



Rottneros

Investering i formpressade fibertråg

Rottneros annonserar joint venture med Arctic Paper i Polen

Rottneros och Arctic Paper har beslutat att investera EUR 15m i en fabrik för formpressade fibertråg i Arctic Papers pappersbruk i Kostrzyn, Polen. Uppstart planeras till slutet av 2023 och tillverkningskapaciteten beräknas uppgå till ca 80 miljoner förpackningar. Vi värderar den beslutade investeringen till ca 0,20 kr per aktie i Rottneros, vilket vi även nu justerar motiverat värde med.

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

Vi höjer motiverat värde till 11,20-12,20 kr per aktie (11,00-12,00), men lämnar prognoserna oförändrade fram till och med 2024. Det som talar för aktien är den starka balansräkningen, samt indikationerna på att massapriserna sannolikt består på en hög nivå även framöver. Värderingen är på en rimlig nivå i det perspektivet, och vinstmultiplarna är låga, samtidigt som detta bör förväntas givet den höga cykliska risken i aktien.

| Estimatändring (kr) | | | | Prognos (kr) | | | | | Värde och risk | | |
|----------------------------|------|------------|------|-----------------|------------------|--------|--------|--------|------------------------------|----------------------------|--|
| Nu | | Förr | | | 21 | 22e | 23e | 24e | Motiverat värde | 11.2 - 12.2 | |
| EPS, justerad 22e | 1.94 | 1.94 | 0.0% | 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 | | | |
| Kommande händelser | | | | EPS, justerad | 1.3 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | Kursutveckling 12 mån | | |
| Q1 2022 | | 28 april | | EPS tillväxt | nm | 50% | 5% | 4% | | | |
| Q2 2022 | | 22 juli | | EK/aktie | 10.0 | 11.4 | 12.8 | 14.5 | | | |
| Q3 2022 | | 27 oktober | | 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% | | | |
| Bolagsfakta (mkr) | | | | ROCE | 14.2% | 18.0% | 17.0% | 15.9% | | | |
| Antal aktier | | | | 153m | EV/Sales | 0.7x | 0.8x | 0.7x | 0.7x | | |
| Börsvärde | | | | 1,663 | EV/EBITDA | 4.3x | 3.4x | 3.2x | 3.1x | | |
| Nettoskuld | | | | (16) | EV/EBIT | 6.2x | 4.4x | 4.2x | 4.0x | | |
| EV | | | | 1,647 | P/E, justerad | 8.4x | 5.6x | 5.4x | 5.2x | | |
| Free float | | | | 48% | P/EK | 1.1x | 1.0x | 0.9x | 0.8x | Analytiker | |
| Daglig handelsvolym, snitt | | | | 192(k) | Direktavkastning | 10.1% | 5.5% | 3.7% | 3.7% | alexander.vilval@penser.se | |
| Reuters/Bloomberg | | | | RROS.ST/RROS:SS | FCF yield | 10.3% | 19.2% | 17.9% | 18.6% | | |
| | | | | | Nettosk./EBITDA | (0.0)g | (0.5)g | (0.9)g | (1.3)g | | |



Sammanfattning

Investering i formpressade fibertråg

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 11,20 - 12,20 kr per aktie (11,00-12,00).

Värdering av joint venture med Arctic Paper i Kostrzyn, Polen

Vi utgår i värderingen av den nu annonserade investeringsplanen från Rottneros antagande kring försäljning om EUR 9-11m, samt en EBIT-marginal över 20% och uppstart mot slutet av 2023. Med antagande om att försäljningen når EUR 10m 2025, med en marginal på 20%, avskrivningar på i genomsnitt 10-15 år, en EV/EBITDA-multipel på 8x och ett avkastningskrav på 10% så landar vi på ett NPV på ca 33 mkr, motsvarande ca 0,2 kr per aktie i Rottneros, vilket vi nu även justerar motiverat värde med.

NPV

Kostrzyn 50/50 JV med Arctic Paper (EURm)

| | |
|------------------|-----|
| Investering | 15 |
| Försäljning 2025 | 10 |
| EBIT-marginal | 20% |

Antaganden - Rottneros (50%) (SEKm)

| | |
|------------------|------|
| Försäljning 2025 | 53,1 |
| EBITDA 2025 | 17,0 |
| EBIT 2025 | 10,6 |
| EBIT-marginal | 20% |

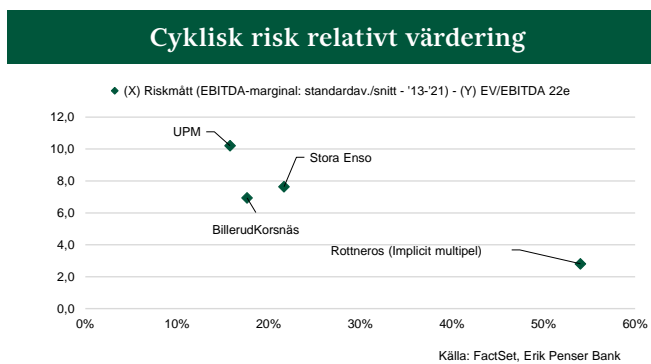
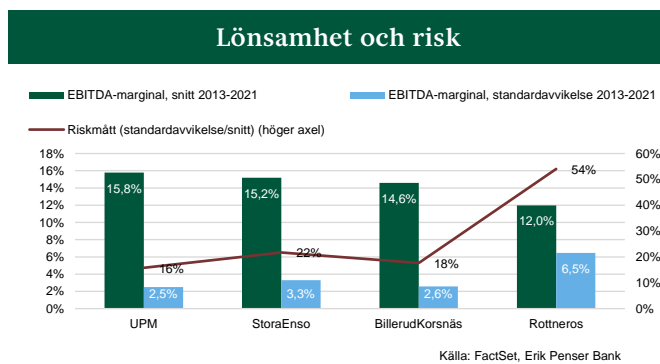
Värdering

| | |
|--------------------|------|
| EV/EBITDA (x) | 8,0 |
| WACC | 10% |
| Kapitalbehov (mkr) | 79,6 |
| NPV | 32,7 |
| NPV (kr per aktie) | 0,21 |

Källa: Bolaget, Erik Penser Bank

Hög risk i Rottneros lönsamhet relativt de stora skogsbolagen historiskt sett

Vi jämför Rottneros med de stora nordiska skogsbolagen genom att sätta den historiska lönsamheten i relation till cyklikaliteten i marginalerna. Vi har i detta perspektiv valt att jämföra Rottneros med UPM, StoraEnso och BillerudKorsnäs. Tidsperioden är 2013–2021 då dessa bolags strukturer i stort sett har varit stabila. Ser vi till genomsnittliga marginalnivåer under perioden så kan vi konstatera att UPM ligger i topp, med BillerudKorsnäs och StoraEnso hack i häl. Även vad gäller risken i marginalerna under perioden kommer UPM ut som etta. Sätter vi dessa mått i relation till varandra kommer vi fram till ett riskmått att sedan sätta i relation till en vinstmultipl. UPM landar på 16% (standardavvikelse i marginal / genomsnittlig marginalnivå), StoraEnso på 22% och BillerudKorsnäs på 18%. Sätter vi dessa siffror i relation till varandra indikerar de t ex att UPM bör handlas till en premie på ca 37% relativt StoraEnso avseende EV/EBITDA, vilket är helt i nivå med den premie vi ser idag om 34%, baserat på konsensus prognoser. Rottneros mindre storlek och tydliga fokus på marknaden för avsalumassa innebär att marginalerna historiskt har varit lägre, och även risken högre. Med samma metodik landar vi på ett riskmått om 54% för Rottneros, med andra ord en betydligt högre nivå än för de stora nordiska pappersbolagen. Detta skulle i sin tur innebära en motiverad multipl om ca 3x EBITDA för 2022e.



DCF och värderingssammanfattning

Vår DCF-värdering landar på ett värde om ca 12 kr per aktie i Rottneros. Denna modell är givetvis mycket känslig för långsiktiga marginalantaganden och avkastningskrav, men vi bedömer att vi har varit förhållandevis konservativa med våra antaganden. Med en långsiktig EBIT-marginal om 1,5% ligger vi nära det historiska genomsnittet, och risk/reward i det avseendet är sannolikt på uppsidan givet det stora strategiska fokus vi ser på träbaserade produkter totalt sett idag. Samtidigt är kraftförsörjningen och elpriser en risk. Vi åsätter Rottneros ett motiverat värde med utgångspunkt i detta på 11-12 per aktie (13-14), då den cykliska risken sannolikt begränsar uppsidan i dagsläget.

DCF - Summering

| Valuation output | | WACC assumptions | | Sensitivity analysis | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|--------------|-----------------------------------|-------|--|------|------|------|-----------------------|--|--|--|--|--|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|--|--|-----------------------|--|--|--|--|--|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| Sum of PV of FCF (explicit period) | 1 667 | Risk free nominal rate | 0.4% | <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>2.0%</th> <th>2.5%</th> <th>3.0%</th> <th>3.5%</th> <th>4.0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>8.0%</td> <td>13.4</td> <td>13.6</td> <td>13.9</td> <td>14.2</td> <td>14.5</td> </tr> <tr> <td>9.0%</td> <td>12.5</td> <td>12.7</td> <td>12.9</td> <td>13.1</td> <td>13.3</td> </tr> <tr> <td>10.0%</td> <td>11.8</td> <td>11.9</td> <td>12.1</td> <td>12.2</td> <td>12.4</td> </tr> <tr> <td>11.0%</td> <td>11.2</td> <td>11.3</td> <td>11.4</td> <td>11.5</td> <td>11.6</td> </tr> <tr> <td>12.0%</td> <td>10.7</td> <td>10.8</td> <td>10.8</td> <td>10.9</td> <td>11.0</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>0.5%</th> <th>1.0%</th> <th>1.5%</th> <th>2.0%</th> <th>2.5%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>8.0%</td> <td>12.3</td> <td>13.1</td> <td>13.9</td> <td>14.6</td> <td>15.4</td> </tr> <tr> <td>9.0%</td> <td>11.6</td> <td>12.3</td> <td>12.9</td> <td>13.5</td> <td>14.1</td> </tr> <tr> <td>10.0%</td> <td>11.1</td> <td>11.6</td> <td>12.1</td> <td>12.6</td> <td>13.1</td> </tr> <tr> <td>11.0%</td> <td>10.6</td> <td>11.0</td> <td>11.4</td> <td>11.8</td> <td>12.2</td> </tr> <tr> <td>12.0%</td> <td>10.2</td> <td>10.5</td> <td>10.8</td> <td>11.2</td> <td>11.5</td> </tr> </tbody> </table> | | | | Long-term growth rate | | | | | | | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 3.5% | 4.0% | 8.0% | 13.4 | 13.6 | 13.9 | 14.2 | 14.5 | 9.0% | 12.5 | 12.7 | 12.9 | 13.1 | 13.3 | 10.0% | 11.8 | 11.9 | 12.1 | 12.2 | 12.4 | 11.0% | 11.2 | 11.3 | 11.4 | 11.5 | 11.6 | 12.0% | 10.7 | 10.8 | 10.8 | 10.9 | 11.0 | | | Long-term EBIT margin | | | | | | | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% | 2.5% | 8.0% | 12.3 | 13.1 | 13.9 | 14.6 | 15.4 | 9.0% | 11.6 | 12.3 | 12.9 | 13.5 | 14.1 | 10.0% | 11.1 | 11.6 | 12.1 | 12.6 | 13.1 | 11.0% | 10.6 | 11.0 | 11.4 | 11.8 | 12.2 | 12.0% | 10.2 | 10.5 | 10.8 | 11.2 | 11.5 |
| | | Long-term growth rate | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | 2.0% | 2.5% | | | 3.0% | 3.5% | 4.0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8.0% | 13.4 | 13.6 | 13.9 | | | 14.2 | 14.5 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 9.0% | 12.5 | 12.7 | 12.9 | | | 13.1 | 13.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 10.0% | 11.8 | 11.9 | 12.1 | | | 12.2 | 12.4 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 11.0% | 11.2 | 11.3 | 11.4 | | | 11.5 | 11.6 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 12.0% | 10.7 | 10.8 | 10.8 | | | 10.9 | 11.0 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Long-term EBIT margin | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | 0.5% | 1.0% | | | 1.5% | 2.0% | 2.5% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8.0% | 12.3 | 13.1 | 13.9 | 14.6 | 15.4 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 9.0% | 11.6 | 12.3 | 12.9 | 13.5 | 14.1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 10.0% | 11.1 | 11.6 | 12.1 | 12.6 | 13.1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 11.0% | 10.6 | 11.0 | 11.4 | 11.8 | 12.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 12.0% | 10.2 | 10.5 | 10.8 | 11.2 | 11.5 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | 159 | Risk premium | 6.6% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Enterprise value | 1 826 | Extra risk premium | 3.0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Latest net debt | -16 | Beta | 1.0 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Minority interests & other | 0 | Cost of equity | 10.0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Equity value | 1 842 | Cost of debt (pre-tax) | 3.0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| No. of shares outstanding (millions) | 153 | Tax rate | 21% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Equity value per share (SEK) | 12 | Target debt/(debt + equity) | 0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | WACC | 10.0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Implicit multipl. | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| EV/Sales | 0.8 | 2022 | 0.8 | 2024 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| EV/EBITDA | 4.0 | 2023 | 3.8 | 3.7 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| EV/EBIT | 5.3 | | 5.1 | 4.9 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| EV/NOPLAT | 6.7 | | 6.5 | 6.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| P/E | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ROIC/WACC | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Current Share price | 10.86 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Terminal value assumptions | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Long term growth rate | 3.0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Long term EBIT margin | 1.5% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Depreciation (% of sales) | 5.4% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Capex (% of sales) | 5.4% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Working cap. (% of sales) | 0.0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Tax rate | 21% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

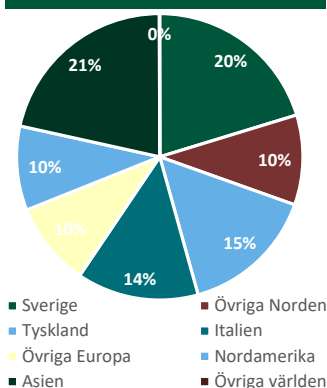
EPB

Bolagsdata

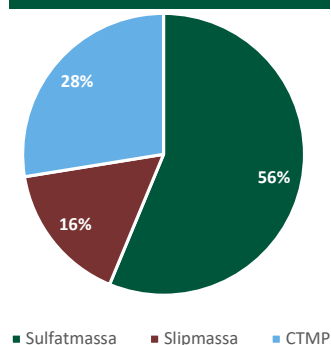
| Största aktieägare | Röster | Aktier |
|---------------------------|------------------|--------|
| Arctic Paper SA | 51,0% | 51,0% |
| Proad AB | 7,5% | 7,5% |
| Avanza Pension | 2,0% | 2,0% |
| Dimensional Fund Advisors | 1,8% | 1,8% |
| Övriga | 37,6% | 37,6% |
| Ordförande | Per Lundeen | |
| Verkställande 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, justerad | 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