



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sverige | 23 Februari 2022

Embellence Group

Levererar på strategin

Stark rapport för Q4'21

Embellence Group rapporterade justerad EBITA om 30,4 mkr i Q4'21 (30,0), något högre än vår förväntan om 28,7 mkr. För helåret 2021 så landade den justerade EBITA-marginalen på 15,4%, i linje med målsättningen om minst 15% under en konjunkturcykel. Det långsiktiga målet om att nå en omsättning på 1,2 mdr 2025 ligger fast, och Embellence tar nu ytterligare ett kliv mot detta genom förvärvet av Artscape Inc.

Förvärv i USA i linje med den utstakade strategin

Embellence meddelade dagen innan Q4'21-rapporten att de förvärvat Artscape Inc för USD 20m, motsvarande en multipel på 5,1x EBITA för 2021. Artscares produkt är fönsterfilm, med försäljning primärt i Nordamerika. Med en rörelsemarginal om 26% så bidrar Artscape från och med förvärvstillträdet i mars lönsamhetsmässigt från dag ett, och synergier står att finna inom såväl försäljning som kostnader.

Höjda prognoser och motiverat värde

Vi har höjt prognoserna i spåren av Q4'21-rapporten, samt förvärvet av Artscape Inc. Motiverat värde uppgår till 41-42 kr per aktie (38-40). Prognoserna framöver är baserade på organisk tillväxt. Att Embellence Group återigen förvärvat till vad som framstår som attraktiva vinstmultiplar inger förtroende. En allt bredare produktbas och geografisk exponering minskar risken ytterligare.

| Estimatändring (kr) | | | Prognos (kr) | | | | Värde och risk | | | |
|---------------------|-----|------|--------------|------------------|-------|--------|----------------|-----------------|-------------|---------|
| | Nu | Förr | | 21 | 22e | 23e | 24e | Motiverat värde | 41.0 - 42.0 | |
| EPS, justerad 22e | 4.3 | 3.2 | 33.3% | Omsättning, mkr | 647 | 775 | 820 | 845 | Aktiekurs | SEK34.0 |
| EPS, justerad 23e | 4.6 | 3.4 | 36.6% | Tillväxt | 14% | 20% | 6% | 3% | Riskenivå | Low |
| EPS, justerad 24e | 4.8 | 4.8 | 0.0% | EBITDA, mkr | 108 | 163 | 172 | 177 | | |
| | | | | EBIT, mkr | 80 | 130 | 139 | 145 | | |
| | | | | EPS, justerad | 2.8 | 4.3 | 4.6 | 4.8 | | |
| | | | | EPS tillväxt | -% | 56% | 7% | 4% | | |
| | | | | EK/aktie | 13.0 | 16.5 | 19.9 | 22.9 | | |
| | | | | Utdelning/aktie | 0.8 | 1.3 | 1.8 | 1.9 | | |
| | | | | EBIT-marginal | 12.4% | 16.8% | 17.0% | 17.1% | | |
| | | | | ROE | 20.2% | 26.1% | 23.3% | 21.1% | | |
| | | | | ROCE | 21.9% | 27.3% | 25.0% | 23.1% | | |
| | | | | EV/Sales | 1.4x | 1.1x | 1.1x | 1.1x | | |
| | | | | EV/EBITDA | 8.3x | 5.5x | 5.2x | 5.0x | | |
| | | | | EV/EBIT | 11.1x | 6.8x | 6.4x | 6.2x | | |
| | | | | P/E, justerad | 12.3x | 7.9x | 7.4x | 7.1x | | |
| | | | | P/EK | 2.6x | 2.1x | 1.7x | 1.5x | | |
| | | | | Direktavkastning | 2.3% | 3.8% | 5.4% | 5.7% | | |
| | | | | FCF yield | 1.2% | (5.6)% | 11.8% | 15.4% | | |
| | | | | Nettosk./EBITDA | 1.2g | 1.2g | 0.9g | 0.5g | | |

| Kommande händelser | |
|--------------------|------------------|
| Q1 2022 | 29 april |
| Q2 2022 | 19 juli |
| Q3 2022 | 25 oktober |
| Q4 2022 | 21 februari 2023 |

| Bolagsfakta (mkr) | |
|----------------------------|---------------------|
| Antal aktier | 23m |
| Börsvärde | 765 |
| Nettoskuld | 125 |
| EV | 890 |
| Free float | 85% |
| Daglig handelsvolym, snitt | 36(k) |
| Reuters/Bloomberg | EMBELL.ST/EMBELL.SS |

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

alexander.vilval@penser.se



Sammanfattning

Levererar på strategin

Investment Case

Embellence Group har starka marknadspositioner, goda förutsättningar att leverera på sina marginalmål samt en stark balansräkning vilken ger möjlighet att växa genom förvärv. Bolaget har en stor mönsterbank som arbetats upp över århundraden, vilket ger koncernen alla möjligheter att vara långsiktigt relevant över cykel- och trendskiften. Vi ser framför oss en fortsatt resa mot en successivt stigande andel premium i försäljningsmixen, vilket medför en stigande bruttomarginal som även ger en rörelsemarginal över målsättningen om 15% över en cykel. Givet de starka positioner Embellence Groups varumärken har på sina kärnmarknader, så finns sannolikt den stora potentialen på sikt i att få en hävstång på koncernens mönsterbank på nya marknader, såväl gällande geografier som produktgrupper. Vi ser en uppsida värderingsmässigt, trots att vi inte explicit räknar med några förvärv i våra prognoser.

Det senaste förvärvet, Artscape Inc, breddar Embellence produktportfölj och geografiska exponering ytterligare, med bibehållet fokus på mönster. Artscapes produkt är fönsterfilm, vilket är en ny kategori för Embellence, och synergier står att finna med Boråstapeter försäljnings/produktmässigt vad gäller mönster, men även vad gäller distribution, e-handelsförsäljning mot konsument samt även beträffande kostnader. Artscapes befintliga verksamhet står sig stark, EBITA-marginalen 2021 uppgick till 26%, och Embellence betalar initialt sett 5,1x EBITA, vilket är positivt ur ett värderingsperspektiv. Artscape har något lägre bruttomarginaler än Embellence, ca 47%, och produktionen görs av underleverantörer baserade i USA. 100% av produktportföljen är att betrakta som premium. Vi ser positivt på förvärvet, som tar Embellence ytterligare ett steg på vägen mot målet på 1,2 mdr kr i omsättning år 2025, samtidigt som det även bidrar till att minska risken i Embellence affär genom ökad geografisk och produktmässig diversifiering. Embellence möjligheter att leverera avkastning på sin mönsterbank ökar ytterligare.

Bolagsprofil

Embellence Group är ett house of brands inom tapeter, textil och mattor. Historiken löper så långt tillbaka som 1500-talet, och varumärkena idag inkluderar Boråstapeter (Sverige), Cole & Son (UK), Wall&decò (Italien), Pappelina (Sverige), Perswall (Sverige) samt det nyligen annonserade förvärvet av Artscape Inc (USA). Koncernen besitter en bank på över 17 000 mönster. Bolaget är via Cole & Son hovleverantör i Storbritannien och har starka marknadsandelar på huvudmarknaderna. Embellence Group har som målsättning att öka omsättningen till 1,2 mdr kr 2025, vilket kommer att drivas av förvärv utöver organisk tillväxt, samt att leverera en EBITA-marginal på över 15% under en cykel, något vi räknar med att Embellence Group överträffar 2022e.

Värdering

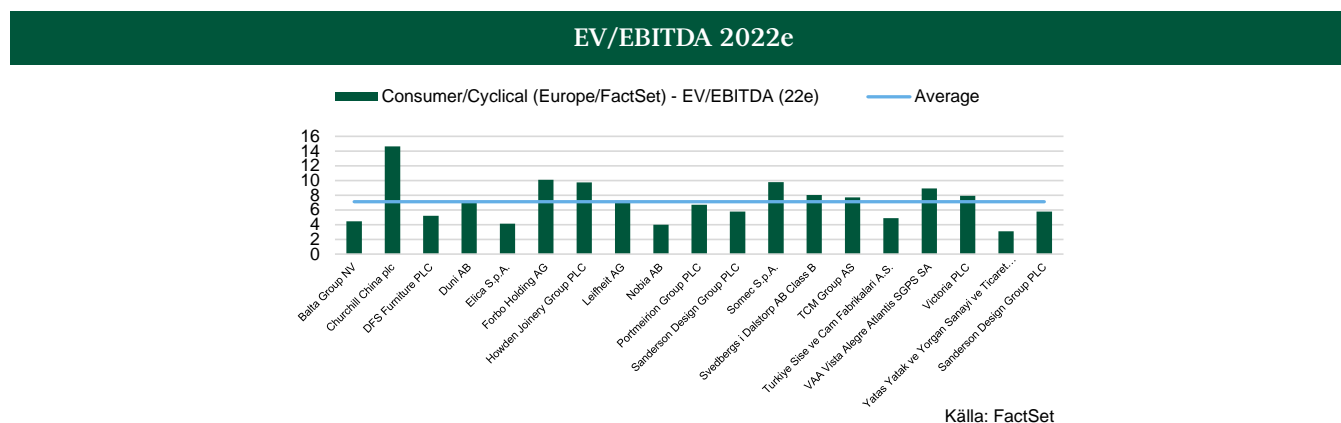
Vi värderar Embellence Group med utgångspunkt i våra prognoser, från ett antal olika perspektiv. Dessa inkluderar enkel relativvärdering, värdering i relation till marginalnivåer, riskjusterade multiplar samt DCF-värdering. Summa sumarum leder detta oss till ett motiverat värde i Embellence Group om 41-42 kr per aktie (38-40).

Värdering

Vi värderar Embellence Group, med utgångspunkt i våra prognoser, från ett antal olika perspektiv vilka redogörs för nedan. Dessa inkluderar enkel relativvärdering, värdering i relation till marginalnivåer, riskjusterade multiplar samt DCF-värdering. Summa summarum leder detta oss till ett motiverat värde i Embellence Group om 41-42 kr per aktie (38-40).

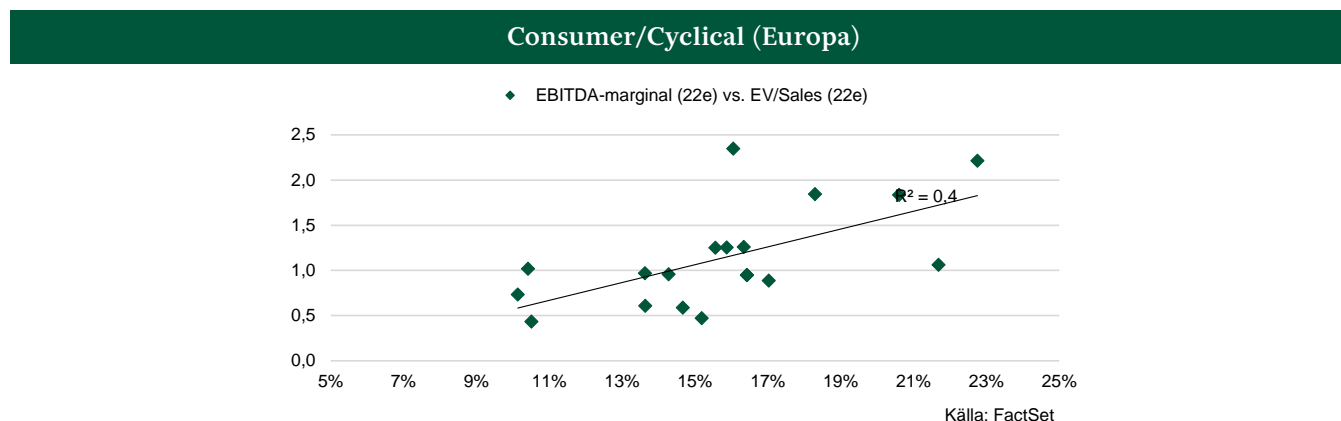
Relativvärdering - Vinstmultiplar

Värderingarna bland europeiska jämförelsebolag varierar avsevärt. En genomsnittlig EV/EBITDA-multiplik i detta peer-set landar på 7,1x avseende 2022e. Detta implicerar en värdering på 40 kr per aktie för Embellence, baserat på vår prognos för 2022e samt dagens nettoskuld efter förvärvet av Artscape.



Relativvärdering - Värdering av försäljning visavi förväntade marginaler

Steg två i att hitta en relevant multiplik blir att jämföra marginalnivåerna, eller avkastningen på försäljningen, hos bolagen i listan, med värderingen av denna försäljning; EV/Sales. Här indikerar en marginal på 21%, vilket är vår prognos för 2022e, en EV/Sales-multiplik på 1,64x. Detta innebär en kurs på 45 kr.

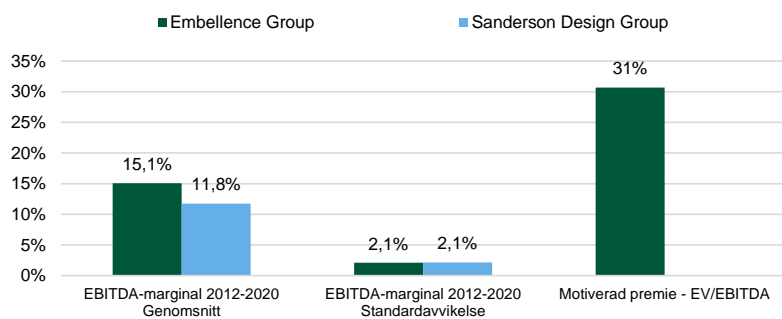


Embellence Groups historik talar för en värderingspremie mot närliggande peers

Vi jämför hur slagiga marginalerna har varit i termer av standardavvikelse med den genomsnittliga nivån för respektive bolag, i syfte att komma fram till ett riskmått för vinsten vilken vi vill sätta en multiplik på. När vi sedan jämför detta riskmått mellan respektive bolag så kan det sedan översättas till en motiverad premie eller rabatt. I detta fall indikerar siffrorna, vilka illustreras i grafen nedan, att Embellence Group bör handlas med en premie på

ca 30% jämfört med Sanderson Design Group avseende EV/EBITDA. Detta innebär en implicit kurs på ca 42 kr per aktie, givet våra prognoser för 2022e.

Marginalernas motståndskraft och värdering



DCF-värdering

En kassaflödesvärdering enligt antagande nedan pekar på en värdering på 41 kr per aktie. Denna utgår ifrån ett avkastningskrav (WACC) på 10%, baserat på uppskattat avkastningskrav på aktiemarknaden på 7%, samt 3%-enheters risktillägg baserat på Embellence market cap.

| DCF | | | | | | | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-----------------------------|-----------------------------------|-------|------------------------------|-------|------|-------|-------|-------|----|
| Valuation output | | | WACC assumptions | | | Sensitivity analysis | | | | | | |
| Sum of PV of FCF (explicit period) | | 812 | Risk free nominal rate | | 0.4% | Long-term growth rate | | | | | | |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | | 372 | Risk premium | | 6.6% | | | | | | | |
| Enterprise value | | 1 184 | Extra risk premium | | 3.0% | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 3.5% | 4.0% | | |
| Latest net debt (inc. Acquisition) | | 260 | Beta | | 1.0 | 9.0% | 44 | 46 | 48 | 51 | 54 | |
| Minority interests & other | | 0 | Cost of equity | | 10.0% | 9.5% | 41 | 43 | 44 | 46 | 49 | |
| Equity value | | 925 | Cost of debt (pre-tax) | | 3.0% | 10.0% | 38 | 40 | 41 | 43 | 45 | |
| No. of shares outstanding (millions) | | 23 | Tax rate | | 21% | 10.5% | 36 | 37 | 38 | 40 | 41 | |
| Equity value per share (SEK) | | 41 | Target debt/(debt + equity) | | 0% | 11.0% | 34 | 35 | 36 | 37 | 38 | |
| | | | WACC | | 10.0% | Long-term EBIT margin | | | | | | |
| Implicit multipl. | 2022 | 2023 | 2024 | Terminal value assumptions | | | 5.0% | 7.5% | 10.0% | 12.5% | 15.0% | |
| EV/Sales | 1.5 | 1.4 | 1.4 | Long term growth rate | | 3.0% | 9.0% | 33 | 40 | 43 | 56 | 63 |
| EV/EBITDA | 7.3 | 6.9 | 6.7 | Long term EBIT margin | | 10.0% | 9.5% | 31 | 37 | 44 | 51 | 58 |
| EV/EBIT | 9.1 | 8.5 | 8.2 | Depreciation (% of sales) | | 4.0% | 10.0% | 29 | 35 | 41 | 47 | 53 |
| EV/NOPLAT | 11.5 | 10.7 | 10.3 | Capex (% of sales) | | 4.0% | 10.5% | 27 | 33 | 38 | 44 | 49 |
| P/E | | | | Working cap. (% of sales) | | 14.0% | 11.0% | 26 | 31 | 36 | 41 | 46 |
| ROIC/WACC | | | | Tax rate | | 21% | | | | | | |
| Current Share price | | | 34.00 | | | | | | | | | |

EPB

Värderingsslutsats

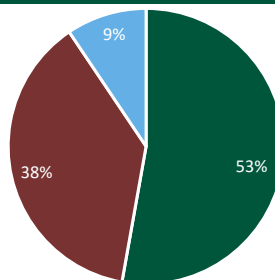
Vi åsätter Embellence Group ett motiverat värde på 41-42 kr per aktie (38-40). Detta baseras på resonemangen ovan avseende riskjusterade vinstmultiplar, samt DCF-värderingen.

Bolagsdata

| Största aktieägare | Röster | Aktier |
|------------------------|--------------------|--------|
| Litorina Coinvest 1 AB | 22,8% | 22,8% |
| JCE Asset Management | 10,5% | 10,5% |
| Nordnet Pension | 10,5% | 10,5% |
| T-Konsortiet AB | 3,7% | 3,7% |
| Övriga | 52,5% | 52,5% |
| Ordförande | Morten Falkenberg | |
| Verkställande direktör | Olle Svensk | |
| Finansdirektör | Pär Ihrskog | |
| Investerarkontakt | Olle Svensk | |
| Hemsida | embellencegroup.se | |

Källa: Bolaget, holdings.se

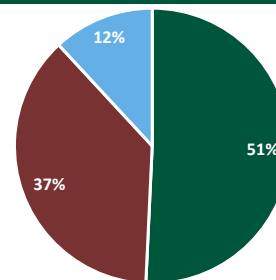
EBITA/geo (12m)



■ Norden ■ Europa ■ Övriga världen ■ Norden ■ Europa ■ Övriga världen

EPB

Förs./geo (12m)



■ Norden ■ Europa ■ Övriga världen ■ Norden ■ Europa ■ Övriga världen

EPB

Resultaträkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 583,6 | 605,8 | 569,9 | 646,9 | 775,1 | 820,1 | 844,7 |
| Kostnad för sålda varor | -285,7 | -295,0 | -257,9 | -287,8 | -349,8 | -368,8 | -378,4 |
| Bruttoresultat | 297,9 | 310,8 | 312,0 | 359,1 | 425,3 | 451,3 | 466,3 |
| Försäljnings- och administrationskostnader | -253,1 | -279,1 | -248,1 | -282,1 | -297,9 | -315,0 | -324,4 |
| Övriga rörelseintäkter | 1,6 | 1,6 | 4,0 | 5,1 | 2,8 | 2,8 | 2,8 |
| Övriga rörelsekostnader | -6,9 | -2,3 | -1,9 | -1,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Varav av/nedskrivningar | -26,6 | -32,8 | -26,7 | -27,2 | -32,8 | -32,8 | -32,8 |
| Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA) | 66,2 | 63,8 | 92,7 | 107,5 | 163,0 | 171,9 | 177,5 |
| Rörelseresultat (EBIT) | 39,6 | 31,0 | 66,0 | 80,3 | 130,2 | 139,1 | 144,7 |
| Finansnetto | -12,0 | -14,5 | -3,7 | -6,0 | -8,0 | -8,0 | -8,0 |
| Resultat före skatt | 27,6 | 16,5 | 62,3 | 74,3 | 122,2 | 131,1 | 136,7 |
| Skatt | -8,1 | -11,8 | -14,4 | -15,0 | -25,2 | -27,0 | -28,2 |
| Periodens resultat | 19,5 | 4,7 | 47,9 | 59,3 | 97,0 | 104,1 | 108,5 |

EPB

Balansräkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tillgångar | | | | | | | |
| Immateriella tillgångar | 505,9 | 506,1 | 167,9 | 208,8 | 188,5 | 168,8 | 149,6 |
| Materiella anläggningstillgångar | 92,7 | 74,2 | 65,4 | 69,8 | 224,5 | 264,8 | 284,8 |
| Nyttjanderätter | 0,0 | 26,2 | 33,1 | 67,2 | 67,2 | 67,2 | 67,2 |
| Uppskjuten skattefordringar | 2,3 | 0,1 | 4,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Övriga finansiella tillgångar | 0,0 | 0,0 | 0,5 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Summa anläggningstillgångar | 600,9 | 606,6 | 271,6 | 347,5 | 481,8 | 502,5 | 503,3 |
| Varulager | 101,6 | 107,3 | 85,2 | 86,9 | 103,9 | 109,9 | 113,2 |
| Kundfordringar | 79,3 | 71,3 | 83,9 | 104,8 | 125,6 | 132,9 | 136,8 |
| Fordringar mot ägarföretag | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktuella skattefordringar | 6,4 | 7,2 | 3,6 | 4,8 | 4,8 | 4,8 | 4,8 |
| Övriga fordringar / innehav för försäljning | 5,6 | 26,7 | 5,3 | 6,3 | 6,3 | 6,3 | 6,3 |
| Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter | 15,9 | 22,1 | 14,5 | 15,2 | 15,2 | 15,2 | 15,2 |
| Likvida medel | 29,7 | 39,2 | 49,0 | 58,0 | 15,5 | 67,1 | 131,7 |
| Summa omsättningstillgångar | 238,4 | 273,9 | 241,5 | 276,0 | 271,2 | 336,1 | 408,1 |
| Summa tillgångar | 839,3 | 880,5 | 513,1 | 623,5 | 753,0 | 838,7 | 911,4 |
| Eget kapital och skulder | | | | | | | |
| Eget kapital | 263,5 | 277,2 | 211,8 | 293,4 | 372,4 | 447,4 | 514,3 |
| Summa eget kapital | 263,5 | 277,2 | 211,8 | 293,4 | 372,4 | 447,4 | 514,3 |
| Leasingskulder | 0,0 | 15,5 | 26,3 | 55,0 | 65,9 | 69,7 | 71,8 |
| Avsättningar för pensioner | 2,4 | 2,4 | 3,5 | 4,6 | 4,6 | 4,6 | 4,6 |
| Räntebärande skulder | 211,5 | 183,4 | 0,0 | 0,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 |
| Övriga skulder | 55,3 | 47,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Uppskjutna skatteskulder | 25,8 | 26,4 | 8,4 | 14,4 | 14,4 | 14,4 | 14,4 |
| Summa långfristiga skulder | 295,0 | 274,8 | 38,2 | 74,0 | 104,9 | 108,7 | 110,8 |
| Leasingskulder | 0,0 | 9,3 | 6,5 | 12,0 | 12,0 | 12,0 | 12,0 |
| Checkräkningskredit | 135,2 | 130,4 | 107,9 | 116,0 | 116,0 | 116,0 | 116,0 |
| Räntebärande skulder | 26,9 | 53,5 | | | | | |
| Leverantörsskulder | 58,7 | 51,5 | 52,1 | 47,9 | 57,4 | 60,7 | 62,5 |
| Övriga skulder /innehav för försäljning | 12,1 | 33,4 | 34,5 | 29,9 | 29,9 | 29,9 | 29,9 |
| Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter | 47,9 | 50,5 | 62,1 | 50,3 | 60,5 | 64,0 | 65,9 |
| Summa kortfristiga skulder | 280,9 | 328,5 | 263,1 | 256,1 | 275,7 | 282,5 | 286,3 |
| Summa eget kapital och skulder | 839,3 | 880,5 | 513,1 | 623,5 | 753,0 | 838,7 | 911,4 |

Kassaflödesanalys

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Rörelseresultat | 39,6 | 31,0 | 66,0 | 80,3 | 130,2 | 139,1 | 144,7 |
| Justeringar | 27,2 | 43,2 | 22,7 | 27,9 | 24,8 | 24,8 | 24,8 |
| Betald skatt | -13,3 | -10,3 | -6,8 | -9,4 | -25,2 | -27,0 | -28,2 |
| Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital | 53,5 | 63,9 | 81,9 | 98,8 | 129,8 | 136,9 | 141,3 |
| Förändring av rörelsekapital | -42,2 | -6,0 | -14,8 | -36,7 | -18,1 | -6,5 | -3,5 |
| Kassaflöde från den löpande verksamheten | 11,2 | 57,9 | 67,1 | 62,1 | 111,7 | 130,4 | 137,8 |
| Förvärv av anläggningstillgångar | -47,2 | -13,0 | -17,4 | -18,8 | -20,0 | -20,0 | -20,0 |
| Förvärv av bolag | | | | -34,4 | -134,7 | -20,3 | |
| Avvecklade verksamheter | | -0,7 | 0,0 | | | | |
| Kassaflöde från investeringsverksamheten | -47,2 | -13,7 | -17,4 | -53,2 | -154,7 | -40,3 | -20,0 |
| Kassaflöde finansieringsverksamheten | 38,6 | -32,8 | -33,0 | -2,3 | 0,4 | -38,5 | -53,1 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamheten | 38,6 | -32,8 | -33,0 | -2,3 | 0,4 | -38,5 | -53,1 |
| Periodens kassaflöde | 2,6 | 11,4 | 16,6 | 6,6 | -42,5 | 51,6 | 64,7 |
| Likvida medel vid periodens början | 18,8 | 22,0 | 34,3 | 49,0 | 58,0 | 15,5 | 67,1 |
| Kursdifferens i likvida medel | 0,7 | 0,9 | -1,9 | 2,4 | | | |
| Likvida medel vid periodens slut | 22,0 | 34,3 | 49,0 | 58,0 | 15,5 | 67,1 | 131,7 |

EPB

Tillväxt och marginaler

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt | 4% | -6% | 14% | 20% | 6% | 3% |
| EBIT-tillväxt | -22% | 113% | 22% | 62% | 7% | 4% |
| EPS-tillväxt | | | | 56% | 7% | 4% |
| Bruttomarginal | 51,3% | 54,7% | 55,5% | 54,9% | 55,0% | 55,2% |
| EBITDA-marginal | 10,5% | 16,3% | 16,6% | 21,0% | 21,0% | 21,0% |
| EBIT-marginal | 5,1% | 11,6% | 12,4% | 16,8% | 17,0% | 17,1% |
| Skattesats | 72% | 23% | 20% | 21% | 21% | 21% |

Kapitaleffektivitet

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE | 2% | 23% | 20% | 26% | 23% | 21% |
| ROCE | 6% | 26% | 22% | 27% | 25% | 23% |
| Investeringar | 14 | 17 | 53 | 155 | 40 | 20 |
| Investeringar / omsättning | 2% | 3% | 8% | 20% | 5% | 2% |
| Varulager / omsättning | 18% | 15% | 13% | 13% | 13% | 13% |
| Kundfordringar / omsättning | 12% | 15% | 16% | 16% | 16% | 16% |
| Leverantörsskulder / omsättning | 8% | 9% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| Rörelsekapital / omsättning | 16% | 8% | 14% | 14% | 14% | 14% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,7x | 0,8x | 1,1x | 1,1x | 1,0x | 1,0x |

Finansiell ställning

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | 353 | 92 | 125 | 198 | 151 | 88 |
| Soliditet | 31% | 41% | 47% | 49% | 53% | 56% |
| Nettoskuldsättningsgrad | 127% | 43% | 43% | 53% | 34% | 17% |
| Nettoskuld / EBITDA | 5,5x | 1,0x | 1,2x | 1,2x | 0,9x | 0,5x |

Aktiedata

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS, rapporterad | | | 2,77 | 4,31 | 4,62 | 4,82 |
| EPS, justerad | | | 2,77 | 4,31 | 4,62 | 4,82 |
| FCF per aktie | | | 0,42 | -1,91 | 4,00 | 5,23 |
| Utdelning per aktie | | | 0,80 | 1,29 | 1,85 | 1,93 |
| Eget kapital per aktie | | | 13,7 | 16,5 | 19,9 | 22,9 |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner) | | | 21,4 | 22,5 | 22,5 | 22,5 |

Värdering

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerat | | | 12,4x | 7,9x | 7,4x | 7,1x |
| P/EK | | | 2,5x | 2,1x | 1,7x | 1,5x |
| P/FCF | | | 82,7x | neg | 8,5x | 6,5x |
| Direktavkastning | | | 2,3% | 3,8% | 5,4% | 5,7% |
| Utdelningsandel, justerad | | | 29% | 30% | 40% | 40% |
| EV/Sales | | | 1,3x | 1,2x | 1,1x | 1,0x |
| EV/EBITDA | | | 8,0x | 5,9x | 5,3x | 4,8x |
| EV/EBIT, justerat | | | 10,7x | 7,4x | 6,6x | 5,9x |
| Aktiekurs, årets slut | | | 34,4 | 34,0 | 34,0 | 34,0 |
| EV, årets slut | | | 861 | 964 | 916 | 853 |

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 fondhandlarföreningens 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