



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 17 oktober 2022

Elanders

Höjer estimaten med 6-8% på en bra rapport

Inga tecken på vikande konjunktur utanför konsument

Med 12% organisk tillväxt accelererade Elanders från 4% i Q2 och 2% i Q1. Förutom vissa sällanköpsvaror som TV-apparater, skrivare och vitvaror var efterfrågan generellt sett väldigt god under kvartalet. Industrikunderna visar ingen svaghet och bilindustrin har fortsatt långa ledtider. Samtidigt har efterfrågan på värmepumpar och annan utrustning som har med uppvärmning att göra ökat. Över lag ses få tecken på att efterfrågan viker utanför konsumentnära produkter även om osäkerheten och visibiliteten är allmänt låg.

Fortsatt potential på marginalen

Drivet dels av bättre mix i Supply Chain Solutions – Bergen Logistics, som har bättre marginaler än genomsnittet, växte snabbare än koncernen i genomsnitt – fortsatte marginalen att expandera. Expanderande marginaler i Supply Chains europeiska verksamhet och återhämtningen i Print & Packaging bidrog också och då vi tror att samtliga dessa trender kommer att fortsätta tror vi att marginalen kommer att fortsätta expandera.

Strukturella drivkrafter oförändrade

Med en högre bas och fortsatt gynnsam marknad för Elanders höjer vi våra EPS-estimat med 6-8% och vårt motiverade värde till 200-210 kr (190-200 kr). Vår långsiktiga syn på Elanders och logistikmarknaden är oförändrad - vi tror att behovet av en diversifiering av försörjningskedjorna kommer fortsätta driva ökat behov av logistikinvesteringar. Elanders är väl positionerade för att ta del av detta.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk					
	22e	Δ%	23e	Δ%	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	200 - 210 kr			
Totala intäkter	14 634	4,5	15 352	5,0	Totala intäkter	11 733	14 634	15 352	16 252	Aktiekurs	135 kr		
EBIT, just.	881	5,2	1 045	8,8	Intäktstillväxt	6%	25%	5%	6%	Riskenivå	Medel		
EPS, just.	14,6	6,4	17,9	8,1	EBITDA, just.	1 468	1 942	2 101	2 289	Kursutveckling 12 mån			
Kommande händelser				EBIT, just.				580	881	1 045	1 177		
Q4 - rapport				EPS, just.				9,4	14,6	17,9	20,6		
Q1 - rapport				EPS-tillväxt				13%	56%	22%	15%		
				EK/aktie				93,4	104,5	118,3	134,4		
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie				3,6	4,0	4,5	5,0		
Antal aktier				EBIT-marginal				4,9%	6,0%	6,8%	7,2%		
Börsvärde				ROE, just.				10,7%	14,8%	16,0%	16,3%		
Nettoskuld				ROCE, just.				7,1%	9,0%	10,1%	10,8%		
EV				EV/Sales				1,0x	0,7x	0,6x	0,5x		
Free float				EV/EBITDA				7,8x	5,1x	4,5x	3,9x		
Daglig handelsvolym, snitt				EV/EBIT				19,7x	11,2x	9,0x	7,6x		
				P/E, just.				18,6x	9,2x	7,6x	6,6x	Intressekonflikter	
Analytiker				P/EK				1,9x	1,3x	1,1x	1,0x		
Markus Almerud				Direktavkastning				2,1%	3,0%	3,3%	3,7%	Yes	No
markus.almerud@penser.se				FCF yield				-5%	25%	32%	33%	Likviditetsgarant	✓
				Nettoskuld/EBITDA				3,6x	2,6x	2,2x	1,8x	Certified adviser	✓
												Transaktioner 12m	✓

Investment case

Elanders, med grunden i Print & Packaging Solutions, består idag till 80% 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 marknads 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 börsnoteras 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 motsvarar ca 80% av försäljningen, 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 2023. Motiverat värde uppgår till 200-210 kr (190-200 kr).

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	12 377	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	5 687	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	7,0%
Företagsvärde (EV)	18 063	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	1,3%
Nettoskuld, senast rapporterad	7 227	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	1,3%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital	10,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	4,8%
Eget kapital	10 836			Skattesats	28%
Antal utstående aktier, full utspädning	35				
Eget kapital per aktie	306				

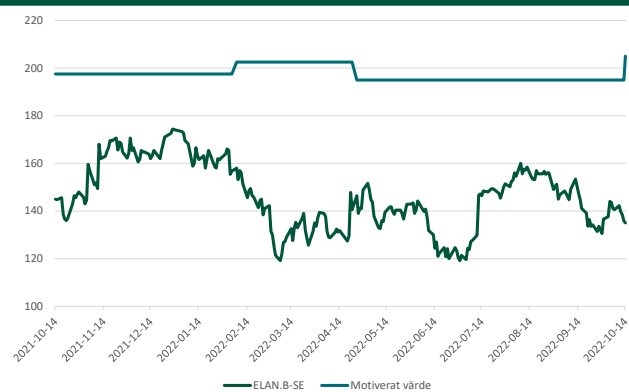
Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighet

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		2,0%	4,5%	7,0%	9,5%	12,0%
9,0%	330	349	371	397	429	9,0%	165	268	371	474	577
9,5%	302	318	336	358	383	9,5%	152	244	336	429	521
10,0%	277	291	306	324	345	10,0%	140	223	306	390	473
10,5%	255	267	280	295	313	10,5%	129	205	280	356	431
11,0%	235	246	257	270	285	11,0%	120	188	257	326	394

Källa: EPB

Figur 1: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: FactSet, EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	10 742	11 254	11 050	11 733	14 634	15 352	16 252
Kostnad sålda varor	-9 330	-9 780	-9 478	-10 088	-12 439	-12 948	-13 642
Bruttovinst	1 412	1 474	1 572	1 645	2 195	2 404	2 610
Övriga rörelsekostnader	-687	-189	-140	-177	-253	-304	-321
EBITDA, justerad	725	1 286	1 432	1 468	1 942	2 101	2 289
Avskrivningar	-266	-927	-885	-888	-1 062	-1 056	-1 112
EBIT, justerad	459	359	547	580	881	1 045	1 177
EBIT	459	359	547	580	881	1 045	1 177
Finansiella poster	-93	-143	-132	-98	-156	-168	-168
Resultat före skatt	366	216	415	482	725	877	1 009
Skatter	-108	-63	-122	-151	-207	-246	-283
Nettoreultat, justerad	259	153	293	331	518	631	727
Nettoreultat	259	153	293	331	518	631	727

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	459	359	547	580	881	1 045	1 177
Övriga kassaflödespåverkande poster	-53	204	7	-40	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	4	104	461	-139	-224	53	-43
Kassaflöde från den operationella verksamheten	456	1 337	1 725	1 063	1 356	1 740	1 795
Investeringar	-177	-143	-116	-128	-170	-190	-200
Övriga poster	16	10	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	318	1 197	1 609	-332	1 186	1 550	1 595
Utdelningar	0	0	0	-110	-127	-141	-159
Förändringar av lån	0	0	-210	-189	-132	0	0
Övriga poster	-318	-1 282	-850	354	-571	-844	-878
Kassaflöde	0	-84	549	-277	356	565	558
Nettoskuld	2 446	3 855	2 854	5 249	5 068	4 580	4 118

Källa: EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	3 218	3 229	3 085	4 517	4 484	4 504	4 533
Materiella anläggningstillgångar	789	621	599	590	609	644	678
Finansiella anläggningstillgångar	11	13	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	4 274	6 026	5 637	8 241	8 227	8 282	8 345
Varulager	468	335	233	400	585	522	553
Kundfordringar	1 762	1 740	1 344	1 822	2 268	2 380	2 519
Övriga omsättningstillgångar	65	88	88	88	88	88	88
Likvida medel och kortfristiga placeringar	722	655	1 101	898	1 254	1 819	2 377
Summa omsättningstillgångar	3 463	3 179	3 002	3 559	4 567	5 187	5 923
SUMMA TILLGÅNGAR	7 737	9 205	8 639	11 800	12 794	13 469	14 267
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	2 707	2 777	2 908	3 304	3 695	4 185	4 752
Summa eget kapital	2 707	2 777	2 908	3 304	3 695	4 185	4 752
Långfristiga räntebärande skulder	2 271	2 214	2 009	4 067	3 935	3 935	3 935
Övriga långfristiga skulder	93	106	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	2 672	3 845	3 507	5 630	5 805	5 882	5 978
Kortfristiga räntebärande skulder	751	398	48	182	182	182	182
Leverantörsskulder	795	678	668	1 176	1 463	1 535	1 625
Övriga kortfristiga skulder	101	121	121	121	121	121	121
Summa kortfristiga skulder	2 358	2 584	2 224	2 866	3 294	3 402	3 537
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	7 737	9 205	8 639	11 800	12 794	13 469	14 267

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäkstillväxt	-	5%	N.m.	6%	25%	5%	6%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	77%	11%	3%	32%	8%	9%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	53%	6%	52%	19%	13%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	92%	13%	56%	22%	15%
Bruttomarginal	13,1%	13,1%	14,2%	14,0%	15,0%	15,7%	16,1%
EBITDA-marginal	6,7%	11,4%	13,0%	12,5%	13,3%	13,7%	14,1%
EBITDA-marginal, justerad	6,7%	11,4%	13,0%	12,5%	13,3%	13,7%	14,1%
EBIT-marginal	4,3%	3,2%	5,0%	4,9%	6,0%	6,8%	7,2%
EBIT-marginal, justerad	4,3%	3,2%	5,0%	4,9%	6,0%	6,8%	7,2%
Vinst-marginal, justerad	2,4%	4,3%	2,7%	2,8%	3,5%	4,1%	4,5%

Källa: EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	6%	10%	11%	15%	16%	16%
ROCE, justerad	-	5%	8%	7%	9%	10%	11%
ROIC, justerad	-	6%	9%	8%	10%	12%	13%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	4%	3%	2%	3%	4%	3%	3%
Kundfordringar / totala intäkter	16%	15%	12%	16%	16%	16%	16%
Leverantörsskulder / KSV	9%	7%	7%	12%	12%	12%	12%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	343%	1 370%	1 589%	1 619%	1 304%	1 120%	1 102%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	3%	-2%	0%	1%	1%	1%
Kapitalomsättningshastighet	1,8x	1,5x	1,6x	1,2x	1,5x	1,5x	1,4x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	2 446	3 855	2 854	5 249	5 068	4 580	4 118
Soliditet	35%	30%	34%	28%	29%	31%	33%
Nettoskuldsättningsgrad	0,9x	1,4x	1,0x	1,6x	1,4x	1,1x	0,9x
Nettoskuld / EBITDA	3,4x	3,0x	2,0x	3,6x	2,6x	2,2x	1,8x

Källa: EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	7,31	4,32	8,29	9,36	14,6	17,9	20,6
EPS, justerad	7,31	4,32	8,29	9,36	14,6	17,9	20,6
FCF per aktie	8,99	33,9	45,5	-9,39	33,5	43,8	45,1
Utdelning per aktie	2,90	0,00	3,10	3,60	4,00	4,50	5,00
Eget kapital per aktie	76,6	78,5	82,2	93,4	104	118	134
Antal aktier vid årets slut, m	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4

Källa: EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	11,9x	20,2x	14,4x	18,6x	9,2x	7,6x	6,6x
P/EK	1,1x	1,1x	1,5x	1,9x	1,3x	1,1x	1,0x
P/FCF	9,7x	2,6x	2,6x	-18,5x	4,0x	3,1x	3,0x
FCF-yield	10%	39%	38%	-5%	25%	32%	33%
Direktavkastning	3,3%	0,0%	2,6%	2,1%	3,0%	3,3%	3,7%
Utdelningsandel, justerad	39,7%	0,0%	37,4%	38,5%	27,3%	25,2%	24,3%
EV/Sales	0,5x	0,6x	0,6x	1,0x	0,7x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	7,6x	5,4x	4,9x	7,8x	5,1x	4,5x	3,9x
EV/EBIT, justerad	12,1x	19,3x	12,9x	19,7x	11,2x	9,0x	7,6x
EV	5 529	6 938	7 083	11 401	9 841	9 353	8 891
Aktiekurs	87,2	87,2	119,6	174,0	135,0	135,0	135,0

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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