



Rottneros

Låga multiplar men hög cyklisk risk

Q4'21

Rottneros rapporterade EBIT om 58 mkr i Q4'21, upp betydligt y/y jämfört med -95 mkr i Q4'20, men lägre än de 101 mkr som rapporterades i Q3'21. Försäljningen i kr/ton steg fortsatt något q/q, men volymen påverkades av de höga spotpriserna på el vilket innebar att Rottneros Bruk fick stå, motsvarande ett produktionsbortfall om ca 7 000 ton. Ved, kemikalier och olja påverkade negativt, medan elprissäkringar gav stöd.

Utsikter om fortsatt stark massamarknad

Rottneros ser en fortsatt stark massamarknad, vilken till stor del blivit mer lokal i spåren av globala transportsvårigheter, med en stram marknad i Europa som följd. De höga massapriserna har gett ett mindre genomslag än vi räknat med, och i kombination med elpriser som påverkar produktionen samt högre kostnader sänker vi prognoserna för 2022. Våra längre prognoser är dock nära oförändrade.

Rimlig värdering

Motiverat värde uppgår till 11-12 kr per aktie (13-14). Det som talar för aktien är den starka balansräkningen, vilket utdelningen om 0,60 kr (0,40+0,20) vittnar om, samt indikationerna på att massapriserna sannolikt består på en hög nivå även framöver. Värderingen är enligt oss på en rimlig nivå i det perspektivet, och vinstmultiplarna är låga, samtidigt som detta ska vara förväntat givet den höga cykliska risken i aktien.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	11.0 - 12.0	
EPS, justerad 22e	1.94	3.64	-46.6%	Omsättning, mkr	2,303	2,178	2,227	2,295	Aktiekurs	SEK10.9
EPS, justerad 23e	2.03	2.03	0.0%	Tillväxt	10%	(5)%	2%	3%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	2.11	2.11	0.0%	EBITDA, mkr	385	490	511	530		
				EBIT, mkr	267	375	392	407		
				EPS, justerad	1.3	1.9	2.0	2.1		
				EPS tillväxt	nm	50%	5%	4%		
				EK/aktie	10.0	11.4	12.8	14.5		
				Utdelning/aktie	1.1	0.6	0.4	0.4		
				EBIT-marginal	11.6%	17.2%	17.6%	17.7%		
				ROE	13.0%	17.1%	15.9%	14.6%		
				ROCE	14.2%	18.0%	17.0%	15.9%		
				EV/Sales	0.7x	0.8x	0.7x	0.7x		
				EV/EBITDA	4.3x	3.4x	3.2x	3.1x		
				EV/EBIT	6.2x	4.4x	4.2x	4.0x		
				P/E, justerad	8.4x	5.6x	5.4x	5.2x		
				P/EK	1.1x	1.0x	0.9x	0.8x		
				Direktavkastning	10.1%	5.5%	3.7%	3.7%		
				FCF yield	10.3%	19.2%	17.9%	18.6%		
				Nettosk./EBITDA	(0.0)g	(0.5)g	(0.9)g	(1.3)g		

Kommande händelser	
Q1 2022	28 april
Q2 2022	22 juli
Q3 2022	27 oktober

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	153m
Börsvärde	1,663
Nettoskuld	(16)
EV	1,647
Free float	48%
Daglig handelsvolym, snitt	192(k)
Reuters/Bloomberg	RROS.ST/RROS.SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker	
alexander.vilval@penser.se	



Sammanfattning

Låga multiplar men hög cyklisk risk

Investment Case

Rottneros är inne i en period av stark lönsamhet, drivet av höga massapriser. Balansräkningen är stark, vilket möjliggör såväl ordinarie som extra utdelningar, vilket annonserades nu senast i bokslutskommunikén för 2021. Priserna toppade under hösten och såg ut att börja röra sig nedåt, men den strama marknadssituation som uppkommit i Europa i spåren av globala störningar på transportmarknaden innebär att priserna ser ut att bestå på en hög nivå även under 2022. De höga elpriserna är ett riskmoment, vilket till viss del påverkar produktionsnivåerna i Rottneros Bruk, men bolagets omfattande säkringsportfölj innebär att den ekonomiska risken begränsas. Säkringsportföljen ger bolaget även andrum att utvärdera strategiska möjligheter avseende kraftförsörjningen under kommande år.

Bolagsprofil

Rottneros är en svensk producent av marknads massa, vilken tillverkas vid de två bruken Rottneros i Värmland och Vallvik i Hälsingland. Rottneros Bruk producerar mekaniska massor, slipmassa och CTMP, medan Vallviks Bruk producerar kemiska sulfatmassor. Rottneros är börsnoterat sedan 1987 och handlas på Nasdaq Stockholm med kortnamn RROS.

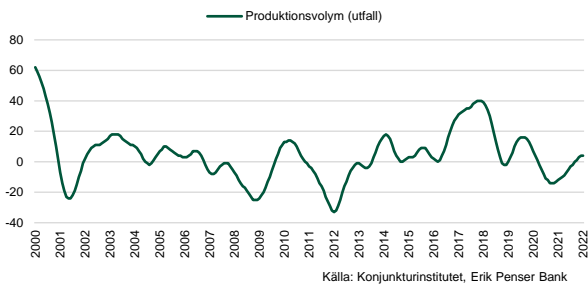
Värdering

Värderingen grundar sig på en kassaflödesvärdering (DCF), med bas i den starka lönsamheten bolaget visar på kort/medellång sikt, samt historiska marginalnivåer på lång sikt, samt även på riskvägda multiplar där vi jämför Rottneros med deras större sektorkollegor i den nordiska skogs- och pappersindustrin. Motiverat värde uppgår till 11-12 kr per aktie (13-14)

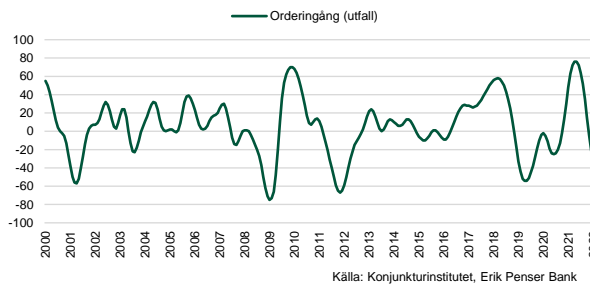
Höstens försvagning syns i indikatorerna, men lagren är låga vilket ger stöd

Produktionsvolymen ligger kring genomsnittet historiskt, men detta är en bransch där lönsamheten framför allt regleras genom prisförändringar på kort sikt. Enligt konjunkturbarometern så har ordergången kommit ned, även om färdigvarulagren är på fortsatt låga nivåer. Förväntningarna avseende priser är nedåt, även om Rottneros indikerar mer optimism än detta. Vi räknar med att låga lagernivåer kommer att innebära förhållandevis stabila priser framöver.

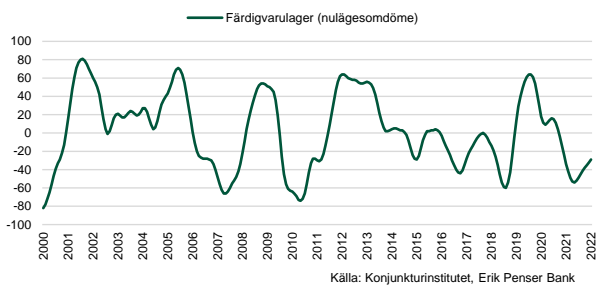
Produktionsvolym



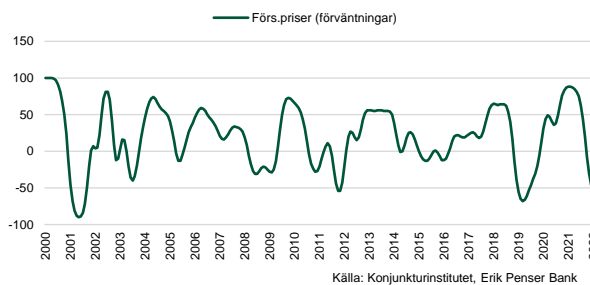
Ordergång



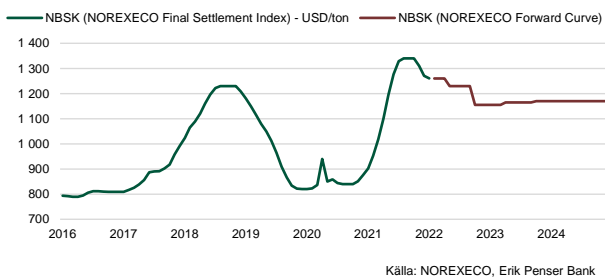
Färdigvarulager



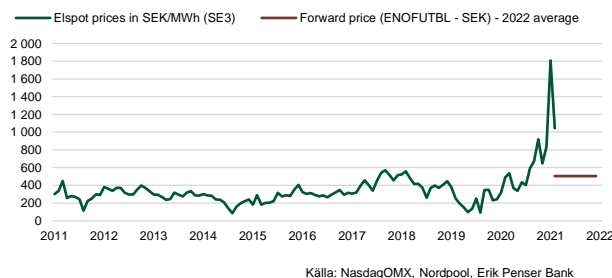
Förväntade försäljningspriser



NBSK - Terminskurva



Nordpool

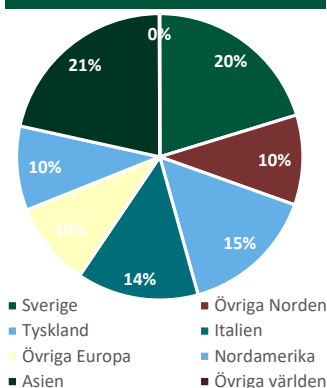


Bolagsdata

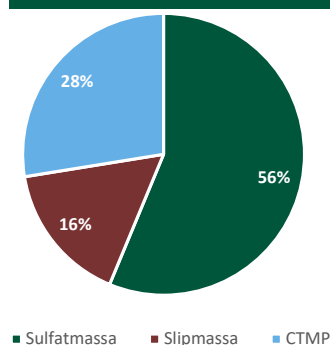
Största aktieägare	Röster	Aktier
Arctic Paper SA	51,0%	51,0%
Proad AB	7,5%	7,5%
Avanza Pension	2,0%	2,0%
Dimensional Fund Advisors	1,8%	1,8%
Övriga	37,6%	37,6%
Ordförande	Per Lundeen	
Verkställande direktör	Lennart Eberleh	
Finansdirektör	Pia Ohlson	
Investerarkontakt	Lennart Eberleh	
Hemsida	www.rottneros.se	

Källa: Bolaget, holdings.se

Försäljning/geografi 12m



Produktionsmix 12m



Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	2 376,0	2 093,0	2 303,0	2 178,2	2 226,8	2 294,5
Förändring färdigvarulager	-8,0	-31,0	-29,0	2,5	2,6	2,5
Övriga rörelseintäkter	28,0	14,0	29,0	27,0	27,1	27,2
Rörelsens intäkter totalt	2 396,0	2 076,0	2 303,0	2 207,7	2 256,5	2 324,2
Råvaror och förnödenheter	-1 223,0	-1 200,0	-1 125,0	-965,2	-974,9	-999,8
Övriga externa kostnader	-528,0	-513,0	-509,0	-476,1	-484,8	-499,8
Personalkostnader	-271,0	-267,0	-284,0	-276,3	-285,7	-294,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	-19,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	374,0	77,0	385,0	490,0	511,0	529,8
Av- och nedskrivningar	-106,0	-119,0	-118,0	-115,2	-119,2	-122,9
Rörelseresultat (EBIT)	268,0	-42,0	267,0	374,8	391,8	406,9
Finansiella poster	-21,0	-19,0	-21,0	-1,6	-1,6	-1,6
Resultat före skatt	247,0	-61,0	246,0	373,2	390,3	405,3
Skatt	-53,0	11,0	-48,0	-76,9	-80,4	-83,5
Periodens resultat	194,0	-50,0	198,0	296,3	309,9	321,8

EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tillgångar						
Immateriella tillgångar	13,0	30,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Materiella anläggningstillgångar	1 198,0	1 203,0	1 213,0	1 217,8	1 218,6	1 215,7
Derivatinstrument	20,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga finansiella anläggningstillgångar	49,0	50,0	101,0	101,0	101,0	101,0
Summa anläggningstillgångar	1 280,0	1 285,0	1 339,0	1 343,8	1 344,6	1 341,7
Varulager	375,0	355,0	327,0	309,3	316,2	325,8
Kundfordringar	267,0	219,0	487,0	459,6	469,8	484,1
Derivatinstrument	36,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Övriga kortfristiga fordringar	39,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0
Likvida medel	376,0	330,0	161,0	388,2	595,1	844,0
Summa omsättningstillgångar	1 093,0	972,0	1 043,0	1 225,1	1 449,1	1 722,0
Summa tillgångar	2 373,0	2 257,0	2 382,0	2 568,9	2 793,7	3 063,6
Eget kapital och skulder						
Aktiekapital	153,0	153,0	153,0	153,0	153,0	153,0
Övrigt tillskjutet kapital	730,0	730,0	730,0	730,0	730,0	730,0
Återköpta egna aktier	-69,0	-69,0	-69,0	-69,0	-69,0	-69,0
Andra reserver	38,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Balanserad vinst inkl. årets resultat	528,0	478,0	704,0	908,8	1 127,1	1 387,9
Summa eget kapital	1 380,0	1 301,0	1 527,0	1 731,8	1 950,1	2 210,9
Räntebärande skulder	411,0	411,0	145,0	145,0	145,0	145,0
Uppskjuten skatteskuld	135,0	105,0	153,0	153,0	153,0	153,0
Övriga icke räntebärande skulder	41,0	45,0	54,0	54,0	54,0	54,0
Summa långfristiga skulder	587,0	561,0	352,0	352,0	352,0	352,0
Leverantörsskulder	202,0	204,0	312,0	294,1	300,6	309,8
Derivatinstrument	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga icke räntebärande skulder	204,0	191,0	191,0	191,0	191,0	191,0
Summa kortfristiga skulder	406,0	395,0	503,0	485,1	491,6	500,8
Summa eget kapital och skulder	2 373,0	2 257,0	2 382,0	2 568,9	2 793,7	3 063,6

EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	268,0	-42,0	267,0	374,8	391,8	406,9
Justeringar	109,0	119,0	118,0	115,2	119,2	122,9
Finansiella poster	-21,0	-19,0	-21,0	-1,6	-1,6	-1,6
Betald skatt	0,0	2,0	-42,0	-76,9	-80,4	-83,5
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	356,0	60,0	322,0	411,6	429,0	444,7
Förändring av rörelsekapital	106,0	25,0	-34,0	27,2	-10,6	-14,8
Kassaflöde från den löpande verksamheten	462,0	85,0	288,0	438,7	418,4	430,0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2,0	-1,0				
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-107,0	-115,0	-125,0	-120,0	-120,0	-120,0
Sålda materiella anläggningstillgångar	0,0	3,0	2,0			
Förvärvat dotterbolag	0,0	-15,0				
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-109,0	-128,0	-123,0	-120,0	-120,0	-120,0
Emission av obligationslån	0,0	0,0				
Upptagna långfristiga banklån	0,0	0,0	150,0			
Amortering av långfristiga banklån	0,0	-3,0	-416,0			
Förändring av checkkrediter	0,0	0,0				
Utbetald utdelning	-214,0	0,0	-68,0	-91,5	-91,5	-61,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-214,0	-3,0	-334,0	-91,5	-91,5	-61,0
Årets nettokassaflöde	139,0	-46,0	-169,0	227,2	206,9	248,9
Likvida medel vid periodens början	238,0	376,0	330,0	161,0	388,2	595,1
Kursdifferens i likvida medel	-1,0					
Likvida medel vid periodens slut	376,0	330,0	161,0	388,2	595,1	844,0

EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	5%	-12%	10%	-5%	2%	3%
EBIT-tillväxt	-9%	-116%	-736%	40%	5%	4%
EPS-tillväxt	-12%	-126%	-496%	50%	5%	4%
Bruttomarginal	48,5%	42,7%	51,2%	55,7%	56,2%	56,4%
EBITDA-marginal	15,7%	3,7%	16,7%	22,5%	22,9%	23,1%
EBIT-marginal	11,3%	-2,0%	11,6%	17,2%	17,6%	17,7%
Skattesats	21%	18%	20%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	14%	-4%	13%	17%	16%	15%
ROCE	14%	-2%	14%	18%	17%	16%
Investeringar	109	128	123	120	120	120
Investeringar / omsättning	5%	6%	5%	6%	5%	5%
Varulager / omsättning	16%	17%	14%	14%	14%	14%
Kundfordringar / omsättning	11%	10%	21%	21%	21%	21%
Leverantörsskulder / omsättning	9%	10%	14%	14%	14%	14%
Rörelsekapital / omsättning	13%	12%	16%	16%	16%	16%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	0,9x	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	35	81	-16	-243	-450	-699
Soliditet	58%	58%	64%	67%	70%	72%
Nettoskuldsättningsgrad	3%	6%	-1%	-14%	-23%	-32%
Nettoskuld / EBITDA	0,1x	1,1x	0,0x	-0,5x	-0,9x	-1,3x

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	1,27	-0,33	1,30	1,94	2,03	2,11
EPS, justerad	1,27	-0,33	1,30	1,94	2,03	2,11
FCF per aktie	2,31	-0,10	1,07	2,09	1,96	2,03
Utdelning per aktie	0,00	0,00	1,05	0,60	0,40	0,40
Eget kapital per aktie	9,0	8,5	10,0	11,4	12,8	14,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	152,6	152,6	152,6	152,6	152,6	152,6

Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	9,0x	neg	8,0x	5,6x	5,4x	5,2x
P/EK	1,3x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x	0,8x
P/FCF	4,9x	neg	9,8x	5,2x	5,6x	5,4x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	10,1%	5,5%	3,7%	3,7%
Utdelningsandel, justerat	0%	0%	81%	31%	20%	19%
EV/Sales	0,7x	0,6x	0,7x	0,7x	0,5x	0,4x
EV/EBITDA	4,7x	17,2x	4,1x	2,9x	2,4x	1,8x
EV/EBIT, justerat	6,6x	neg	5,9x	3,8x	3,1x	2,4x
Aktiekurs, årets slut	11,4	8,2	10,4	10,9	10,9	10,9
EV, årets slut	1 774	1 324	1 574	1 420	1 213	964

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