



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 13 July 2021

Elanders

Fortsatt resultatförstärkning

Stabilt Q2'21

Elanders levererade EBITA på 145 mkr (72), drivet av förbättringar inom såväl Supply Chain Solutions med EBITA på 127 mkr (89) som hos Print & Packaging Solutions 27 mkr (-9). Halvledarbrist till trots så steg försäljningen organiskt med ca 6% i kvartalet y/y. På rullande 12 månader ligger nu EBITA-marginalen på 6,6%, nära målet om 7%, vilket vi räknar med överträffas 2022.

Kapacitet för fortsatta förvärv

Elanders förvärvade det tyska digitaltryckeriet Schätzl i inledningen av Q3'21, och med ett nytt kreditavtal på plats så räknar Elanders med att kunna hålla en fortsatt hög förvärvstakt framöver. Förvärv i storleksordningen 200 - 300 mkr per år är sannolikt att vänta. Temporärt kan dock nettoskulden sannolikt sträckas upp emot 2,5x - 3,5x om det skulle bli aktuellt med ett större förvärv.

Potential för fortsatt uppvärdering

Vi ser fortsatt uppsida i Elanders, primärt drivet av en potentiell uppvärdering i marknadens syn på Supply Chain Solutions. Motiverat värde uppgår till 220 - 225 kr per aktie (215 - 220). Vi har justerat upp EBITA-prognoserna med ca 5% för 2022e och 2023e efter rapporten och förvärvet av Schätzl. Nettoskuld/EBITDA R12m (ex-IFRS 16) är nu nere på 1,50x.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning				
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	220.00 - 225.00				
EPS, just 21e	10.83	10.65	1.7%	Sales,m	11,050	11,265	11,863	12,493	Current price	SEK180.00			
EPS, just 22e	13.72	13.02	5.4%	Sales Growth	(1.8)%	1.9%	5.3%	5.3%	Riskenivå	Medium			
EPS, just 23e	16.34	15.62	4.6%	EBITDA, m	1,432	1,502	1,703	1,864	<div style="text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>				
Kommande händelser				EBIT, m	547.0	632.5	783.0	898.6					
				EPS, adj	8.29	10.83	13.72	16.34					
Q3 2021		14 oktober	EPS Growth	91.8%	30.6%	26.7%	19.1%						
Q4 2021		20 januari 2022	Equity/Share	82.2	90.0	99.7	111.5						
Q1 2022		21 april 2022	Dividend	3.10	4.00	4.50	5.00						
Q2 2022		12 juli 2022	EBIT Marginal	5.0%	5.6%	6.6%	7.2%						
Bolagsfakta (mkr)				ROE (%)	10.1%	12.0%	13.8%	14.7%					
				ROCE	8.6%	9.8%	11.4%	12.2%					
				EV/Sales	0.85x	0.84x	0.80x	0.76x					
				Antal aktier		35.4m	EV/EBITDA	6.6x			6.3x	5.5x	5.1x
				Market cap		6,364	EV/EBIT	17.2x			14.9x	12.0x	10.5x
				Nettoskuld		3,071	P/E, adj	21.7x	16.6x	13.1x	11.0x		
				EV		9,435	P/Equity	2.2x	2.0x	1.8x	1.6x		
Free Float		38.00%	Dividend yield	2.6%	2.2%	2.4%	2.7%						
Avg. No. of Daily Traded Sh.		27.4(k)	FCF yield	38.0%	13.1%	18.3%	20.1%						
Reuters/Bloomberg	ELANb.ST/ELANB:SS		Net Debt/EBITDA	2.0g	1.9g	1.5g	1.2g						

Analytiker

alexander.vilval@penser.se



Sammanfattning

Fortsatt resultatförstärkning

Investment Case

Elanders, med grunden i Print & Packaging Solutions, består idag till 75% av Supply Chain Solutions. Elanders är tydligt diversifierade i ett antal dimensioner, vilket är ett centralt tema i vår syn på bolaget och aktien, och är något vi tror kommer att leda till högre multiplar på bolaget i framtiden. Fokus för Elanders framöver ligger på att fortsatt uppvisa stabila och motståndskraftiga marginaler, vilket de nu levererar trots effekterna på världsekonomin från covid-19. Balansräkningen kommer att tillåta större förvärv på sikt, och Supply Chain Solutions kommer sannolikt successivt att öka ytterligare i betydelse, medan ett välskött Print & Packaging Solutions ger en bra bas. Vi ser en uppsida i Elanders, primärt drivet av en potentiell uppvärdering i marknads syn på Supply Chain Solutions.

Bolags profil

Elanders grundades 1908 med ett avtal om sättning och tryckning av den svenska rikstelefonkatalogen, och utvecklades under 1900-talet inom tryckeri med nya teknologier inom sättning samt på 1970-talet med datoriserad fotosättning. I slutet på 1980-talet är Elanders ett av de största katalogtryckerierna i Europa och börjsnoteras i januari 1989. 2014 förvärvar Elanders det Singaporebaserade bolaget Mentor Media Ltd och tar ett stort steg in i marknaden för supply chain-tjänster. 2016 förvärvar Elanders LGI Logistics Group International GmbH, en av de ledande aktörerna inom Industrial Contract Logistics i Tyskland. Bolaget består av två affärsområden. Inom Supply Chain Solutions, som motsvarade 76% av försäljningen 2020, hanterar och optimerar Elanders flöden av råvaror, komponenter, färdiga produkter, pengar och information för kundernas räkning genom alla steg i produktens livscykel, från leverantörer och tillverkare fram till slutkonsumenten. Elanders har även över 100 års erfarenhet av tryckverksamhet och erbjuder i dag renodlade, kostnadseffektiva och innovativa lösningar som tillgodoser kundernas behov, både lokalt och globalt.

Värdering

Vi värderar Elanders utifrån ett perspektiv som grundar sig på vilka multiplar som kan motiveras för respektive affärsområde. Dessa multiplar appliceras på vinsterna för år 2022, samt diskonteras tillbaka till idag.

Motiverat värde

Motiverat värde uppgår till 220 - 225 kr.

Uppsida värderingsmässigt i Supply Chain Solutions relativt DSV Solutions

Vår grundläggande approach för värderingen av Supply Chain Solutions baseras på en implicit syn på värderingen hos en av deras tydligaste peers, DSV Solutions, vilka är en del av DSV. För ett detaljerat resonemang kring detta och synen på hur stabilitet värderas på börsen hänvisar vi till vår initieringsanalys av Elanders från december 2020. Vi bedömer att marknaden idag åsätter DSV Solutions en multipel på ca 16,5x 2022e EBIT, vilket innebär en rabatt på ca 38% jämfört med den noterade koncernen DSV. Detta innebär i sin tur en värdering på ca 9 mdr kr idag avseende Elanders Supply Chain Solutions, vilket motsvarar ca 270 kr per aktie.

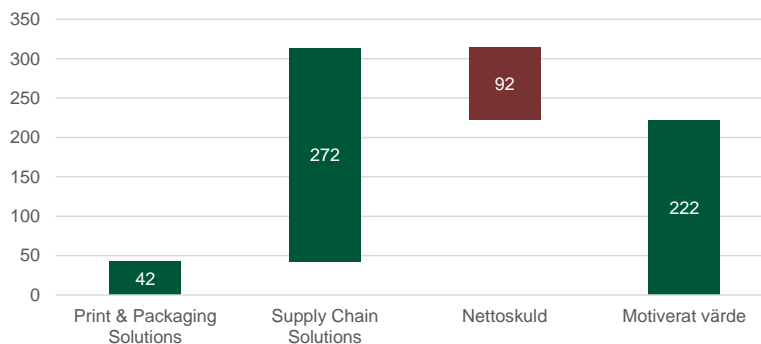
Ett välskött Print & Packaging Solutions ger en stabil bas

Tryckeriverksamheten i Elanders Print & Packaging Solutions är grunden i Elanders historia, men var 2020 endast 24% av koncernens omsättning. Synen på värderingen kan ses från två perspektiv. Dels är Print & Packaging exponerade mot den trend av migration från traditionellt tryck till digital media. Det är något som kan sätta ett tak på vilka multiplar marknaden är villig att åsätta vinsterna från verksamheten. Samtidigt har Elanders Print & Packaging levererat väl, och uppger att de tar marknadsandelar från större spelare som befinner sig i finansiella problem. I vår grundvärdering av Elanders åsätter vi Print & Packaging Solutions en EBITDA-multipel på 5x. Vi tror att den värderingsnivån kan motiveras genom att titta på vad en potentiell köpare skulle kunna tänkas vara villig att betala för verksamheten. För utförligare resonemang, se initieringsanalysen ifrån december 2020.

Fortsatt uppsida i värderingen av Elanders

Vi justerar upp vårt motiverade värde i Elanders till 220-225 kr per aktie (215-220), efter Q2'21-rapporten. Värdet baserat på multiplar på förväntad lönsamhet 2022e för respektive affärsområde, med avdrag för dagens nettoskuld. Uppjusteringen drivs av såväl uppjusterade prognoser samt multipelexpansion med en högre motiverad värdering av Supply Chain Solutions som följd, enligt resonemanget ovan.

Elanders - Sum of the parts (kr/aktie)



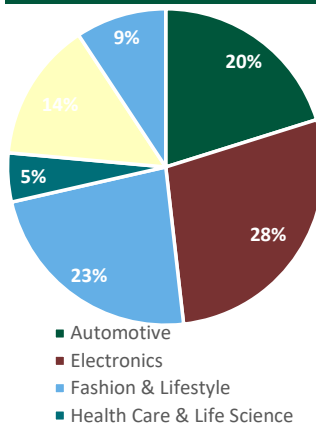
Källa: Erik Penser Bank, Elanders

Bolagsdata

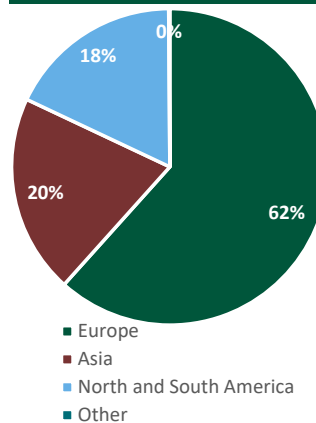
Största aktieägare	Röster	Aktier
Carl Bennet AB	65,88%	50,11%
Carnegie Fonder	4,48%	6,55%
Didner & Gerge Fonder	4,41%	6,44%
Svolder	4,03%	5,89%
Övriga	21,20%	31,01%

Ordförande	Carl Bennet
Verkställande direktör	Magnus Nilsson
Finansdirektör	Andreas Wikner
Investerarkontakt	Andreas Wikner
Hemsida	www.elanders.com

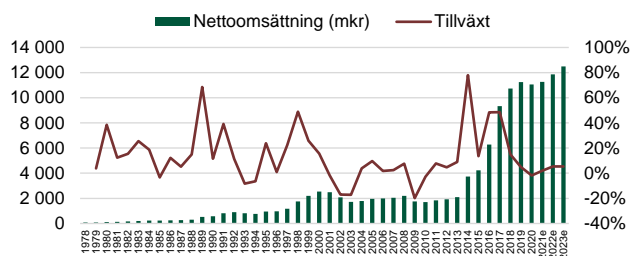
Sales/segment 12m



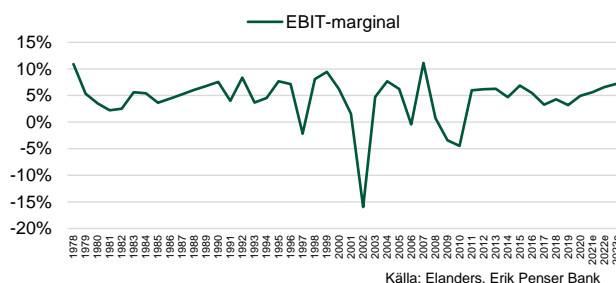
Sales/geografi 12m



Försäljning och tillväxt



Rörelsemarginal



Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10 741,7	11 254,1	11 050,0	11 265,3	11 862,9	12 493,5
Kostnad för sålda varor	-9 330,2	-9 779,9	-9 478,0	-9 617,9	-10 026,8	-10 531,5
Bruttoresultat	1 411,5	1 474,2	1 572,0	1 647,4	1 836,2	1 961,9
Försäljningskostnader	-355,8	-350,4	-321,4	-320,7	-332,3	-335,8
Administrationskostnader	-677,9	-794,3	-728,6	-727,1	-753,2	-761,2
Övriga rörelseintäkter	111,4	63,2	69,0	60,3	62,3	65,6
Övriga rörelsekostnader	-30,4	-34,1	-44,0	-27,4	-30,0	-31,9
Varav av/nedskrivningar	-266,0	-927,0	-885,0	-869,6	-919,5	-965,4
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	724,8	1 285,6	1 432,0	1 502,1	1 702,6	1 863,9
Rörelseresultat (EBIT)	458,8	358,6	547,0	632,5	783,0	898,6
Finansnetto	-92,5	-143,1	-132,0	-87,0	-80,0	-80,0
Resultat före skatt	366,3	215,5	415,0	545,5	703,0	818,6
Skatt	-107,7	-62,7	-122,0	-162,7	-217,9	-240,8
Periodens resultat	258,6	152,8	293,0	382,8	485,1	577,8

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Tillgångar						
Immateriella tillgångar	3 218,2	3 229,0	3 085,0	3 019,5	2 941,0	2 861,4
Materiella anläggningstillgångar	789,2	621,1	599,1	747,4	787,8	841,3
Nyttjanderätter	0,0	1 864,7	1 655,9	1 655,9	1 655,9	1 655,9
Andelar i intresseföretag	6,0	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skattefordringar	249,9	294,9	297,0	295,0	295,0	295,0
Övriga finansiella tillgångar	10,7	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	4 274,0	6 026,1	5 637,0	5 717,8	5 679,7	5 653,6
Varulager	467,6	335,3	233,0	338,0	355,9	374,8
Kundfordringar	1 761,9	1 740,4	1 344,0	1 464,5	1 542,2	1 624,2
Aktuella skattefordringar	64,9	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4
Övriga fordringar	135,5	111,2	111,2	146,4	154,2	162,4
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	310,8	248,8	124,4	124,4	124,4	124,4
Likvida medel	722,4	655,2	1 101,0	846,6	1 260,6	1 739,4
Summa omsättningstillgångar	3 463,1	3 179,3	3 002,0	3 008,3	3 525,7	4 113,5
Summa tillgångar	7 737,1	9 205,4	8 639,0	8 726,1	9 205,4	9 767,1
Eget kapital och skulder						
Eget kapital	2 707,4	2 777,0	2 908,0	3 181,2	3 524,9	3 943,5
Summa eget kapital	2 707,4	2 777,0	2 908,0	3 181,2	3 524,9	3 943,5
Leasingskulder	78,9	1 258,8	1 258,8	1 283,3	1 351,4	1 423,2
Övriga räntebärande skulder	2 270,9	2 214,2	2 009,2	1 784,2	1 784,2	1 784,2
Avsättningar för pensioner och liknande avsättningar	92,5	105,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga avsättningar	8,8	29,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	190,3	185,3	188,0	188,0	188,0	188,0
Summa långfristiga skulder	2 641,4	3 793,4	3 456,0	3 255,5	3 323,6	3 395,4
Leasingskulder	67,8	639,3	639,3	639,3	639,3	639,3
Övriga räntebärande skulder	750,9	397,7	47,7	47,7	47,7	47,7
Leverantörsskulder	795,3	677,5	667,5	675,9	711,8	749,6
Aktuella skatteskulder	30,3	51,1	51,1	51,1	51,1	51,1
Övriga skulder	101,0	121,3	121,3	121,3	121,3	121,3
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	567,8	591,1	591,1	597,1	628,7	662,2
Övriga avsättningar	75,2	157,0	157,0	157,0	157,0	157,0
Summa kortfristiga skulder	2 388,3	2 635,0	2 275,0	2 289,4	2 356,9	2 428,2
Summa eget kapital och skulder	7 737,1	9 205,4	8 639,0	8 726,1	9 205,4	9 767,1

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat efter finansiella poster	366,3	215,6	414,0	545,5	703,0	818,6
Justeringar	213,2	1 131,0	892,0	869,6	919,5	965,4
Betald skatt	-127,5	-114,2	-42,0	-162,7	-217,9	-240,8
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	452,0	1 232,4	1 264,0	1 252,4	1 404,6	1 543,1
Förändring av rörelsekapital	3,5	104,2	461,0	-246,3	-35,9	-37,8
Kassaflöde från den löpande verksamheten	455,5	1 336,6	1 725,0	1 006,1	1 368,8	1 505,3
Förvärv av immateriella och materiella anläggningstillgångar	-177,1	-142,8	-116,0	-150,0	-170,0	-190,0
Försäljningar av materiella anläggningstillgångar	16,0	9,9				
Förvärv och avyttring av verksamheter	24,0	-5,0		-126,0		
Förändring i långsiktiga fordringar	-0,5	-1,6		2,0		
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-137,6	-139,5	-116,0	-274,0	-170,0	-190,0
Kassaflöde finansieringsverksamheten	-317,8	-1 281,5	-1 060,0	-985,7	-784,8	-836,5
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-317,8	-1 281,5	-1 060,0	-985,7	-784,8	-836,5
Periodens kassaflöde	0,1	-84,4	549,0	-253,5	414,0	478,8
Likvida medel vid periodens början	679,4	722,3	655,1	1 100,1	846,6	1 260,6
Kursdifferens i likvida medel	42,8	17,2	-104,0			
Likvida medel vid periodens slut	722,3	655,1	1 100,1	846,6	1 260,6	1 739,4

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	5%	-2%	2%	5%	5%
EBIT-tillväxt	-22%	53%	16%	24%	15%
EPS-tillväxt	-41%	92%	31%	27%	19%
Bruttomarginal	13,1%	14,2%	14,6%	15,5%	15,7%
EBITDA-marginal	11,4%	13,0%	13,3%	14,4%	14,9%
EBIT-marginal	3,2%	5,0%	5,6%	6,6%	7,2%
Skattesats	29%	29%	30%	31%	29%

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	6%	10%	12%	14%	15%
ROCE	5%	9%	10%	11%	12%
Investeringar	140	116	274	170	190
Investeringar / omsättning	1%	1%	2%	1%	2%
Varulager / omsättning	3%	2%	3%	3%	3%
Kundfordringar / omsättning	15%	12%	13%	13%	13%
Leverantörsskulder / omsättning	6%	6%	6%	6%	6%
Rörelsekapital / omsättning	8%	3%	5%	5%	5%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	1,3x	1,3x	1,3x

Finansiell ställning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	3 961	2 854	2 908	2 562	2 155
Soliditet	30%	34%	36%	38%	40%
Nettoskuldsättningsgrad	143%	98%	91%	73%	55%
Nettoskuld / EBITDA	3,1x	2,0x	1,9x	1,5x	1,2x

Aktiedata

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	4,32	8,29	10,83	13,72	16,34
EPS, justerad	4,32	8,29	10,83	13,72	16,34
FCF per aktie	34,09	45,51	24,16	33,90	37,20
Utdelning per aktie	0,00	3,10	4,00	4,50	5,00
Eget kapital per aktie	78,5	82,2	90,0	99,7	111,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4

Värdering

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	20,2x	14,4x	16,6x	13,1x	11,0x
P/EK	1,1x	1,5x	2,0x	1,8x	1,6x
P/FCF	2,6x	2,6x	7,5x	5,3x	4,8x
Direktavkastning	0,0%	2,6%	2,2%	2,5%	2,8%
Utdelningsandel, justerad	0%	37%	37%	33%	31%
EV/Sales	0,6x	0,6x	0,8x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA	5,5x	4,9x	6,2x	5,2x	4,6x
EV/EBIT, justerat	19,6x	12,9x	14,7x	11,4x	9,5x
Aktiekurs, årets slut	87,2	119,6	180,0	180,0	180,0
EV, årets slut	7 044	7 083	9 272	8 926	8 520

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 fondhandlarförningens 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