



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 19 November 2021

## Elanders

### Utrymme för uppvärdering av Supply Chain Solutions

#### Förvärv av Bergen Logistics

Vi har justerat våra prognoser för detta förvärv som dels ökar betydelsen av Supply Chain Solutions hos Elanders som koncern, men även bidrar till en ökad exponering mot Fashion & Lifestyle, vilket minskar cykikaliteten ytterligare. Bergen Logistics bidrar även med ett viktigt brohuvud i USA vilket Elanders kan bygga vidare på vid en ytterligare expansion.

#### Fina utsikter inför Q4'21

Q4'21 visar sannolikt på mer stabilitet inom Supply Chain Solutions samt en stark avslutning på året för Print & Packaging Solutions. 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.

#### Utrymme för uppvärdering av Elanders

Elanders handlas med en tydlig rabatt mot vad som kan motiveras vid en jämförelse med supply chain/contract logistics-divisioner hos större konkurrenter med mindre fokus på just detta. Vi har gjort en genomgång av just dessa konkurrenter och finner stöd för en högre värdering som vi tror kan nås utan en specifik trigger. Motiverat värde höjs till 195 - 200 kr (185 - 190).

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)					Värde och risk		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	195.0 - 200.0	
EPS, just 21e	8.73	9.02	-3.3%	Sales, mkr	11,050	11,317	12,573	13,299	Aktiekurs	SEK169.6
EPS, just 22e	13.84	12.9	7.3%	Sales Growth	(2)%	2%	11%	6%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	17.61	16.28	8.2%	EBITDA, mkr	1,432	1,407	1,762	1,987		
				EBIT, mkr	547	540	790	962		
				EPS, justerad	8.3	8.7	13.8	17.6		
				EPS tillväxt	92%	5%	59%	27%		
				EK/aktie	82.2	87.9	97.7	110.8		
				Utdelning/aktie	3.1	4.0	4.5	5.0		
				EBIT-marginal	5.0%	4.8%	6.3%	7.2%		
				ROE	10.1%	9.9%	14.2%	15.9%		
				ROCE	8.6%	8.4%	11.5%	12.9%		
				EV/Sales	1.0x	0.9x	0.8x	0.8x		
				EV/EBITDA	7.4x	7.5x	6.0x	5.3x		
				EV/EBIT	19.4x	19.7x	13.4x	11.0x		
				P/E, justerad	20.5x	19.4x	12.3x	9.6x		
				P/EK	2.1x	1.9x	1.7x	1.5x		
				Direktavkastning	2.6%	2.4%	2.7%	2.9%		
				FCF yield	38.0%	14.4%	20.3%	23.6%		
				Nettosk./EBITDA	2.0g	3.0g	2.2g	1.7g		

Kommande händelser	
Q4 2021	20 januari 2022
Q1 2022	21 april 2022
Q2 2022	12 juli 2022
Q3 2022	17 oktober 2022

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	35m
Börsvärde	5,997
Nettoskuld	4,615
EV	10,612
Free float	37%
Daglig handelsvolym, snitt	28(k)
Reuters/Bloomberg	ELANb.ST/ELANB:SS

#### Kursutveckling 12 mån

#### Analytiker

alexander.vilval@penser.se



# Sammanfattning

## Utrymme för uppvärdering av Supply Chain Solutions

### Investment Case

Elanders, med grunden i Print & Packaging Solutions, består idag till 75% av Supply Chain Solutions. Denna siffra kommer att öka ytterligare genom förvärvet av Bergen Logistics. 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. Fokus för Elanders framöver ligger på att uppvisa stabila marginaler samt att kapitalisera på bolagets nya brohuvud, Bergen Logistics, i USA. Fortsatta förvärv i USA kan vara ett rimligt sätt att skala upp verksamheten ytterligare. 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.

### Bolagsprofil

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

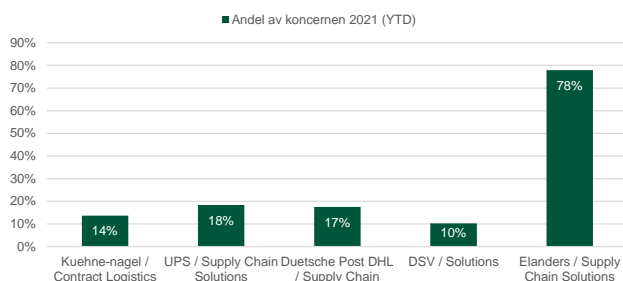
Vi värderar Elanders utifrån ett perspektiv som grundar sig på vilka multiplar som kan motiveras för respektive affärsområde. Dessa multiplar appliceras på förväntade vinster år 2022. Motiverat värde uppgår till 195 - 200 kr per aktie.

## Förvärv av Bergen Logistics - Ytterligare fokus på Fashion & Lifestyle och Supply Chain Solutions samt ett brohuvud i USA

Elanders har nyligen förvärvat 80% av det amerikanska supply chain-bolaget Bergen Shippers Corp. Bolaget är verksamt inom kontraktlogistiktjänster inom segmentet Fashion & Lifestyle under namnet Bergen Logistics. Bergen omsatte USD 82m 2020 och räknar med att omsätta USD 102m 2021, motsvarande en tillväxt om 24%. Prognostiserad EBITDA 2021 (ex-IFRS 16) är USD 15m. Elanders förvärv 80% av Bergen idag med en tvingande option om resterande 20% 2024 baserat på resultatet 2023. Förvärvet belastar kassaflödet i Q4'21 och Bergen väntas konsolideras i november 2021. Vi har justerat våra prognoser för detta förvärv som dels ökar betydelsen av Supply Chain Solutions hos Elanders som koncern, men även bidrar till en ökad exponering mot Fashion & Lifestyle, vilket minskar cykikaliteten ytterligare. Bergen Logistics bidrar även med ett viktigt brohuvud i USA vilket Elanders kan bygga vidare på vid en ytterligare expansion.

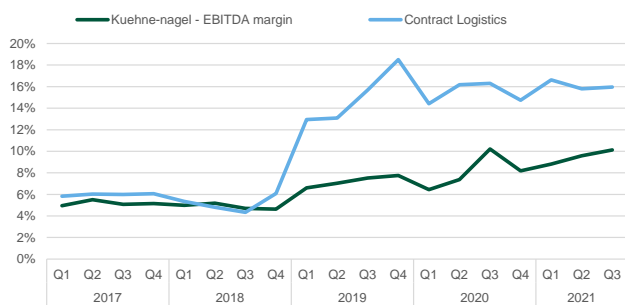
Elanders intäcker uppgår till nära fyra femtedelar av Supply Chain Solutions, en siffra som stärks ytterligare genom förvärvet av Bergen Logistics. Vi har tittat närmare på några av Elanders stora konkurrenter inom Supply Chain Solutions i syfte att ytterligare belägga uppsidan värderingsmässigt. I vår initieringsanalys, som publicerades för knappt ett år sedan, fokuserade vi framför allt på DSV och DSV Solutions. Vi breddar nu jämförelsen ytterligare genom att lyfta fram Kuehne-nagel, UPS samt Deutsche Post DHL, utöver DSV. Gemensamt för samtliga dessa är att Supply Chain-verksamhet är en mindre del av totalen, vilket försvårar jämförelsen värderingsmässigt. För att lösa denna knut använder vi vår modell för implicit värdering (se nästa sida).

### Supply Chain / Contract Logistics - Andel av försäljningen



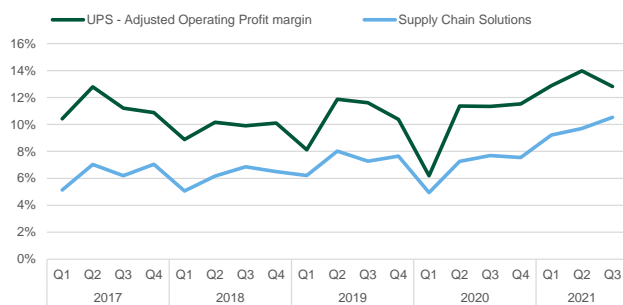
Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

### Kuehne-nagel



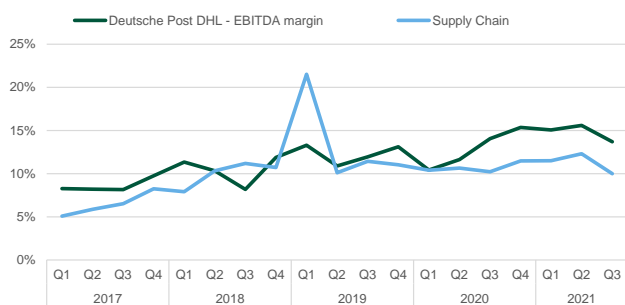
Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

### UPS



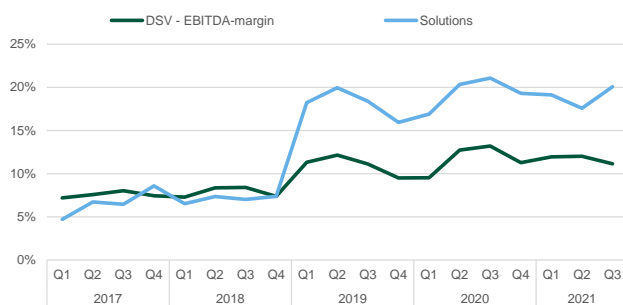
Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

### Deutsche Post - DHL



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

### DSV



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

## Uppsida i värderingen av Supply Chain Solutions

Vid analysen av de fyra stora konkurrenterna ovan, så är bilden uniform så tillvida att de förhållandevis små divisionerna inom supply chain/contract logistics sannolikt bör åsättas en värderingsrabatt relativt koncernen som helhet. Detta då marginalnivåer och/eller risken i marginalerna är lägre och/eller högre. Vi väljer det mer konservativa sambandet vid jämförelsen av kvartalsdata eller årsdata, där slutsatsen blir att marknaden sannolikt åsätter supply chain-divisionerna värderingar i spannet 44% - 65% av koncernerna som helhet. En betydande rabatt med andra ord. Här landar vi på en basmultipel avseende EV/EBITDA 2022e på 6,8x, vilken vi nu åsätter Elanders Supply Chain Solutions. Vi åsätter även fortsatt 5x EBITDA 2022e för Print & Packaging Solutions.

### Värdering av contract logistics/supply chain solutions

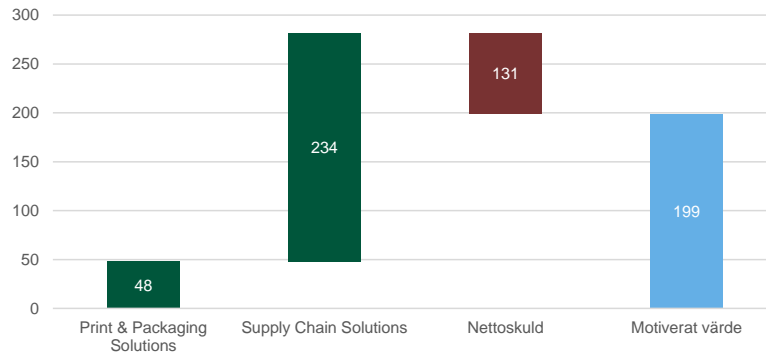
	EV/EBITDA 2022e	Genomsnittlig marginal 2017 - 2021 YTD		Standardavvikelse marginal 2017 - 2021 YTD		Riskmått Standardavvikelse/genomsnitt		Implicit värderingsandel		Implicit värdering EV/EBITDA 2022e	
		FactSet	Per år	Per kvartal	Per år	Per kvartal	Per år	Per kvartal	Per år		Per kvartal
<b>Kuehne-nagel</b> Contract Logistics	<b>12,0</b>	7,0%	6,8%	2,0%	1,9%	28%	28%	60%	60%	<b>7,1</b>	
<b>UPS</b> Supply Chain Solutions	<b>12,4</b>	11,0%	10,9%	1,3%	1,8%	12%	17%	61%	80%	<b>7,6</b>	
<b>Deutsche Post DHL</b> Supply Chain	<b>7,1</b>	11,8%	11,6%	2,4%	2,5%	20%	21%	81%	65%	<b>4,6</b>	
<b>DSV</b> Solutions	<b>17,7</b>	9,9%	9,9%	2,0%	2,1%	21%	21%	44%	47%	<b>7,9</b>	
<b>Implicit värdering av contract logistics / supply chain solutions</b>										<b>6,8</b>	

Källa: Bolagen, EPB

## Motiverat värde 195 - 200 kr per aktie

Motiverat värde uppgår till 195 - 200 kr, dominerat av Supply Chain Solutions 234 kr per aktie.

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



Källa: Erik Penser Bank, Elanders

## DCF - Sammanfattning

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	8 390		
PV of terminal value (perpetuity formula)	3 794		
<b>Enterprise value</b>	<b>12 184</b>		
Latest net debt	4 615		
Minority interests & other			
<b>Equity value</b>	<b>7 569</b>		
No. of shares outstanding (millions)	35		
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>214</b>		
Implicit multipl.			
	2021	2022	2023
EV/Sales	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.7	6.9	6.1
EV/EBIT	22.6	15.4	12.7
EV/NOPLAT	32.7	22.4	18.3
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			169.60

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0.4%
Risk premium	6.6%
Extra risk premium	3.0%
Beta	1.20
Cost of equity	11.9%
Cost of debt (pre-tax)	3.0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	10%
<b>WACC</b>	<b>11.0%</b>

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3.0%
Long term EBIT margin	7.5%
Depreciation (% of sales)	1.4%
Capex (% of sales)	1.4%
Working cap. (% of sales)	5.1%
Tax rate	31%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	10.0%	231	243	256	271	289
	10.5%	212	222	234	247	261
	11.0%	196	204	214	225	238
	11.5%	180	188	197	206	217
	12.0%	167	173	181	189	198
		Long-term EBIT margin				
		2.5%	5.0%	7.5%	10.0%	12.5%
WACC	10.0%	124	190	256	322	388
	10.5%	114	174	234	294	353
	11.0%	105	160	214	269	323
	11.5%	97	147	197	246	296
	12.0%	90	135	181	227	272

EPB

## Bolagsdata

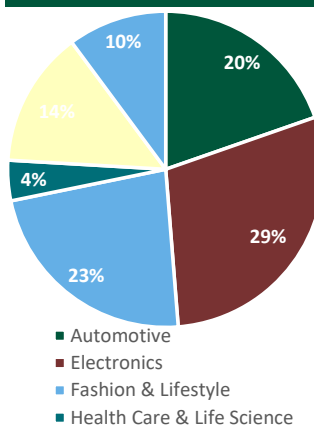
Största aktieägare	Röster	Aktier
Carl Bennet AB	65,92%	50,18%
Didner & Gerge Fonder	4,41%	6,44%
Carnegie Fonder	4,21%	6,15%
Svolder	4,17%	6,09%
Övriga	21,29%	31,14%

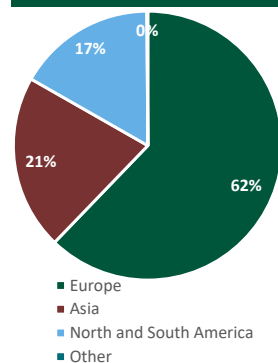
Ordförande	Carl Bennet
Verkställande direktör	Magnus Nilsson
Finansdirektör	Andreas Wikner
Investerarkontakt	Andreas Wikner
Hemsida	www.elanders.com

Källa: Bolaget, Holdings.se

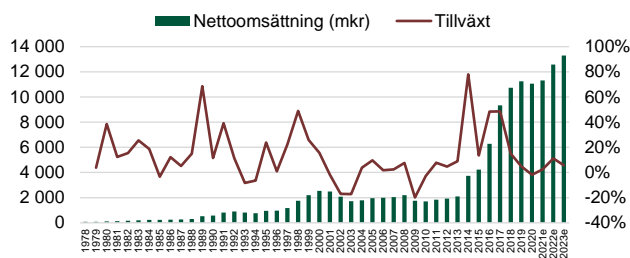
## Sales/segment 12m



## Sales/geografi 12m

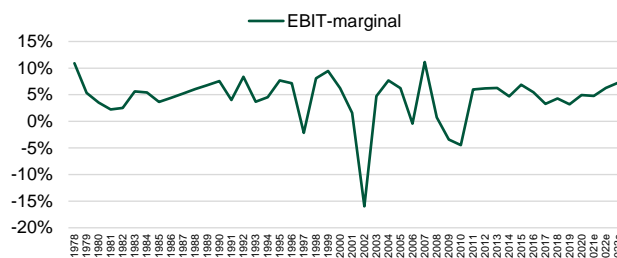


## Försäljning och tillväxt



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	11 316,8	12 572,6	13 298,5
Kostnad för sålda varor	-9 330,2	-9 779,9	-9 478,0	-9 743,4	-10 671,5	-11 214,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1 411,5</b>	<b>1 474,2</b>	<b>1 572,0</b>	<b>1 573,4</b>	<b>1 901,1</b>	<b>2 083,6</b>
Försäljningskostnader	-355,8	-350,4	-321,4	-323,5	-351,7	-355,3
Administrationskostnader	-677,9	-794,3	-728,6	-733,3	-797,3	-805,4
Övriga rörelseintäkter	111,4	63,2	69,0	60,1	65,0	68,4
Övriga rörelsekostnader	-30,4	-34,1	-44,0	-37,0	-27,3	-29,0
Varav av/nedskrivningar	-266,0	-927,0	-885,0	-867,6	-972,7	-1 024,7
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>724,8</b>	<b>1 285,6</b>	<b>1 432,0</b>	<b>1 407,4</b>	<b>1 762,4</b>	<b>1 987,1</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>458,8</b>	<b>358,6</b>	<b>547,0</b>	<b>539,8</b>	<b>789,8</b>	<b>962,4</b>
Finansnetto	-92,5	-143,1	-132,0	-90,0	-80,0	-80,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>366,3</b>	<b>215,5</b>	<b>415,0</b>	<b>449,8</b>	<b>709,8</b>	<b>882,4</b>
Skatt	-107,7	-62,7	-122,0	-141,2	-220,4	-259,8
<b>Periodens resultat</b>	<b>258,6</b>	<b>152,8</b>	<b>293,0</b>	<b>308,5</b>	<b>489,4</b>	<b>622,5</b>

EPB

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Tillgångar</b>						
Immateriella tillgångar	3 218,2	3 229,0	3 085,0	3 029,1	2 947,0	2 865,5
Materiella anläggningstillgångar	789,2	621,1	599,1	1 989,0	2 022,4	2 066,6
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
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>4 274,0</b>	<b>6 026,1</b>	<b>5 637,0</b>	<b>6 968,9</b>	<b>6 920,2</b>	<b>6 883,0</b>
Varulager	467,6	335,3	233,0	339,5	377,2	399,0
Kundfordringar	1 761,9	1 740,4	1 344,0	1 471,2	1 634,4	1 728,8
Aktuella skattefordringar	64,9	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4
Övriga fordringar	135,5	111,2	111,2	147,1	163,4	172,9
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	-440,0	24,3	564,1
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3 463,1</b>	<b>3 179,3</b>	<b>3 002,0</b>	<b>1 730,6</b>	<b>2 412,2</b>	<b>3 077,6</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>7 737,1</b>	<b>9 205,4</b>	<b>8 639,0</b>	<b>8 699,5</b>	<b>9 332,4</b>	<b>9 960,6</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>						
Eget kapital	2 707,4	2 777,0	2 908,0	3 106,9	3 454,9	3 918,3
<b>Summa eget kapital</b>	<b>2 707,4</b>	<b>2 777,0</b>	<b>2 908,0</b>	<b>3 106,9</b>	<b>3 454,9</b>	<b>3 918,3</b>
Leasingskulder	78,9	1 258,8	1 258,8	1 289,2	1 432,3	1 515,0
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
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>2 641,4</b>	<b>3 793,4</b>	<b>3 456,0</b>	<b>3 297,4</b>	<b>3 440,5</b>	<b>3 523,2</b>
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	679,0	754,4	797,9
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	599,8	666,3	704,8
Övriga avsättningar	75,2	157,0	157,0	157,0	157,0	157,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2 388,3</b>	<b>2 635,0</b>	<b>2 275,0</b>	<b>2 295,2</b>	<b>2 437,1</b>	<b>2 519,1</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>7 737,1</b>	<b>9 205,4</b>	<b>8 639,0</b>	<b>8 699,5</b>	<b>9 332,4</b>	<b>9 960,6</b>

EPB

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat efter finansiella poster	366,3	215,6	414,0	449,8	709,8	882,4
Justeringar	213,2	1 131,0	892,0	867,6	972,7	1 024,7
Betald skatt	-127,5	-114,2	-42,0	-141,2	-220,4	-259,8
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>452,0</b>	<b>1 232,4</b>	<b>1 264,0</b>	<b>1 176,2</b>	<b>1 462,0</b>	<b>1 647,3</b>
Förändring av rörelsekapital	3,5	104,2	461,0	-249,4	-75,3	-43,6
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>455,5</b>	<b>1 336,6</b>	<b>1 725,0</b>	<b>926,8</b>	<b>1 386,7</b>	<b>1 603,7</b>
Förvärv av immateriella och materiella anläggningstillgångar	-177,1	-142,8	-116,0	-61,0	-170,0	-190,0
Försäljningar av materiella anläggningstillgångar	16,0	9,9				
Förvärv och avyttring av verksamheter	24,0	-5,0		-1 461,0		
Förändring i långsiktiga fordringar	-0,5	-1,6		2,0		
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-137,6</b>	<b>-139,5</b>	<b>-116,0</b>	<b>-1 520,0</b>	<b>-170,0</b>	<b>-190,0</b>
Kassaflöde finansieringsverksamheten	-317,8	-1 281,5	-1 060,0	-946,9	-752,3	-873,9
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>-317,8</b>	<b>-1 281,5</b>	<b>-1 060,0</b>	<b>-946,9</b>	<b>-752,3</b>	<b>-873,9</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>0,1</b>	<b>-84,4</b>	<b>549,0</b>	<b>-1 540,1</b>	<b>464,3</b>	<b>539,8</b>
Likvida medel vid periodens början	679,4	722,3	655,1	1 100,1	-440,0	24,3
Kursdifferens i likvida medel	42,8	17,2	-104,0			
Likvida medel vid periodens slut	722,3	655,1	1 100,1	-440,0	24,3	564,1

EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	5%	-2%	2%	11%	6%
EBIT-tillväxt	-22%	53%	-1%	46%	22%
EPS-tillväxt	-41%	92%	5%	59%	27%
Bruttomarginal	13,1%	14,2%	13,9%	15,1%	15,7%
EBITDA-marginal	11,4%	13,0%	12,4%	14,0%	14,9%
EBIT-marginal	3,2%	5,0%	4,8%	6,3%	7,2%
Skattesats	29%	29%	31%	31%	29%

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	6%	10%	10%	14%	16%
ROCE	5%	9%	8%	11%	13%
Investeringar	140	116	1 520	170	190
Investeringar / omsättning	1%	1%	13%	1%	1%
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	1,4x	1,4x

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	3 961	2 854	4 236	3 915	3 458
Soliditet	30%	34%	36%	37%	39%
Nettoskuldsättningsgrad	143%	98%	136%	113%	88%
Nettoskuld / EBITDA	3,1x	2,0x	3,0x	2,2x	1,7x

## Aktiedata

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	4,32	8,29	8,73	13,84	17,61
EPS, justerad	4,32	8,29	8,73	13,84	17,61
FCF per aktie	34,09	45,51	24,43	34,41	39,98
Utdelning per aktie	0,00	3,10	4,00	4,50	5,00
Eget kapital per aktie	78,5	82,2	87,9	97,7	110,8
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	19,5x	12,3x	9,7x
P/EK	1,1x	1,5x	1,9x	1,7x	1,5x
P/FCF	2,6x	2,6x	7,0x	4,9x	4,3x
Direktavkastning	0,0%	2,6%	2,4%	2,6%	2,9%
Utdelningsandel, justerad	0%	37%	46%	33%	28%
EV/Sales	0,6x	0,6x	0,9x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA	5,5x	4,9x	7,3x	5,6x	4,8x
EV/EBIT, justerat	19,6x	12,9x	19,0x	12,6x	9,8x
Aktiekurs, årets slut	87,2	119,6	170,0	170,0	170,0
EV, årets slut	7 044	7 083	10 247	9 926	9 469

EPB



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