



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 18 October 2021

Elanders

Ett svagare Q3'21 redan i kursen

Q3'21 präglat av halvledarbrist

Elanders EBITA i Q3'21 var 126 mkr (190) i ett kvartal som till stor del präglades av stor volatilitet i produktionsvolymerna dag för dag hos flera stora kunder, framför allt inom Automotive och Electronics, i spåren av bristen på halvledare. EBITA inom Supply Chain Solutions var 112 mkr (162), och Print & Packaging Solutions levererade 24 mkr (35). Organisk tillväxt var 3% i kvartalet.

Fina utsikter inför Q4'21

Elanders låter meddela att Q3'21 avslutades mer stabilt med avseende på halvledarsituationen, samt att Q4'21 väntas visa på mindre negativa effekter. Efterfrågan ser överlag stark ut, och Elanders utvärderar möjligheter att utöka kapaciteten, t ex inom Fashion & Lifestyle. Q4'21 visar sannolikt på mer stabilitet inom Supply Chain Solutions samt en stark avslutning på året för Print & Packaging Solutions.

Låg värdering

Vi ser goda möjligheter för en uppvärdering av Elanders. Problemen i Q3'21 till följd av halvledarbristen ser ut att ligga i kursen baserat på kursutvecklingen på rapportdagen, och utsikterna ser ljusa ut med stark efterfrågan inom samtliga segment. Motiverat värde uppgår till 185 - 190 kr per aktie (220 - 225). På rullande 12 månader ligger nu EBITA-marginalen på 5,9%. Vi räknar med 6,8% 2022e och 7,3% 2023e.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)					Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	185.00 - 190.00		
EPS, just 21e	9.02	10.83	-16.7%	Sales,m	11,050	11,254	11,852	12,483	Current price	SEK144.80	
EPS, just 22e	12.9	13.72	-6.0%	Sales Growth	(1.8)%	1.8%	5.3%	5.3%	Riskenivå	Medium	
EPS, just 23e	16.28	16.34	-0.4%	EBITDA, m	1,432	1,412	1,663	1,865	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>		
Kommande händelser				EBIT, m	547.0	548.8	740.8	896.6			
				EPS, adj	8.29	9.02	12.90	16.28			
Q4 2021	20 januari 2022		EPS Growth	91.8%	8.8%	43.0%	26.2%				
Q1 2022	21 april 2022		Equity/Share	82.2	88.2	97.1	108.8				
Q2 2022	12 juli 2022		Dividend	3.10	4.00	4.50	5.00				
Q3 2022	17 oktober 2022		EBIT Marginal	5.0%	4.9%	6.3%	7.2%				
Bolagsfakta (mkr)				ROE (%)	10.1%	10.2%	13.3%	15.0%			
				ROCE	8.6%	8.6%	10.9%	12.3%			
				EV/Sales	0.76x	0.74x	0.71x	0.67x			
				Antal aktier	35.4m		EV/EBITDA	5.8x	5.9x	5.0x	4.5x
				Market cap	5,120		EV/EBIT	15.3x	15.3x	11.3x	9.3x
				Nettoskuld	3,253		P/E, adj	17.5x	16.1x	11.2x	8.9x
				EV	8,373		P/Equity	1.8x	1.6x	1.5x	1.3x
				Free Float	37.00%		Dividend yield	2.6%	2.8%	3.2%	3.5%
				Avg. No. of Daily Traded Sh.	27.8(k)		FCF yield	38.0%	15.7%	23.5%	26.4%
				Reuters/Bloomberg	ELANb.ST/ELANB:SS		Net Debt/EBITDA	2.0g	2.1g	1.6g	1.2g

Analytiker

alexander.vilval@penser.se



Sammanfattning

Ett svagare Q3'21 redan i kursen

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. 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 marknadens 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 med avdrag för aktuell nettoskuld. Motiverat värde uppgår till 185 - 190 kr.

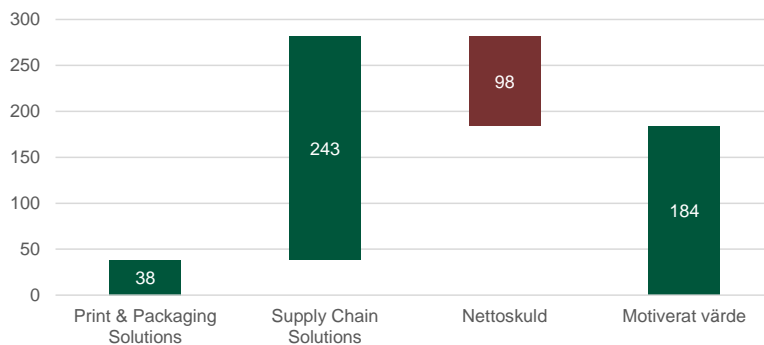
Stor uppsida värderingsmässigt

Vi justerar ned vårt motiverade värde i Elanders något till 185-190 kr (220-225), efter Q3'21-rapporten. Värdet baseras på multiplar på förväntad lönsamhet 2022e för respektive affärsområde, med avdrag för dagens nettoskuld. Justeringen drivs av något lägre prognoser samt den något högre nettoskulden. För ett utökat resonemang kring värderingen av Elanders, se initieringsanalys från december 2020.

Elanders aktiekurs har stått och stampat medan deras viktigaste peer, i våra ögon, fortsatt resan uppåt under sommaren och hösten. De senaste veckornas nedstäl, för såväl Elanders som DSV, är drivet av, och korrelerar med, det generellt svagare börssentimentet och oro för konjunkturen med komponentbrister i industrin överlag osv. Vår bild är dock, vilket även är en grundläggande anledning till vår positiva syn på aktien, är att deras diversifierade affärsmodell med exponering mot allt från bilproduktion i Europa, operationsvård i Asien till t ex e-handel av kläder talar för att de har goda förutsättningar att stå emot ett cykliskt nedstäl och sannolikt kommer att ha flera affärer som kompenserar för någon som har det lite tuffare en period. DSV rapporterar den 25 oktober.

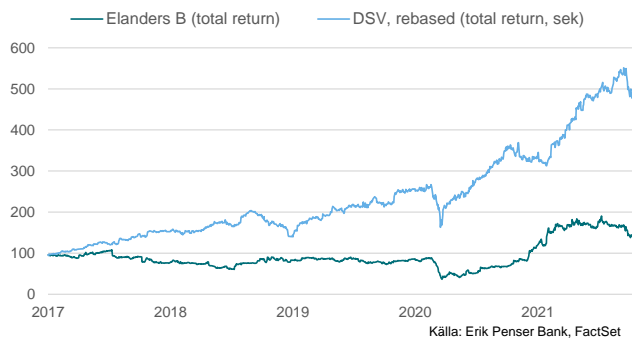
För Elanders så har kursnedgången handlat om oro kring bristen på halvledare hos deras kunder, vilket påverkar kortsiktiga produktionsmönster, vilket även syntes i rapporten för Q3'21. De uppger dock att andra halvan av september såg stabilare ut, och räknar med mindre negativa effekter i Q4'21. Vi bedömer att aktiemarknaden har tagit höjd för detta i och med den svaga öppningen på rapportdagen som sedan avslutades nära oförändrat.

Elanders - Sum-of-the-parts - kr/aktie



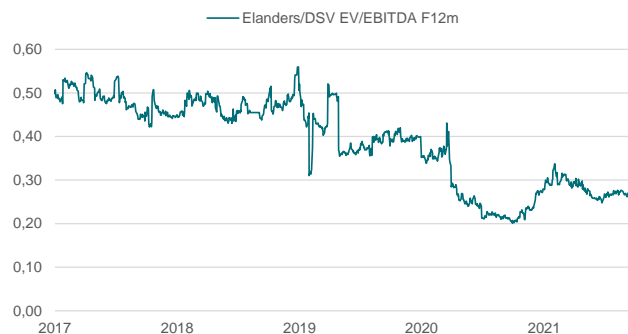
Källa: Erik Penser Bank, Elanders

Elanders vs DSV



Källa: Erik Penser Bank, FactSet

Elanders vs. DSV



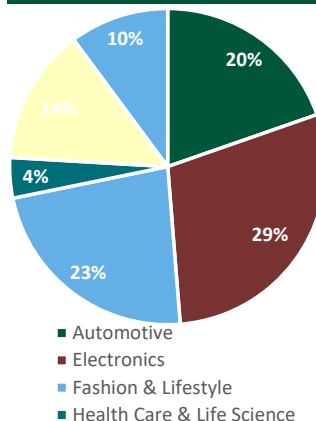
Bolagsdata

Största aktieägare	Röster	Aktier
Carl Bennet AB	65,92%	50,18%
Didner & Gerge Fonder	4,41%	6,44%
Carnegie Fonder	4,21%	6,15%
Svolder	4,17%	6,09%
Övriga	21,29%	31,14%

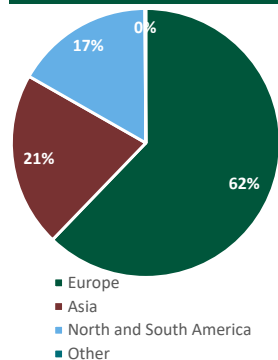
Ordförande	Carl Bennet
Verkställande direktör	Magnus Nilsson
Finansdirektör	Andreas Wikner
Investerarkontakt	Andreas Wikner
Hemsida	www.elanders.com

Källa: Bolaget, Holdings.se

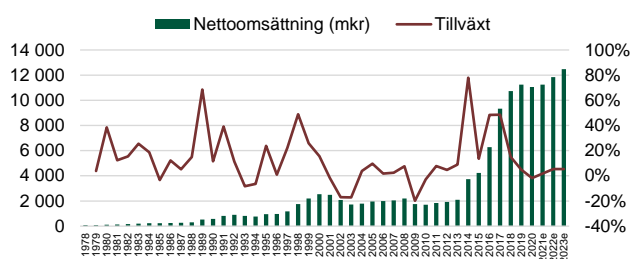
Sales/segment 12m



Sales/geografi 12m

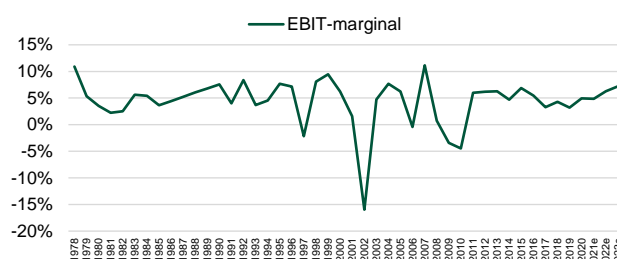


Försäljning och tillväxt



Källa: Elanders, Erik Penser Bank

Rörelsemarginal



Källa: Elanders, Erik Penser Bank

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10 741,7	11 254,1	11 050,0	11 253,9	11 851,8	12 482,7
Kostnad för sålda varor	-9 330,2	-9 779,9	-9 478,0	-9 690,5	-10 064,1	-10 531,0
Bruttoresultat	1 411,5	1 474,2	1 572,0	1 563,4	1 787,7	1 951,7
Försäljningskostnader	-355,8	-350,4	-321,4	-321,7	-331,7	-334,7
Administrationskostnader	-677,9	-794,3	-728,6	-729,3	-751,9	-758,7
Övriga rörelseintäkter	111,4	63,2	69,0	59,8	61,3	64,2
Övriga rörelsekostnader	-30,4	-34,1	-44,0	-23,4	-24,7	-26,0
Varav av/nedskrivningar	-266,0	-927,0	-885,0	-863,2	-922,4	-968,2
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	724,8	1 285,6	1 432,0	1 412,0	1 663,2	1 864,8
Rörelseresultat (EBIT)	458,8	358,6	547,0	548,8	740,8	896,6
Finansnetto	-92,5	-143,1	-132,0	-90,0	-80,0	-80,0
Resultat före skatt	366,3	215,5	415,0	458,8	660,8	816,6
Skatt	-107,7	-62,7	-122,0	-139,8	-204,8	-241,0
Periodens resultat	258,6	152,8	293,0	318,9	456,0	575,6

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Tillgångar						
Immateriella tillgångar	3 218,2	3 229,0	3 085,0	3 028,8	2 941,9	2 853,9
Materiella anläggningstillgångar	789,2	621,1	599,1	743,9	789,1	847,5
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	5 723,6	5 682,0	5 652,4
Varulager	467,6	335,3	233,0	337,6	355,6	374,5
Kundfordringar	1 761,9	1 740,4	1 344,0	1 463,0	1 540,7	1 622,8
Aktuella skattefordringar	64,9	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4
Övriga fordringar	135,5	111,2	111,2	146,3	154,1	162,3
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	812,3	1 200,7	1 680,8
Summa omsättningstillgångar	3 463,1	3 179,3	3 002,0	2 972,0	3 463,9	4 053,1
Summa tillgångar	7 737,1	9 205,4	8 639,0	8 695,6	9 145,8	9 705,5
Eget kapital och skulder						
Eget kapital	2 707,4	2 777,0	2 908,0	3 117,3	3 431,8	3 848,3
Summa eget kapital	2 707,4	2 777,0	2 908,0	3 117,3	3 431,8	3 848,3
Leasingskulder	78,9	1 258,8	1 258,8	1 282,0	1 350,1	1 422,0
Övriga räntebärande skulder	2 270,9	2 214,2	2 009,2	1 820,2	1 820,2	1 820,2
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	3 290,2	3 358,3	3 430,2
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	675,2	711,1	749,0
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	596,5	628,1	661,6
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	2 288,1	2 355,7	2 426,9
Summa eget kapital och skulder	7 737,1	9 205,4	8 639,0	8 695,6	9 145,8	9 705,5

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat efter finansiella poster	366,3	215,6	414,0	458,8	660,8	816,6
Justeringar	213,2	1 131,0	892,0	863,2	922,4	968,2
Betald skatt	-127,5	-114,2	-42,0	-139,8	-204,8	-241,0
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	452,0	1 232,4	1 264,0	1 182,1	1 378,3	1 543,8
Förändring av rörelsekapital	3,5	104,2	461,0	-245,6	-35,9	-37,9
Kassaflöde från den löpande verksamheten	455,5	1 336,6	1 725,0	936,5	1 342,4	1 505,9
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	-950,3	-784,1	-835,8
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-317,8	-1 281,5	-1 060,0	-950,3	-784,1	-835,8
Periodens kassaflöde	0,1	-84,4	549,0	-287,8	388,4	480,1
Likvida medel vid periodens början	679,4	722,3	655,1	1 100,1	812,3	1 200,7
Kursdifferens i likvida medel	42,8	17,2	-104,0			
Likvida medel vid periodens slut	722,3	655,1	1 100,1	812,3	1 200,7	1 680,8

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	5%	-2%	2%	5%	5%
EBIT-tillväxt	-22%	53%	0%	35%	21%
EPS-tillväxt	-41%	92%	9%	43%	26%
Bruttomarginal	13,1%	14,2%	13,9%	15,1%	15,6%
EBITDA-marginal	11,4%	13,0%	12,5%	14,0%	14,9%
EBIT-marginal	3,2%	5,0%	4,9%	6,3%	7,2%
Skattesats	29%	29%	30%	31%	30%

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	6%	10%	10%	13%	15%
ROCE	5%	9%	9%	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	2 977	2 657	2 248
Soliditet	30%	34%	36%	38%	40%
Nettoskuldsättningsgrad	143%	98%	95%	77%	58%
Nettoskuld / EBITDA	3,1x	2,0x	2,1x	1,6x	1,2x

Aktiedata

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	4,32	8,29	9,02	12,90	16,28
EPS, justerad	4,32	8,29	9,02	12,90	16,28
FCF per aktie	34,09	45,51	22,19	33,16	37,22
Utdelning per aktie	0,00	3,10	4,00	4,50	5,00
Eget kapital per aktie	78,5	82,2	88,2	97,1	108,8
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	16,1x	11,2x	8,9x
P/EK	1,1x	1,5x	1,6x	1,5x	1,3x
P/FCF	2,6x	2,6x	6,5x	4,4x	3,9x
Direktavkastning	0,0%	2,6%	2,8%	3,1%	3,5%
Utdelningsandel, justerad	0%	37%	44%	35%	31%
EV/Sales	0,6x	0,6x	0,7x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA	5,5x	4,9x	5,7x	4,7x	4,0x
EV/EBIT, justerat	19,6x	12,9x	14,8x	10,5x	8,2x
Aktiekurs, årets slut	87,2	119,6	144,8	144,8	144,8
EV, årets slut	7 044	7 083	8 097	7 776	7 368

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