



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Livsmedel | Sverige | 27 oktober 2022

Midsona

Stora nedskrivningar och nyemission tog allt fokus

Rapporten i sig tämligen odramatisk

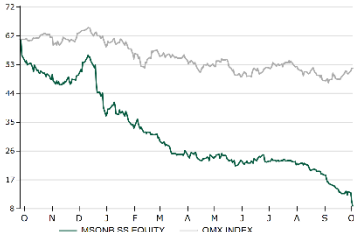
Nettoomsättningen ökade y/y med 6% till 944 mkr. Bruttomarginalen var fortsatt svag på 24% då Midsonas prishöjningar kommer med eftersläpning och går långsammare än inflationen på råvaror, förpackningsmaterial och energi. Den svaga bruttomarginalen tynger EBITDA-marginalen som blev 5,3% jämfört med 9% samma kvartal förra året. Den perfekta storm av omvärldsfaktorer som drabbat Midsona senaste året tycks lätta och vi går mot en mer normaliserad marknad framåt 2023-24. Kostnadsbesparingsprogrammet utökades också vilket ger stöd.

Stora nedskrivningar och nyemission tog all fokus

Det beslutades att skriva ner tillgångar med totalt 475 mkr i Tyskland, Frankrike och Spanien baserat på den svaga marknadsutvecklingen samt ett högre avkastningskrav framöver. Vi hade räknat med att Midsona skulle rida ut den här stormen utan att behöva göra nedskrivningar, så detta är negativt. I samband med rapporten beslutades också om en nyemission med företrädesrätt för befintliga aktieägare på 600 mkr. Det är bra att Midsona stärker sin finansiella position och tar tag i skuldsättningen. Samtidigt får detta en stor utspädande effekt på aktien.

Värderingen påverkas mycket av utspädningseffekt

Den utspädande effekten av nyemissionen får stor effekt på värdering per aktie då antal aktier fördubblas. Samtidigt höjer vi vår WACC från 8% till 10%, vilket får en negativ effekt på motiverat värde. Detta är i linje med analysavdelningens nya ramverk för avkastningskrav, som har som syfte att bättre reflektera risken med att investera i mindre bolag. I rådande situation kan vi inte längre motivera att Midsona ska handlas till premie mot peers vilket gör att vi även tar ner motiverad värderingsmultipl. Sammantaget får ovan en stor effekt på vårt motiverade värde per aktie, där utspädningen har störst effekt. Nytt motiverat värde är 17-19 kr (42-46 kr). Vårt case att Midsona går mot en mer normaliserad situation 2023-24 och att aktien är billig kvarstår.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)				Värde och risk		
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	17,0 - 19,0 kr
Totala intäkter	3 945	-0,7	4 024	-1,6	Totala intäkter	3 773	3 945	4 024	4 144	Aktiekurs	8,3 kr
EBIT, just.	43	-61,9	163	-35,9	Intäkstillväxt	2%	5%	2%	3%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	0,0	-100,4	0,6	-73,8	EBITDA, just.	329	202	353	446	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
Kommande händelser					EBIT, just.	161	43	163	251		
Q4 - rapport	03 februari 2023				EPS, just.	1,2	0,0	0,6	1,0		
Q1 - rapport	27 april 2023				EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	109%	86%		
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	39,5x	42,3x	21,7x	21,7x		
Antal aktier					273	Utdelning per aktie					
Börsvärde					602	0,0					
Nettoskuld					875	0,8					
EV					1 477	1,0					
Free float					61%	1,0					
Daglig handelsvolym, snitt					293(k)	0,8					
Analytiker					1,0						
Henrik Holmer					0,8						
henrik.holmer@penser.se					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						
					0,8						
					1,0						

## Investment case

Midsonas exponering mot ekologiska och växtbaserade livsmedel medför att de bör kunna ha en organisk tillväxt högre än livsmedelsbranschen som helhet. Midsonas förvärvsstrategi har medfört att bolaget har haft en stark tillväxt för både försäljning och lönsamhet. Bolaget har konsoliderat den nordiska marknaden och bidrar nu till konsolideringen i övriga Europa. Via förvärv uppnås kostnadssynergier och skalfördelar i hela värdekedjan, från inköp till försäljning. En ökad medvetenhet och fokus på hållbarhet och hälsa hos konsumenterna gör att Midsonas produkter kan flytta från hälsofackhandeln till dagligvaruhandeln i Europa, precis som skett i Norden och därmed bidra till en god organisk tillväxt.

### Bolagsprofil

Midsona är en ledande aktör i Norden inom ekologisk och växtbaserad mat, hälsolivsmedel och konsumenthälsa, med vision om att bli en av de ledande i Europa. Bolaget utvecklar, tillverkar och marknadsför flera välkända varumärken som ska hjälpa människor att leva ett hälsosamt liv. Dessa produkter finns i flera försäljningskanaler - i dagligvaruhandeln och på apotek, i hälsokostbutiker eller på gymmet och i nätbutiker. Midsona har ett mål om att, i genomsnitt, växa med 15 procent per år via såväl organisk som förvärvad tillväxt, vilket bolaget har levererat på historiskt. Vår bedömning är att Midsona, med nuvarande strategi, även fortsatt bör kunna uppnå det.

### Värdering

Vi har tidigare värderat Midsona till en multipelvärdering på P/E. Vi väljer nu att i stället värdera på EV/EBIT för att ta hänsyn till skuldsättningen. I den senaste analysen värderade vi Midsona till ett P/E på 18x. Detta kan översättas till ett EV/EBIT på 15x. Vi har tidigare hävdats att Midsona bör handlas till en premie baserat på den starka varumärkesportföljen, förvärvsstrategin samt nischen mot hälsa, växtbaserat och ekologiskt som har en strukturell tillväxt. Med tanke på den svaga marknaden och att tillväxten dröjer väljer vi att anta en mer konservativ hållning till värderingsmultiplar. Aktien handlas på våra prognoser till ett EV/EBIT på 6x för 2024, vilket är betydligt lägre än såväl Nasdaq Stockholm All Share Index och nedan peer group som båda handlas på EV/EBIT 13x för 2024. Vi tycker att aktien handlas för billigt och bör handla mer i linje med peers. Använder vi en EV/EBIT på 13x för 2024 års prognoser och diskonterar tillbaka med en WACC på 10% får vi en multipelvärdering på 17 kr per aktie. Som komplement gör vi en DCF-värdering där vi med en WACC på 10% kommer fram till ett värde på 21 kr per aktie.

### Motiverat värde

Genom ovan multipelvärdering tillsammans med vår DCF-värdering kommer vi fram till ett motiverat värde på 17-19 kr, vilket innebär en värdering i linje med peers och en uppsida på ca 120%.

## Kvartalet i korthet

Nettoomsättningen ökade y/y med 6% till 944 mkr (893), varav organisk tillväxt var -1%. Egna varumärken inom ekologiskt var ner medan kontraktstillverkning samt hälsolivsmedel hade en bra utveckling. Bruttomarginalen var fortsatt svag på 24% (justerat för engångsposter) då Midsonas prishöjningar kommer med eftersläpning och går långsammare än inflationen på råvaror, förpackningsmaterial och energi. Den svaga bruttomarginalen tynger EBITDA-marginalen som blev 5,3% (justerat för engångsposter) jämfört med 9% samma kvartal förra året.

Den perfekta storm av omvärldsfaktorer som Midsona befunnit sig i det senaste året, med den unika situationen med dåliga skördar, logistik- och leveransproblem och en allmän kostnadsinflation i alla led, är väl känd och förväntningarna bör inte ha varit höga på detta kvartal. Midsona höjer successivt priserna för att möta inflationen och detta sker med fördröjning, vilket sker både när priserna går upp som ner. En stor del av prishöjningarna slår igenom i början av 2023.

När det gäller omvärldsfaktorerna ser årets skördar ut att bli bättre än förra årets och leverans- och logistikproblemen har lättat mycket jämfört med för ett par kvartal sedan. Råvarupriser i lokal valuta ser ut att komma ner i lokal valuta och det som nu tynger lönsamheten är dollarförstärkningen, eftersom Midsona köper in många råvaror i USD. På det stora hela ser det ut som att vi går mot en mer normaliserad omvärld och när Midsonas prishöjningar slår igenom ser vi en återhämtning i bruttomarginalen. Det kostnadsbesparingsprogram som annonserades i våras, utökades nu till att spara ca 60 mkr per år med full effekt i mitten av 2023.

### Stora nedskrivningar och nyemission

Kvartalsrapporten i sig var tämligen odramatisk och de stora nyheterna var i stället att Midsona gör stora nedskrivningar samt gör en nyemission.

Vid en nedskrivningsprövning beslutades att skriva ner tillgångar på totalt 475 mkr. Det handlar dels om en fabrik i Tyskland som haft lågt kapacitetsutnyttjande och därmed skrivs ned med 54 mkr. Dels handlar det om nedskrivningar av goodwill på totalt 421 mkr av kassaflödesgenererande enheter i Tyskland, Frankrike och Spanien. Det är alltså kopplat till de plattformsförvärv som gjordes i Tyskland (Davert 2018) och i Frankrike/Spanien (Alimentation Santé 2019). Anledningarna till nedskrivningarna är dels att den tuffa utvecklingen gjort att antaganden för framtida kassaflöden tagits ner, dels att en högre diskonteringsränta (WACC) använts. Vi hade räknat med att Midsona skulle rida ut den här stormen utan att behöva göra nedskrivningar, så detta är negativt. Inga nedskrivningar görs för den nordiska divisionen, som står för ca 70% av omsättningen och har god lönsamhet och en stark marknadsposition.

I samband med rapporten beslutades också om en nyemission med företrädesrätt för befintliga aktieägare på 600 mkr. Emissionen är garanterad av största aktieägaren Stena Adactum. Pengarna ska användas för att återbetala skulder på ca 350 mkr samt stärka den finansiella positionen och flexibiliteten. Även selektiva investeringar i varumärken kommer att göras för att driva tillväxt. Den ansträngda situationen gör att det inte är fokus på förvärv just nu. När omvärlden normaliseras anser vi emellertid att det vore positivt att se mindre tilläggsförvärv i Europa för att få ut fler synergier och fortsätta resan att konsolidera den europeiska marknaden och driva migrationen mot försäljning av ekologiskt i dagligvaruhandeln. Det är bra att Midsona stärker sin finansiella position och tar tag i skuldsättningen. Samtidigt får detta en stor utspädnings effekt på aktien.

## Estimatförändringar

Vi gör mindre förändringar i våra prognoser. Vi tar ner organisk tillväxt för 2023 till 2% från tidigare 3%, för att spegla en något mer försiktig vy. Vi justerar ner bruttomarginalen för 2022 till 23% (tidigare 26%), för 2023 till 25,5% (tidigare 28%) och för 2024 till 27,5%. Detta gör vi då återhämtningen har tagit något längre tid än vi räknat med och vi antar en mer försiktig syn i rådande klimat. Om vi ser att bolaget lyckas vända bruttomarginalutvecklingen snabbare kan det bli aktuellt att justera upp dessa prognoser igen. Samtidigt tar vi ner kostnaderna för försäljning och administration för att spegla kostnadsbesparingsprogrammet. Nettoeffekten blir enligt tabellen nedan. P.g.a. nyemissionen blir det även en utspädnings effekt på EPS 2023 och 2024 med nya antal aktier. Samtidigt gör detta att bolagets nettoskuldsättning blir lägre framöver.

Vårt case är att omvärldsfaktorerna och marknadsläget kommer att normaliseras under 2023-24. Detta har inte förändrats i samband med rapporten.

Estimatförändringar			
Estimatförändringar	2022	2023	2024
Nettoomsättning	-1%	-2%	-2%
EPS	-100%	-48%	-13%
EPS efter utspädning		-74%	-57%

Källa: EPB

## Värdering

Vi har tidigare värderat Midsona till en multipelvärdering på P/E. Vi väljer nu att i stället värdera på EV/EBIT för att ta hänsyn till skuldsättningen. I den senaste analysen värderade vi Midsona till ett P/E på 18x. Detta kan översättas till ett EV/EBIT på 15x. Vi har tidigare hävdat att Midsona bör handlas till en premie baserat på den starka varumärkesportföljen, förvärvsstrategin samt nischen mot hälsa, växtbaserat och ekologiskt som har en strukturell tillväxt. Med tanke på den svaga marknaden och att tillväxten dröjer väljer vi att anta en mer konservativ hållning till värderingsmultiplar. Aktien handlas på våra prognoser till ett EV/EBIT på 6x för 2024, vilket är betydligt lägre än såväl Nasdaq Stockholm All Share Index och nedan peer group som båda handlas på EV/EBIT 13x för 2024. Vi tycker att aktien handlas för billigt och bör handla mer i linje med peers. Använder vi en EV/EBIT på 13x för 2024 års prognoser och diskonterar tillbaka med en WACC på 10% får vi en multipelvärdering på 17 kr per aktie.

Värdering peer group																
	Kurs		MV (lokal valuta)	EV/EBIT (just.)			P/E (just.)			Dir.ävk.	EBIT marg.			Årlig försäljningstillväxt		Kursutveckling 1 yr
	(lokal)			22e	23e	24e	22e	23e	24e		23e	22e	23e	24e	21	
Raisio Plc Class V	1,9	EUR	313	15	12	11	27	17	15	7%	8%	10%	10%	5%	-8%	-45%
Cloetta AB Class B	18,5	SEK	5 342	11	10	10	11	10	10	5%	10%	11%	11%	6%	10%	-32%
Olvi Oyj Class A	31,2	EUR	645	15	13	12	16	17	15	4%	9%	10%	11%	11%	-3%	-42%
Orkla ASA	77,9	NOK	77 971	12	13	13	14	14	13	4%	13%	13%	12%	7%	15%	0%
Tyson Foods, Inc. Class A	67,0	USD	23 637	7	8	8	8	9	8	3%	8%	7%	7%	11%	13%	-20%
Unilever PLC	39,3	GBP	99 614	15	14	14	18	16	15	4%	16%	16%	17%	-1%	16%	1%
Nestle S.A.	108,2	CHF	297 440	22	21	19	23	21	19	3%	16%	17%	17%	3%	9%	-7%
Procter & Gamble Compan	130,9	USD	310 099	22	20	19	23	23	21	3%	22%	22%	23%	7%	5%	-7%
Hain Celestial Group, Inc.	17,8	USD	1 591	22	20	15	17	23	16		7%	7%	9%	-4%	-4%	-60%
Midsona	9,9	SEK	720	36	9	6	neg	13	8	11%	1%	4%	6%	2%	5%	-82%
Medel				16	15	13	17	17	15	4%	12%	13%	13%	5%	6%	
Median				15	13	13	17	17	15	4%	10%	11%	11%	6%	9%	

Källa: Factset, EPB

## Utspädnings effekt

I samband med nyemissionen kommer antalet aktier att fördubblas. Detta innebär en utspädnings effekt som får en stor negativ effekt på motiverat värde per aktie då framtida vinster delas ut på dubbelt så många aktier.

## Avkastningskrav

Vi höjer vår diskonteringsränta (WACC) från 8% till 10%, vilket får en negativ effekt på motiverat värde. Detta är i linje med analysavdelningens nya ramverk för avkastningskrav, som har som syfte att bättre reflektera risken med att investera i mindre bolag.

Nedan syns hur mycket effekt våra prognosförändringar med en lägre skuldsättning, utspädningseffekten, sänkt multipel och en högre WACC får på motiverat värde respektive.

### Effekter av förändringar i värderingsparametrar

Gammal multipelvärdering	44 kr
Prognosförändring inkl lägre skuld	2 kr
Utspädning	-22 kr
Multipel	-4 kr
Högre WACC	-3 kr
Ny multipelvärdering	17 kr

Källa: EPB

## DCF-värdering

Till stöd för vår multipelvärdering har vi en DCF-värdering enligt nedan, som landar på ett värde om ca 21 kr per aktie i Midsona. Den baseras på en konservativ långsiktig organisk tillväxt om 3%. Inga förvärv ligger i estimaten även om vi räknar med att sådana kommer ovanpå den organiska tillväxten. Här finns potential för uppvärdering om Midsona fortsätter sin förvärvsresa i Europa. Även i DCF-värderingen har vi höjt avkastningskravet från 8% till 10% vilket får en negativ effekt på värdet per aktie. Den stora negativa effekten kommer dock från utspädningseffekten även här, vilken till viss del motverkas av den lägre skulden efter nyemissionen.

### DCF-värdering

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output				WACC assumptions			Sensitivity analysis												
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 937			Risk free nominal rate	2.5%		WACC	9.0%	Long-term growth rate						11.0%				
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 936			Risk premium	5.5%				2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%						
Enterprise value	3 872			Small cap premium	4.0%				9.5%	23	24	26	28	30					
Latest net debt	875			Extra risk premium	-2.0%				10.0%	20	22	23	25	26					
Minority interests & other	0			WACC	10.0%				10.5%	19	20	21	22	24					
Equity value	2 997							11.0%	17	18	19	20	21						
No. of shares outstanding (millions)	145								15	16	17	18	19						
Equity value per share (SEK)	21																		
Implicit multipl.				Terminal value assumptions			WACC	9.0%	Long-term EBIT margin						11.0%				
EV/Sales	2022	2023	2024	Long term growth rate	3.0%				4.0%	6.5%	9.0%	11.5%	14.0%						
EV/EBITDA	1.0	1.0	0.9	Long term EBIT margin	9.0%				9.5%	13	19	26	32	38					
EV/EBIT	-14.2	11.0	8.7	Depreciation (% of sales)	4.0%				10.0%	12	17	23	28	34					
EV/NOPLAT	-4.3	23.7	15.4	Capex (% of sales)	3.0%				10.5%	11	16	21	26	31					
P/E	-5.5	30.4	19.8	Working cap. (% of sales)	18.3%			10	14	19	23	28							
ROIC/WACC				Tax rate	22%			11.0%	9	13	17	21	25						
Current Share price	10.20																		
2022-10-27				Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28	Dec-29	Dec-30	Dec-31	Dec-32	Dec-33	Dec-34	Terminal
DCF (SEKm)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035			
Sales	3 709	3 773	3 945	4 024	4 144	4 269	4 397	4 529	4 664	4 804	4 949	5 097	5 250	5 407	5 570	5 737			
EBITDA	404	329	-273	353	446	468	491	515	540	566	593	621	650	681	713	746			
- Depreciation	-147	-168	-637	-189	-195	-198	-201	-204	-207	-211	-214	-217	-220	-223	-226	-229			
= EBIT	257	161	-910	163	251	270	290	311	333	355	379	404	430	458	486	516			
- Tax on EBIT	-57	-35	200	-36	-55	-59	-64	-68	-73	-78	-83	-89	-95	-101	-107	-114			
= NOPLAT	200	126	-710	127	196	211	226	242	259	277	296	315	336	357	379	403			
+ Depreciation	147	168	637	189	195	198	201	204	207	211	214	217	220	223	226	229			
= Gross cash flow	347	294	-73	317	391	409	427	447	467	488	510	532	556	580	606	632			
- Capex	-369	-175	-129	-80	-83	-89	-96	-103	-110	-118	-126	-134	-143	-152	-162	-172			
- Increase (+decrease) in WC	-36	-308	-69	199	55	-23	-23	-24	-25	-26	-26	-27	-28	-29	-30	-31			
= Free cash flow from operations	-58	-189	-271	435	363	297	308	320	332	344	357	371	385	399	414	429			
PV of cash flow		-206	-268	392	297	221	208	197	185	175	165	156	147	138	131	1 936			
% of Enterprise value		-5%	-7%	10%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	50%			
Accumulated % of Enterprise value		-5%	-12%	-2%	6%	11%	17%	22%	26%	31%	35%	39%	43%	47%	50%	100%			

Infoga innehåll här

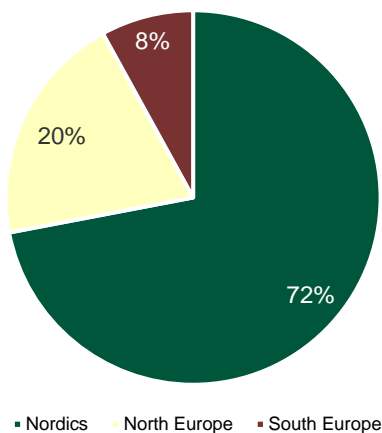
Källa: EPB

Tabell 1: Aktieägare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Stena Adactum AB	29,8%	29,8%
Swedbank Robur Fonder	8,3%	8,6%
La Financière de l'Echiquier	7,4%	7,6%
Peter Wahlberg	4,3%	4,5%
Övriga	50,3%	49,5%
Ordförande	Ola Erics	
Verkställande direktör	Peter Åsberg	
Finansdirektör	Max Bokander	
Investerarkontakt	-	
Hemsida	midsona.com	

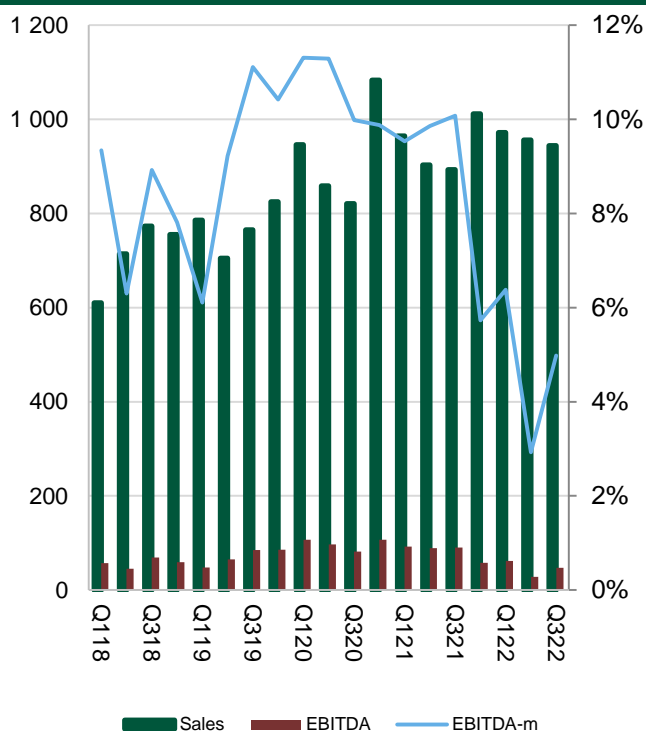
Källa: Holdings

Diagram 1: Försäljning per marknad



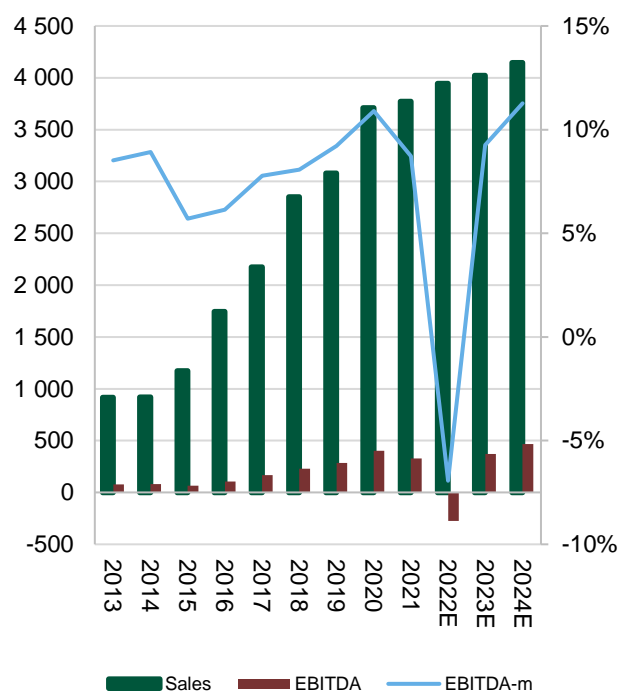
Källa: Bolaget

Diagram 2: Resultatutveckling, år



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 3: Resultatutveckling, kvartal



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 4: Motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

Resultaträkning									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1 744	2 173	2 852	3 081	3 709	3 773	3 945	4 024	4 144
Totala intäkter	1 744	2 173	2 852	3 081	3 709	3 773	3 945	4 024	4 144
Kostnad sålda varor	-1 127	-1 430	-1 980	-2 178	-2 672	-2 758	-3 039	-2 998	-3 005
Bruttovinst	617	743	872	903	1 037	1 015	905	1 026	1 140
Övriga rörelsekostnader	-540	-612	-701	-770	-832	-889	-1 342	-864	-890
EBITDA, justerad	-419	169	230	284	404	329	202	353	446
EBIT, justerad	-444	134	178	170	257	161	43	163	251
EBIT	-444	134	178	170	257	161	-435	163	251
Finansiella poster	-24	-22	-15	-54	-53	-46	-43	-61	-61
Resultat före skatt	-468	112	163	116	204	115	-478	102	190
Skatter	-13	-28	-34	-19	-28	-26	0	-20	-38
Nettoresultat, justerad	-481	84	129	97	176	89	0	82	152
Nettoresultat	-481	84	129	97	176	89	-478	82	152

Källa: EPB

Kassaflödesanalys									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	-444	134	178	170	257	161	-435	163	251
Förändringar i rörelsekapital	-34	6	30	-23	-36	-308	-69	199	55
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-457	152	212	198	283	-64	90	454	399
Fritt kassaflöde	-457	152	212	198	283	-64	90	454	399
Utdelningar	-23	-23	-51	-58	-81	-81	0	0	-145
Nyemission / återköp	801	-46	240	647	198	175	641	0	0
Övriga poster	-848	-91	-357	-712	-369	-175	-129	-80	-83
Kassaflöde	-527	-8	44	75	31	-145	602	374	171
Nettoskuld	662	652	1 116	1 353	1 584	1 436	875	486	312

Källa: EPB



## Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Övriga immateriella tillgångar	1 940	2 129	2 466	3 058	3 289	3 364	3 003	3 003	3 003
Materiella anläggningstillgångar	55	58	254	585	548	522	461	352	240
Övriga anläggningstillgångar	84	102	78	101	89	95	111	111	111
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>2 079</b>	<b>2 289</b>	<b>2 798</b>	<b>3 744</b>	<b>3 926</b>	<b>3 981</b>	<b>3 575</b>	<b>3 466</b>	<b>3 354</b>
Varulager	244	272	482	529	643	783	871	649	592
Kundfordringar	209	213	259	290	290	403	452	430	443
Övriga omsättningstillgångar	23	29	59	44	73	67	59	59	59
Likvida medel och kortfristiga placeringar	65	54	101	173	195	53	655	1 044	1 218
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>541</b>	<b>568</b>	<b>901</b>	<b>1 036</b>	<b>1 201</b>	<b>1 306</b>	<b>2 037</b>	<b>2 182</b>	<b>2 312</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>2 620</b>	<b>2 857</b>	<b>3 699</b>	<b>4 780</b>	<b>5 127</b>	<b>5 287</b>	<b>5 612</b>	<b>5 649</b>	<b>5 666</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	1 349	1 550	1 630	2 322	2 313	2 875	3 074	3 156	3 162
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 349</b>	<b>1 550</b>	<b>1 630</b>	<b>2 322</b>	<b>2 313</b>	<b>2 875</b>	<b>3 074</b>	<b>3 156</b>	<b>3 162</b>
Långfristiga räntebärande skulder	706	665	1 130	1 382	1 526	1 314	1 331	1 331	1 331
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>917</b>	<b>891</b>	<b>1 484</b>	<b>1 795</b>	<b>1 906</b>	<b>1 672</b>	<b>1 695</b>	<b>1 695</b>	<b>1 695</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	21	41	87	144	253	175	199	199	199
Leverantörsskulder	212	220	357	288	405	342	410	365	376
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	2	0	15	10	10	10
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>354</b>	<b>416</b>	<b>585</b>	<b>663</b>	<b>908</b>	<b>740</b>	<b>843</b>	<b>798</b>	<b>809</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>2 620</b>	<b>2 857</b>	<b>3 699</b>	<b>4 780</b>	<b>5 127</b>	<b>5 287</b>	<b>5 612</b>	<b>5 649</b>	<b>5 666</b>

Källa: EPB

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäkstillväxt	-	25%	31%	8%	20%	2%	5%	2%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	140%	36%	23%	42%	N.m.	N.m.	75%	27%
EBIT-tillväxt, justerad	-	130%	33%	N.m.	51%	N.m.	N.m.	284%	54%
EPS-tillväxt, justerad	-	116%	54%	N.m.	81%	N.m.	N.m.	17130%	86%
Bruttomarginal	35,4%	34,2%	30,6%	29,3%	28,0%	26,9%	23,0%	25,5%	27,5%
EBITDA-marginal	-	7,8%	8,1%	9,2%	10,9%	8,7%	5,1%	8,8%	10,8%
EBITDA-marginal, justerad	-	7,8%	8,1%	9,2%	10,9%	8,7%	5,1%	8,8%	10,8%
EBIT-marginal	-	6,2%	6,2%	5,5%	6,9%	4,3%	Neg.	4,1%	6,1%
EBIT-marginal, justerad	-	6,2%	6,2%	5,5%	6,9%	4,3%	1,1%	4,1%	6,1%
Vinst-marginal, justerad	-	4,8%	4,5%	3,1%	4,7%	2,4%	Neg.	2,0%	3,7%

Källa: EPB

## Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	6%	8%	5%	8%	3%	Neg.	3%	5%
ROCE, justerad	-	2%	2%	1%	2%	1%	0%	1%	1%
ROIC, justerad	-	6%	7%	5%	7%	4%	1%	4%	7%

Källa: EPB

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	14%	13%	17%	17%	17%	21%	22%	16%	14%
Kundfordringar / totala intäkter	12%	10%	9%	9%	8%	11%	11%	11%	11%
Leverantörsskulder / KSV	19%	15%	18%	13%	15%	12%	13%	12%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	34%	72%	91%	107%	143%	108%	120%	118%	117%
Rörelsekapital / totala intäkter	8%	6%	11%	11%	9%	18%	19%	13%	12%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,0x	1,0x	0,8x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x

Källa: EPB

## Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	662	652	1 116	1 353	1 584	1 436	875	486	312
Soliditet	51%	54%	44%	49%	45%	54%	55%	56%	56%
Nettoskuldsättningsgrad	0,5x	0,4x	0,7x	0,6x	0,7x	0,5x	0,3x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-1,6x	3,9x	4,9x	4,8x	3,9x	4,4x	4,3x	1,4x	0,7x

Källa: EPB

## Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-11,3	1,83	2,80	1,49	2,71	1,22	-6,58	0,56	1,05
EPS, justerad	-11,3	1,83	2,80	1,49	2,71	1,22	0,00	0,56	1,05
FCF per aktie	-10,7	3,30	4,61	3,05	4,35	-0,88	1,23	3,12	2,74
Utdelning per aktie	1,10	1,25	1,25	1,25	1,25	0,00	0,80	1,00	1,00
Eget kapital per aktie	31,6	33,7	35,4	35,7	35,6	39,5	42,3	21,7	21,7
Antal aktier vid årets slut, m	42,6	46,0	46,0	65,0	65,0	72,9	72,7	145	145
Antal aktier efter utspädning, snitt	42,6	46,0	46,0	65,0	65,0	72,9	72,7	145	145

Källa: EPB

## Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-3,5x	28,5x	19,5x	33,1x	28,7x	44,3x	-2507,0x	14,7x	7,9x
P/EK	1,2x	1,5x	1,5x	1,4x	2,2x	1,4x	0,2x	0,4x	0,4x
P/FCF	-3,6x	15,7x	11,9x	16,2x	17,9x	-61,6x	6,7x	2,7x	3,0x
FCF-yield	-27%	6%	8%	6%	6%	-2%	15%	38%	33%
Direktavkastning	2,8%	2,4%	2,3%	2,5%	1,6%	0,0%	9,7%	12,1%	12,1%
Utdelningsandel, justerad	-9,8%	68,5%	44,6%	83,8%	46,2%	0,0%	24221,9%	177,8%	95,7%
EV/Sales	1,3x	1,4x	1,3x	1,5x	1,8x	1,4x	0,4x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	-5,6x	18,0x	15,8x	16,1x	16,4x	16,3x	7,3x	4,8x	3,4x
EV/EBIT, justerad	-5,2x	22,7x	20,4x	26,8x	25,8x	33,4x	34,7x	10,3x	6,0x
EV	2 330	3 044	3 635	4 564	6 641	5 378	1 477	1 690	1 516
Aktiekurs	39,1	52,0	54,8	49,4	77,8	54,1	8,3	8,3	8,3

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