228	263	263	263	263
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	1 190	1 102	1 172	1 586	1 421	1 162
Kortfristiga finansiella skulder	166	556	556	556	556	556
Leverantörsskulder	332	329	388	388	445	462
Skatteskulder	47	105	105	105	105	105
Övriga kortfristiga skulder	611	573	534	534	554	570
Summa kortfristiga skulder	1 156	1 563	1 583	1 583	1 660	1 694
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 854	4 349	4 610	5 269	5 433	5 466

Kassaflödesanalys

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoresultat (rapporterat)	342	366	388	480	506	532
Icke kassaflödespåverkande poster	100	237	258	261	268	273
Förändringar i rörelsekapital	20	-96	136	31	-113	-25
Kassaflöde från den operationella verksamheten	462	507	782	772	660	780
Investeringar i anläggningstillgångar	-80	-96	-95	-223	-231	-237
Avyttringar	7	5	5	0	0	0
Fritt kassaflöde	389	416	692	549	430	543
Utdelningar	-137	-179	-147	-244	-264	-285
Nyemission / återköp	-1	-17	0	0	0	0
Förvärv	-142	-260	-325	-720	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-104	18	-186	414	-165	-259
Kassaflöde	5	-22	34	-1	0	0
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	929	1 237	1 238	1 653	1 488	1 229

Tillväxt och marginaler

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Organisk tillväxt	7%	0%	-4%	2%	3%	3%
Omsättningstillväxt	15%	6%	-2%	15%	4%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	19%	9%	9%	19%	6%	4%
EPS-tillväxt, justerad	20%	7%	6%	24%	5%	5%
Bruttomarginal	36,7%	37,4%	38,6%	39,2%	39,6%	39,7%
EBITDA-marginal (justerad)	14,6%	17,2%	18,9%	19,2%	19,5%	19,7%
EBITA-marginal (justerad)	13,2%	13,5%	15,1%	15,7%	16,0%	16,2%
Skattesats	21%	20%	23%	22%	22%	22%

Kapitaleffektivitet

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
ROE, justerad	24%	23%	22%	25%	23%	22%
ROCE, justerad	18%	17%	17%	18%	18%	18%
ROIC	18%	18%	17%	19%	18%	18%
Investeringar / omsättning	2%	5%	5%	5%	5%	5%
Varulager / omsättning	13%	13%	16%	16%	16%	16%
Rörelsekapital / omsättning	21%	22%	22%	22%	22%	22%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x

Finansiell ställning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoskuld	929	1 237	1 238	1 653	1 488	1 229
Soliditet	39%	39%	40%	40%	43%	48%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	73%	67%	79%	63%	47%
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,7x	1,6x	1,8x	1,6x	1,2x

Aktiedata

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
EPS, rapporterad	1,68	1,80	1,91	2,36	2,49	2,62
EPS, justerad	1,68	1,80	1,91	2,36	2,48	2,61
FCF per aktie	1,92	2,05	3,40	2,70	2,11	2,67
Utdelning per aktie	0,83	0,67	1,00	1,20	1,30	1,40
Eget kapital per aktie	7,4	8,3	9,1	10,3	11,6	12,8
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	203	203	204	204	204	204

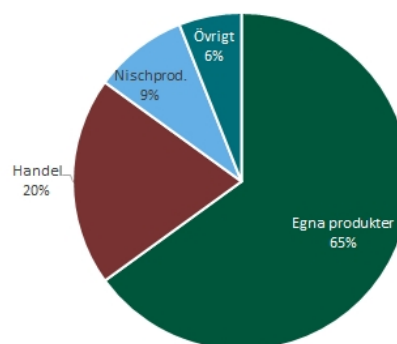
Värdering

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
P/E, justerat	20x	21x	42x	38x	36x	35x
P/EK	4,5x	4,7x	8,7x	8,7x	7,8x	7,0x
P/FCF	17,4x	18,9x	23,2x	33,4x	42,7x	33,8x
Direktavkastning	2,5%	1,7%	1,3%	1,3%	1,4%	1,6%
Utdelningsandel, justerad	49%	37%	52%	51%	52%	54%
EV/Sales	2,0x	2,2x	4,2x	4,3x	4,1x	3,9x
EV/EBITDA, justerat	13x	13x	22x	22x	21x	20x
EV/EBIT, justerat	17x	19x	33x	31x	29x	27x
Aktiekurs, årets slut	33	39	79	90	90	90
EV, årets slut	7 697	9 080	17 320	20 001	19 836	19 577

Ägare och nyckelpersoner

Största aktieägare	Röster	Kapital
Anders Börjesson och Tisenhult-gruppen	29,3%	5,7%
SEB Investment Management	10,5%	15,0%
Swedbank Robur Fonder	8,9%	12,7%
Fidelity Investments (FMR)	4,2%	6,1%
Lannebo Fonder	3,4%	4,9%
Ordförande	Anders Börjesson	
Verkställande direktör	Jörgen Wigh	
Finansdirektör	Kristina Elfström Mackintosh	
Investerarkontakt	Kristina Elfström Mackintosh	
Hemsida	https://www.lagercrantz.com	

Omsättning per affärstyp



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