



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 30 August 2021

## Beijer Alma

## Hög förvärvstakt

## Stark efterfrågan

Beijer Alma redovisar ett mycket starkt andra kvartal. Intäkterna uppgick till 1 336 mkr (963 mkr), motsvarande 37 % organisk tillväxt vilket överskred våra estimat om 1 116 mkr. Lesjöfors uppvisar stark tillväxt (61 % organiskt) och bidrog till den starka tillväxten i koncernen.

## Förvärvstakten höjs

Efter utgången av Q1 har Beijer Tech förvärvat tre bolag, och Lesjöfors genomförde sitt hittills största förvärv genom Alcomex. Vi går genom förvärven i detalj längre ned. Vi ser positivt på att Beijer Alma använder sitt förvärvsutrymme och bedömer att förvärven har attraktiv sektorexponering och goda finansiella profiler.

## Estimatförändringar

Vi justerar våra estimat för att återspegla förvärv och styrkan i flera av bolagets marknader. Vi har även fördjupat oss i värderingen av bolag med förvärv som central tillväxt drivare. Vi noterar samband mellan hög förvärvstakt och höga multiplar och bedömer att Beijer Alma förtjänar en högre multipel mot bakgrund av ökad förvärvstakt. Vi höjer vårt motiverade värde till 250 - 255 kr per aktie (195 - 200 kr).

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	250.00 - 255.00	
EPS, just 21e	9.53	7.89	20.8%	Sales,m	4,250	5,182	5,733	6,079	Current price	SEK214.00
EPS, just 22e	10.99	9.21	19.2%	Sales Growth	(8.0)%	21.9%	10.6%	6.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	13.36	11.22	19.1%	EBITDA, m	785	1,094	1,170	1,310	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div>				EBIT, m	544.8	806.9	903.3	1,029.8		
				EPS, adj	6.59	9.53	10.99	13.36		
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				EPS Growth	(7.8)%	44.7%	15.3%	21.6%		
				Equity/Share	41.5	48.5	58.2	70.6		
Q3-rapport	2021-10-27			Dividend	3.00	3.00	3.00	3.00		
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				EBIT Marginal	12.8%	15.6%	15.8%	16.9%		
				ROE (%)	15.8%	19.6%	18.9%	18.9%		
				ROCE	8.5%	10.9%	11.1%	12.0%		
				EV/Sales	3.37x	2.76x	2.50x	2.35x		
				EV/EBITDA	18.2x	13.1x	12.2x	10.9x		
				EV/EBIT	26.3x	17.7x	15.8x	13.9x		
				P/E, adj	32.5x	22.5x	19.5x	16.0x		
				P/Equity	5.2x	4.4x	3.7x	3.0x		
				Dividend yield	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%		
				FCF yield	6.0%	6.0%	7.0%	7.9%		
Net Debt/EBITDA	0.7g	0.8g	0.1g	(0.4)g						

## Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 30 August 2021

## Sammanfattning

---

### Hög förvärvstakt

#### Investment Case

---

Beijer Almas dotterbolag har breda produktutbud, attraktiva finansiella profiler och goda förutsättningar för långsiktig lönsam tillväxt. Förvärv utgör en central del av den operativa strategin och vi bedömer att Beijer Almas förvärvsstrategi är väl genomförd. Förvärven sker huvudsakligen inom Beijer Tech och Lesjöfors medan tillväxten inom Habia Cable primärt är organisk.

#### Bolags profil

---

En **decentraliserad företagsgrupp**. Beijer Alma är en företagsgrupp med verksamhet inom komponenttillverkning och industriell handel. Strategin bygger på att förvärva, äga och utveckla företag med goda förutsättningar för tillväxt. Lesjöfors, Habia Cable och Beijer Tech är dotterbolag till Beijer Alma.

#### Värdering

---

Beijer Almas sektorexponering samt inriktning mot förvärv gör att vi värderar bolaget mot både stora svenska verkstadsbolag och förvärvsdrivna bolag. Enligt våra estimat värderas Beijer Alma till EV/EBIT 16x för 2022e, vilket är en rabatt mot snittmultipeln för verkstadsbolagen. En rabatt är motiverad baserat på Beijer Almas exponering mot offshoreindustri och därmed oljepriset. Värderar man istället Beijer Alma jämfört andra förvärvsdrivna bolag så är dessa värderade i spannet EV/EBIT 25-30x för 2022e. Även jämfört med denna grupp av bolag motiverar Beijer Almas sektorexponering viss rabatt.

Vi ser en skälig multipel om 17x EBIT 2023e, vilket motiveras av en tilltagande förvärvstakt och indikationer på tilltagande organisk tillväxt. Vi bedömer att Beijer Almas tilltagande förvärvstakt inte fullt återspeglas i värderingen och att fler förvärv är att vänta. 17x EBIT för 2023e motsvarar 253 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 250 - 255 kr per aktie och medelhög risk.

## Kvartalet i detalj

---

Beijer Alma redovisar ett mycket starkt andra kvartal. Intäkterna uppgick till 1 336 mkr (963 mkr), motsvarande 37 % organisk tillväxt vilket överskred våra estimat om 1 116 mkr. Lesjöfors uppvisade mycket stark tillväxt om 61 % organisk tillväxt, och en orderingång som steg med 72%. Chassifjädrar som drabbades hårdast av pandemin förra året växte starkast inom Lesjöfors och bidrog mycket till tillväxten y/y. Habia Cable minskade omsättningen 11 % organiskt, vilket primärt förklaras av utvecklingen inom försvar, kärnkraft och offshore. Telekom och övrig industri hade istället tillväxt y/y vilket bl.a. förklaras av utbyggnad av telekomnätverk i Sverige. Habia Cable hade mycket stark orderingång som stärktes med 30 %, vilket gör att vi höjer våra förväntningar inom dotterbolaget framöver. Beijer Tech växte 52%, men 28% organiskt och resten härstammar från förvärven av Noxon och Novosystems. Orderingången för Beijer Tech stiger med 64% i Q2.

Rörelseresultatet uppgick till 197 mkr (79 mkr), mot förväntade 174 mkr. Resultatet innebär en rörelsemarginal om 15% (8,2%), vilket marginalmässigt var i linje med förväntningar om 15,5%. Dataintränet i Habia Cable belastar resultatet med 1,5 mkr.

## Flera förvärv under 2021

---

Under kvartalet förvärvar Beijer Alma Källström Engineering Systems med en omsättning om 35 mkr. Förvärvet förväntas slutföras under Q3'21. I juli förvärvade Lesjöfors 88 % av Alcomex-koncernen, som är en ledande europeisk tillverkare av dörr- och industrifjädrar. Huvudkontoret finns i Nederländerna och exponering mot fordonsindustri, bygg, samt eftermarknaden för fjädring. Omsättningen är ca EUR 45m och är det största förvärvet för Lesjöfors.

Beijer Alma avyttrar även S&P Federnwerk, den tyska fjädertillverkaren som varit en del av Lesjöfors sedan 2013. Avyttringen kommer efter att Beijer Alma inte varit helt nöjda med lönsamhetsnivån. Avyttringen medför en engångspost om -60 mkr i avskrivning för Q3'21. Omsättningen för bolaget var ca 110 mkr 2020.

## Avvikelseanalys

---

Nedan sammanfattas våra avvikelser under kvartalet. Marginalen är i linje med estimat, men de höga intäkterna som bl.a. drivs av en stark organisk tillväxt i Lesjöfors gör att även lönsamhet avviker från esimat.

Parameter	Utfall	EPB		Kommentar
		estimat	Diff	
Intäkter	1 336,4	1 116,0	20%	Stark återhämtning organiskt i Lesjöfors
EBITDA	254,0	233,0	9%	Högre intäkter
EBIT	196,5	174,0	13%	Högre intäkter
EPS	2,5	2,2	15%	Högre intäkter

## Estimatförändringar

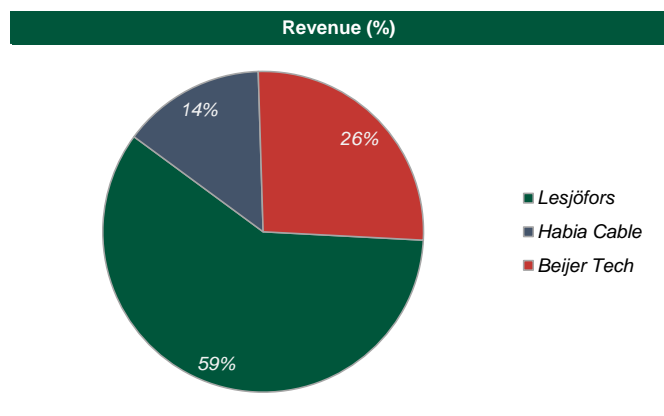
Vi justerar våra estimat för att reflektera den intensiva förvärvstakten och den starka tillväxten under kvartalet. Vi noterar även en stark orderingång inom Habia Cable som vi bedömer kommer bidra till tillväxt under H2, vilket gör att vi justerar våra estimat inom segmentet. Vi gör vissa lönsamhetsjusteringar, primärt för innevarande år inom Lesjöfors. Vi har även sett över kassaflödesestimaten för kommande år, och mot bakgrund av bolagets förvävsstrategi och hur den kan skapa aktieägarvärde, justerar vi ned våra utdelningsestimat för kommande år till 3 kr per aktie (5,1 kr).

<b>Nya estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	5 182	5 733	6 079
Tillväxt	22%	11%	6%
EBIT	806,9	903,3	1 029,8
Rörelsemarginal	15,6%	15,8%	16,9%
EPS	9,53	10,99	13,36

<b>Tidigare estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	4 547	4 841	5 135
Tillväxt	7%	7%	6%
EBIT	625,2	726,2	878,1
Rörelsemarginal	13,7%	15,0%	17,1%
EPS	7,89	9,21	11,22

<b>Förändring i %</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	14%	18%	18%
EBIT	29%	24%	17%
EPS	21%	19%	19%

## Övriga grafer

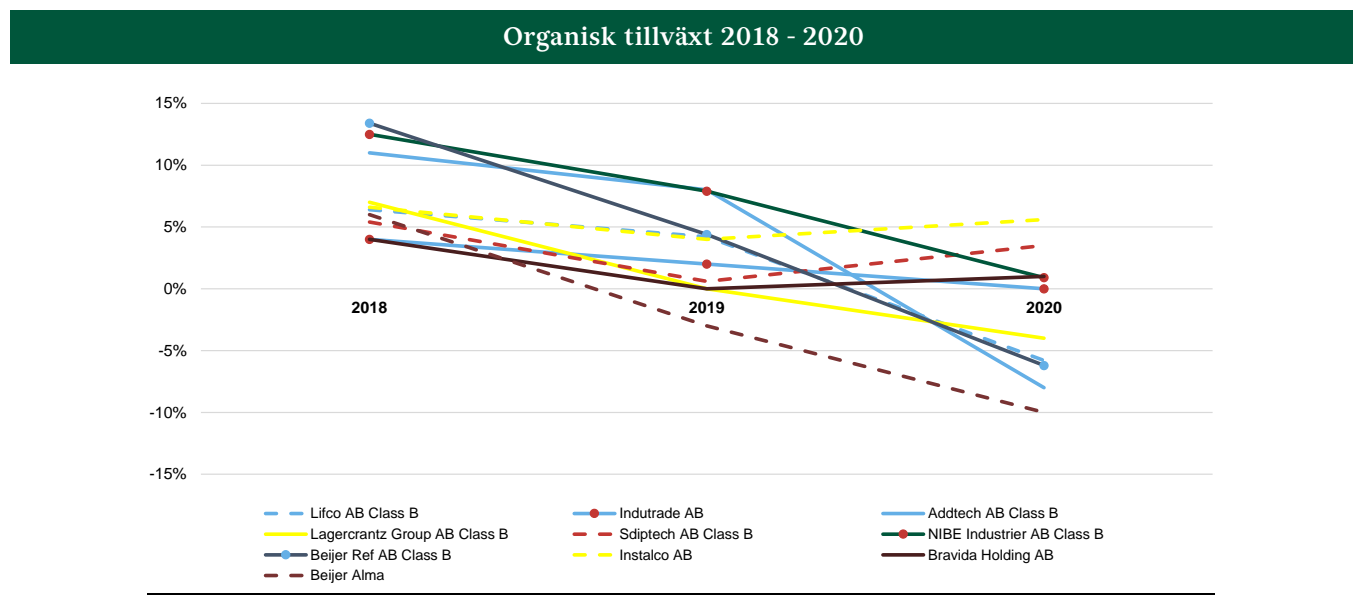


**Shareholder data**

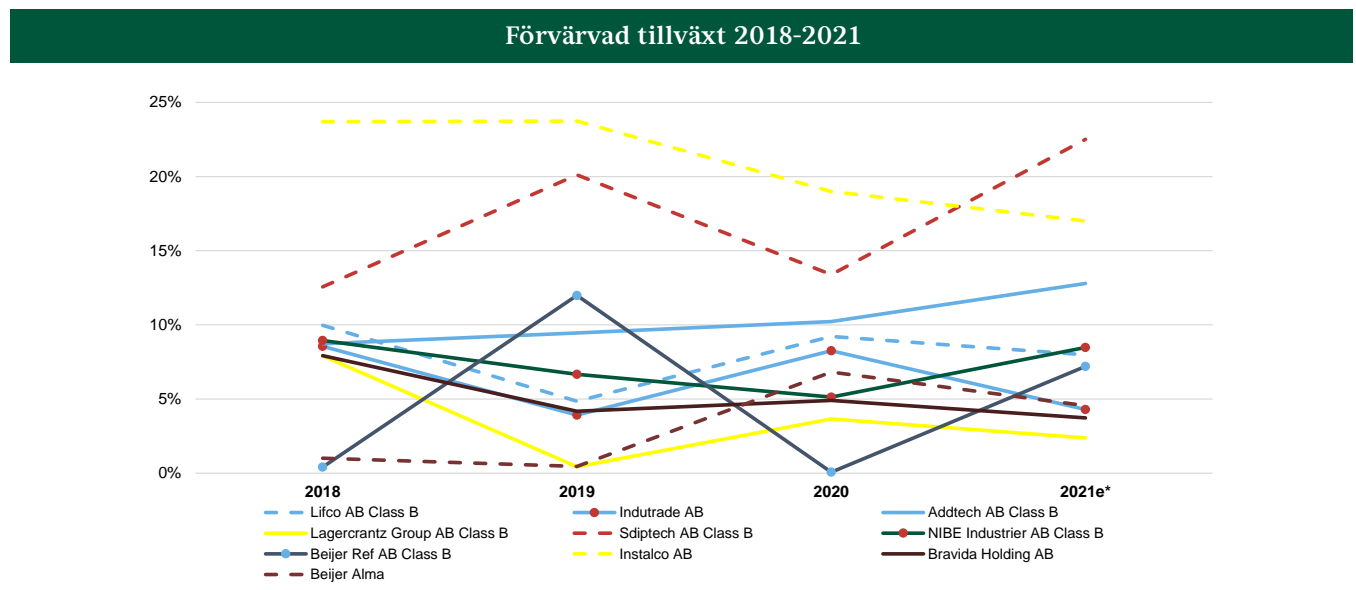
Shareholder	Votes	Shares
Anders Wall Stiftelser	6,8%	13,5%
Anders Wall	46,5%	11,7%
Lannebo Fonder	3,7%	7,2%
Odin Fonder	3,2%	6,3%
Other	40%	61%
Chairman		Johan Wall
CEO		Henrik Perbeck
CFO		Erika Ståhl
Investor contact		Henrik Perbeck
Website		<a href="https://beijeralma.se/">https://beijeralma.se/</a>

## Värderingsfördjupning: Förvärvsdrivna bolag

Vi har fördjupat oss i värderingen och finansiella utvecklingen för utvalda förvärvsdrivna bolag. Vi utvärderar Beijer Alma relativt andra förvärvsdrivna bolag, där urvalet är Lifco, Lagercrantz Group, Beijer Ref, Indutrade, Sdiptech, Instalco, Addtech, NIBE, och Bravida. Nedan visas organisk samt förvärvsdriven tillväxt 2018 - 2020. Den samlade bilden av tillväxtgraferna nedan är att den organiska tillväxten på många fronter avtagit, men kompenseras av stark förvärvsdriven tillväxt.

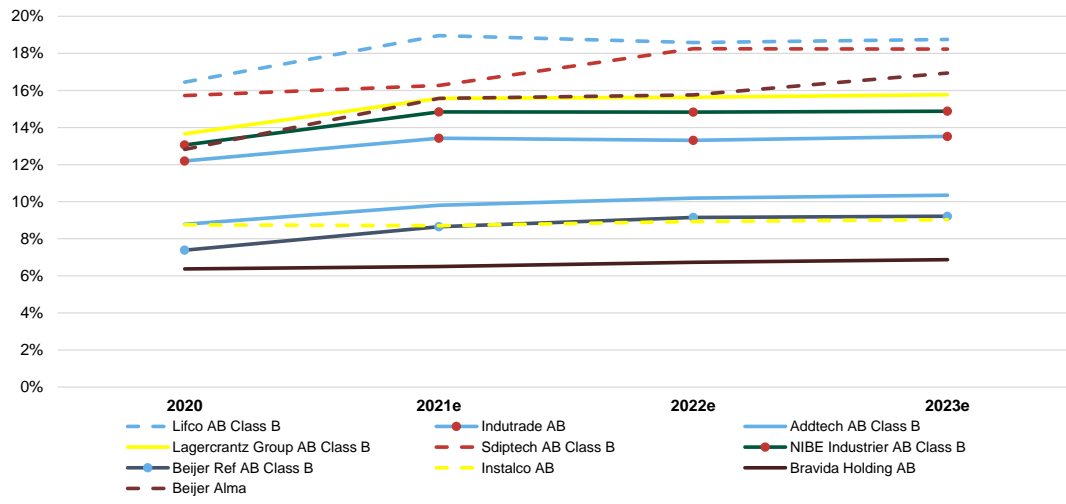


Nedan återges förvärvsdriven tillväxt, vilket definieras som totala förvärvade intäkter för år (t-1) dividerat med intäkter för år (t-1). Enligt formeln blir därmed förvärvade intäkter för 2018 (totala förvärvade intäkter 2017 / intäkter 2017). Därmed exkluderas eventuell organisk tillväxt i de förvärvande bolagen.

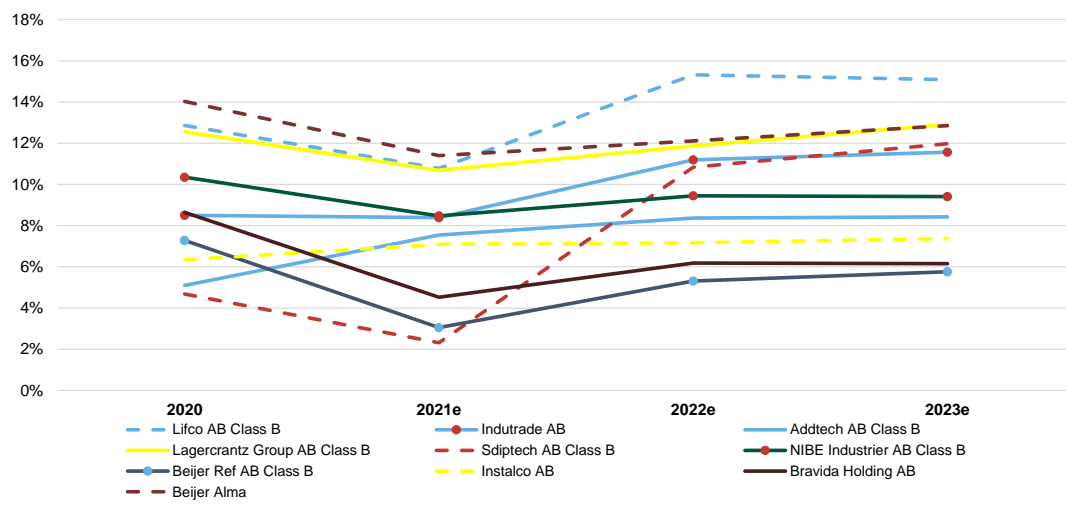


Nedan sammanfattas rörelsemarginal och FCF-yield för de utvalda bolagen där Beijer Almas värden är EPB-estimat och övriga är konsensus. Spannet för rörelsemarginalen är ca 7 - 19 %. Bland bolagen är Beijer Alma attraktivt positionerat med starka rörelsemarginaler under 2020 och prognosperioden som endast överträffas av Lifco.

### Rörelsemarginal 2020-2023e (% , konsensus och EPB-estimat)

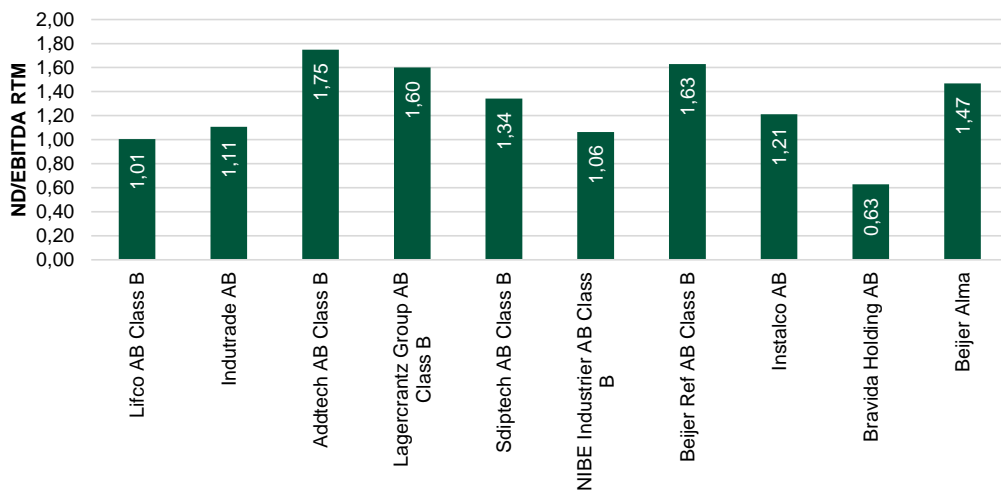


### FCFF / omsättning 2020-2023e (% , konsensus och EPB-estimat)



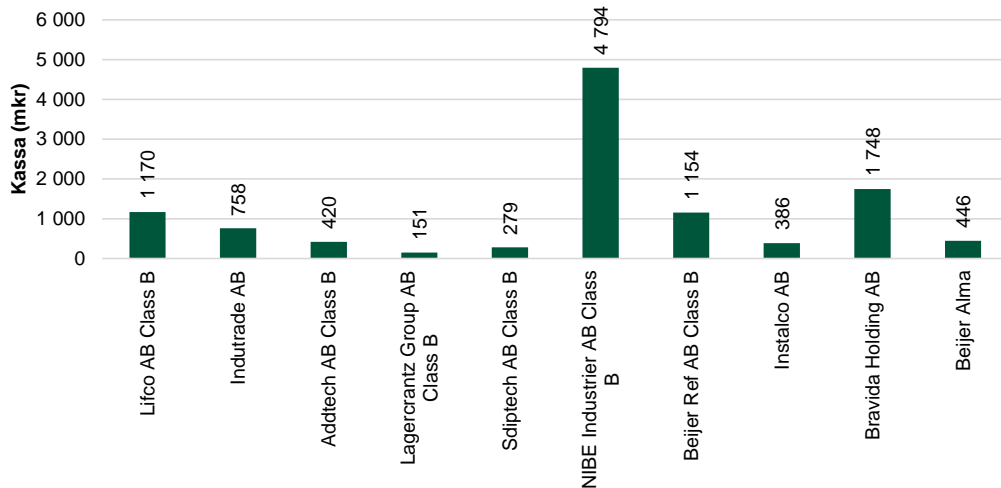
Nedan sammanfattas skuldsättningen för de förvärvsdrivna bolagen (ND/EBITDA x för rullande tolv månader). Våra estimat för Beijer Alma baseras på rullande tolv månaders EBITDA samt justerade för våra estimat kring kassaflöden efter utgången av Q2. Vi bedömer att Beijer Alma har utrymme för ytterligare förvärv och ökad skuldsättning trots att Alcomex-förvärvet var av betydande storlek (EUR 81 m för 100 % av bolaget, inkluderad i ration nedan). Vi ser att Beijer Alma dessutom har starka kassaflöden som stärker kassan och öppnar upp för fler förvärv. Vi ser ett förvärvsutrymme om 800 - 1 000 mkr för kommande 12-månadersperiod.

### ND/EBITDA, x (rullande 12-månader)



Nedan sammanfattas kassan för de förvärvande bolagen. Samtliga kommer från senaste rapporterna, och Beijer Almas kassa är därmed från utgången av Q2'21.

### Kassa (mkr)



## Värdering som reflekterar förvärvspotential

Vi konstruerar ett värderingsscenario för att tydliggöra värdeskapandet av förvärv. Vi har konstruerat estimat för de förvärvsdrivna bolagen för 2021-2024 för att generera en implicit värderingsmultipl som tar hänsyn till framtida förvärv. Konsensusestimaten inkluderar typiskt sett inte framtida förvärv, vilket förvrider multiplerna och inte tillskriver något värde till förvärvsmöjligheterna. Vi utgår i scenariot från att samtliga förvärv görs med egen kassa samt egna kassaflöden under 2021 - 2023.

Den antagna förvärvstakten är densamma som för perioden 2018-2020, med undantag för asterix-märkta bolagen nedan (\*). Dessa bolag kunde inte täcka historisk förvärvstakt med nuvarande kassa samt kassaflöden för prognosperioden. För dessa bolag har förvärvstakten antagits till tillgängliga medel samt kassaflöden för 2021 - 2023.

Bolag	Organic growth 2021-2024	Acq growth (%)	Sales 2023	EBIT-marg 2023e	EBIT 2023e	Implicit EV/EBIT 2023
Lifco AB Class B	1,6%	10%	19 194	17%	3 253,2	36,9
Indutrade AB	2,0%	7%	25 014	13%	3 176,1	33,2
Addtech AB Class B*	3,7%	6%	15 127	9%	1 403,9	36,6
Lagercrantz Group AB Class B	1,0%	5%	4 949	14%	700,9	35,7
Soliptech AB Class B*	3,2%	2%	2 433	16%	394,8	40,1
NIBE Industrier AB Class B	7,1%	6%	39 277	14%	5 325,6	42,5
Beijer Ref AB Class B*	3,9%	10%	20 888	8%	1 646,8	47,9
Instalco AB*	5,4%	6%	9 904	9%	916,8	26,8
Bravida Holding AB	1,7%	5%	25 963	7%	1 784,5	16,2
					<b>Average</b>	<b>35,1</b>

Den tydliga bilden blir att Beijer Alma har en stor värderingsrabatt mot övriga sektorn av förvärvande bolag. Rabatten kan sannolikt härledas till flera faktorer. Vi noterar bland annat att Beijer Alma har relativt låg förvärvad tillväxt 2018 - 2020 och att det finns ett samband där bolag med historiskt hög förvärvstakt har en hög framåtblickande multipl, vilket potentiellt reflekterar förväntningar på fortsatta förvärv. Utöver det har Beijer Alma exponering mot sektorer med stora cykliska inslag, såsom offshore-industrin.

Den ökade förvärvstakten sedan 2020 är en attraktiv utveckling som vi bedömer inte fullt värderas i rådande kursnivåer. Vi bedömer dessutom att en fortsatt välutförd förvärvsresa kommer att stärka multiplerna för Beijer Alma ytterligare. Vid 50 % rabatt mot sektorkollegor värderas Beijer Alma till en framåtblickande EV/EBIT för 2023 om ca 17x, vilket ger ett motiverat värde om 250 - 255 kr.



## Resultaträkning

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	3 522	3 528	3 971	4 408	4 622	4 250	5 182	5 733	6 079
Kostnad sålda varor	-2 257	-2 262	-2 706	-3 032	-3 242	-2 959	-3 542	-3 898	-4 073
<b>Bruttovinst</b>	<b>1 266</b>	<b>1 266</b>	<b>1 265</b>	<b>1 376</b>	<b>1 379</b>	<b>1 291</b>	<b>1 640</b>	<b>1 835</b>	<b>2 006</b>
Försäljningskostnader	-366	-369	-376	-409	-422	-383	-454	-516	-517
Administrationskostnader	-313	-324	-348	-346	-375	-382	-437	-459	-450
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>585</b>	<b>573</b>	<b>659</b>	<b>761</b>	<b>813</b>	<b>785</b>	<b>1 094</b>	<b>1 170</b>	<b>1 310</b>
Av- och nedskrivningar	-111	-117	-131	-139	-231	-240	-287	-267	-280
<b>EBIT</b>	<b>475</b>	<b>455</b>	<b>528</b>	<b>623</b>	<b>583</b>	<b>545</b>	<b>807</b>	<b>903</b>	<b>1 030</b>
Finansiella intäkter	1	1	2	2	1	1	1	1	1
Finansiella kostnader	-11	-9	-12	-16	-26	-30	-27	-28	-28
<b>Resultat före skatt</b>	<b>467</b>	<b>447</b>	<b>517</b>	<b>609</b>	<b>557</b>	<b>515</b>	<b>723</b>	<b>833</b>	<b>1 013</b>
Skatt	-113	-119	-129	-140	-127	-118	-148	-171	-208
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>354</b>	<b>328</b>	<b>388</b>	<b>469</b>	<b>431</b>	<b>397</b>	<b>574</b>	<b>662</b>	<b>805</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>354</b>	<b>328</b>	<b>388</b>	<b>469</b>	<b>431</b>	<b>397</b>	<b>574</b>	<b>662</b>	<b>805</b>

## Balansräkning

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	532	541	578	594	763	960	960	960	960
Övriga immateriella tillgångar	245	9	29	34	35	27	27	27	27
Materiella tillgångar	509	905	892	988	1 196	1 362	2 087	2 107	2 130
Övriga materiella tillgångar	29	49	52	61	268	40	63	63	63
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 314</b>	<b>1 505</b>	<b>1 552</b>	<b>1 677</b>	<b>2 262</b>	<b>2 389</b>	<b>3 137</b>	<b>3 157</b>	<b>3 180</b>
Varulager	673	718	825	952	1 051	945	1 088	1 147	1 216
Kundfordringar	630	655	731	809	777	735	777	860	912
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	252	274	328	291	465	616	273	786	1 387
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 556</b>	<b>1 646</b>	<b>1 884</b>	<b>2 052</b>	<b>2 293</b>	<b>2 296</b>	<b>2 139</b>	<b>2 793</b>	<b>3 515</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>2 870</b>	<b>3 151</b>	<b>3 435</b>	<b>3 729</b>	<b>4 555</b>	<b>4 685</b>	<b>5 276</b>	<b>5 950</b>	<b>6 695</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	1 835	1 902	1 991	2 232	2 413	2 500	2 920	3 507	4 253
Minoritetsintressen	4	4	4	4	4	4	4	4	4
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 839</b>	<b>1 905</b>	<b>1 995</b>	<b>2 236</b>	<b>2 417</b>	<b>2 504</b>	<b>2 924</b>	<b>3 511</b>	<b>4 257</b>
Långfristiga finansiella skulder	206	243	145	190	532	614	614	614	614
Övriga långsiktiga skulder	56	66	75	81	254	304	304	304	304
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>262</b>	<b>309</b>	<b>220</b>	<b>270</b>	<b>786</b>	<b>918</b>	<b>918</b>	<b>918</b>	<b>918</b>
Leverantörsskulder	186	237	253	251	224	170	259	287	304
Övriga kortfristiga skulder	583	700	968	971	1 128	1 092	1 174	1 233	1 216
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>769</b>	<b>937</b>	<b>1 221</b>	<b>1 222</b>	<b>1 352</b>	<b>1 262</b>	<b>1 433</b>	<b>1 520</b>	<b>1 520</b>
<b>Summa skulder</b>	<b>1 031</b>	<b>1 246</b>	<b>1 440</b>	<b>1 493</b>	<b>2 138</b>	<b>2 180</b>	<b>2 352</b>	<b>2 438</b>	<b>2 438</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>2 870</b>	<b>3 151</b>	<b>3 435</b>	<b>3 729</b>	<b>4 555</b>	<b>4 685</b>	<b>5 276</b>	<b>5 950</b>	<b>6 695</b>

## Kassaflödesanalys

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat	354	328	388	469	431	397	574	662	805
Icke kassaflödespåverkande poster	102	109	132	138	239	237	287	267	280
Förändringar i rörelsekapital	-93	29	-132	-155	-81	87	-11	52	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>363</b>	<b>465</b>	<b>388</b>	<b>452</b>	<b>589</b>	<b>721</b>	<b>850</b>	<b>981</b>	<b>1 085</b>
Investeringar	-112	-291	-118	-228	-300	-125	-259	-287	-304
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>252</b>	<b>174</b>	<b>270</b>	<b>224</b>	<b>289</b>	<b>596</b>	<b>591</b>	<b>694</b>	<b>781</b>
Utdelningar	-286	-286	-286	-286	-307	-151	-181	-181	-181
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	-78	-84	-4	-356	-219	-753	0	0
Länefinansiering och övriga justeringar	95	134	-60	0	66	-52	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>61</b>	<b>-57</b>	<b>-160</b>	<b>-66</b>	<b>-309</b>	<b>175</b>	<b>-343</b>	<b>514</b>	<b>601</b>
Other non-cash adjustments	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Likvida medel</b>	<b>252</b>	<b>274</b>	<b>328</b>	<b>291</b>	<b>465</b>	<b>616</b>	<b>273</b>	<b>786</b>	<b>1 387</b>

## Finansiell ställning

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	194,1	313,1	408,7	439,6	920,3	573,0	915,8	132,0	-468,6
Soliditet	64%	60%	58%	60%	53%	53%	55%	59%	64%
Nettoskuldsättningsgrad	11%	16%	20%	20%	38%	23%	31%	4%	-11%
Nettoskuld / EBITDA	0,33	0,55	0,62	0,58	1,13	0,73	0,84	0,11	-0,36

## Nyckeltal per aktie

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	5,87	5,40	6,43	7,76	7,14	6,59	9,53	10,99	13,36
FCF per aktie	4,07	4,15	4,78	4,06	6,55	9,89	9,80	11,52	12,97
Utdelning per aktie	7,75	4,75	4,75	5,10	2,50	3,00	3,00	3,00	3,00
Antal aktier efter utspädning vid årets slut	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3

## Värderingsmultiplar

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	18,7	21,4	20,3	16,7	21,9	19,9	22	19	16
P/EK	3,6	3,7	4,0	3,5	3,9	3,2	4,4	3,8	3,2
P/FCF	26,9	28,1	27,4	32,0	23,9	13,2	22	19	16
Direktavkastning	7%	4%	4%	4%	2%	2%	1%	1%	1%
Utdelningsandel	132%	87%	74%	66%	35%	46%	31%	27%	22%
EV/Sales	1,9	2,1	2,1	1,9	2,2	2,0	2,8	2,5	2,3
EV/EBITDA	11,6	12,8	12,6	10,9	12,7	10,8	13,1	12,2	10,9
EV/EBIT	14,3	16,1	15,7	13,3	17,8	15,5	18	16	14
EV, årets slut	6808	7334	8303	8272	10351	8467			

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 grundas 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](http://www.penser.se)