



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Livsmedel | Sverige | 03 februari 2023

Midsona

Fortsatt påverkade av kostnadsinflation men börjar se ljusare ut

Fortsatt påverkade av kostnadsinflation


Nettoomsättningen ökade 1,5% y/y till 1027 mkr (1012), men den organiska tillväxten var -3,5%. De egna ekologiska varumärkena hade det fortsatt tufft, medan kontraktstillverkade varor gick bra. En sämre produktmix, prishöjningar som ännu inte slagit igenom och en svagare krona tyngde bruttomarginalen som var fortsatt låg på 22%, vilket också ledde till en svag justerad EBITDA-marginal som blev 4,4% (6,0%). Det fria kassaflödet på 120 mkr var det bästa någonsin i ett kvartal.

Men det mesta börjar se bättre ut

De flesta prishöjningar slår igenom i Q1 och med full effekt i Q2, vilket vi redan känner till. Råvarupriserna börjar stabiliseras, transportkostnaderna har minskat och energikostnaderna har inte blivit så höga som befarat. Kostnadsbesparingsprogrammet löper på enligt plan, samtidigt som Midsona har bättre kontroll över kassaflödet och en förstärkt balansräkning. Storägaren Stena har ökat sitt innehav och styrelsen har förstärkts med kompetens och erfarenhet. Sammantaget ser vi goda möjligheter att 2023 blir ett bättre år för Midsona än 2022.

Behåller motiverat värde

Efter rapporten gör vi endast marginella justeringar på estimaten och motiverat värde behålls på 17-19 kr. Det motiverade värdet kommer vi fram till genom en multipelvärdering i kombination med stöd av en DCF-värdering.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	17 - 19 kr												
Totala intäkter	3 899	-1,2	3 977	-1,2	Totala intäkter	3 773	3 899	3 977	4 096	Aktiekurs	9 kr												
EBIT, just.	13	nm	147	-10,0	Intäktstillväxt	2%	3%	2%	3%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	-0,5	nm	0,6	0,1	EBITDA, just.	329	171	334	426	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser					EBIT, just.	161	13	147	233														
Q1 - rapport	27 april 2023				EPS, just.	1,2	-0,5	0,6	1,0														
Q2 - rapport	20 juli 2023				EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	>100%	84%														
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	39,5	21,2	21,8	22,8	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																					
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
Antal aktier	145m				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,4														
Börsvärde	1 382				EBIT-marginal	4,3%	Neg.	3,7%	5,7%														
Nettoskuld	774				ROE, just.	3,4%	Neg.	2,6%	4,7%														
EV	2 156				ROCE, just.	1,0%	0,1%	0,9%	1,4%														
Free float	46%				EV/Sales	1,4x	0,6x	0,5x	0,3x														
Daglig handelsvolym, snitt	292k				EV/EBITDA	16,3x	12,6x	5,6x	3,2x														
Bloomberg Ticker	MSONB SS EQUITY				EV/EBIT	33,4x	165,8x	12,8x	5,9x														
Analytiker					P/E, just.	44,3x	-17,5x	16,8x	9,1x														
					P/EK	1,4x	0,4x	0,4x	0,4x														
					Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	4,2%														
Henrik Holmer					FCF yield	0%	15%	33%	37%														
henrik.holmer@penser.se					Nettoskuld/EBITDA	4,4x	4,5x	1,5x	0,4x														

Investment case

Midsonas exponering mot ekologiska och växtbaserade livsmedel medför att de bör kunna ha en organisk tillväxt högre än livsmedelsbranschen som helhet. Midsonas förvävsstrategi 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 konsumenter 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 värderar Midsona i en multipelvärdering där vi väljer att värdera på EV/EBIT för att ta hänsyn till skuldsättningen. Vi har tidigare hävdade att Midsona bör handlas till en premie baserat på den starka varumärkesportföljen, förvävsstrategin 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 som nedan peer group som båda handlas på EV/EBIT på 14x 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 17kr 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 100%.

Kvartalet i korthet

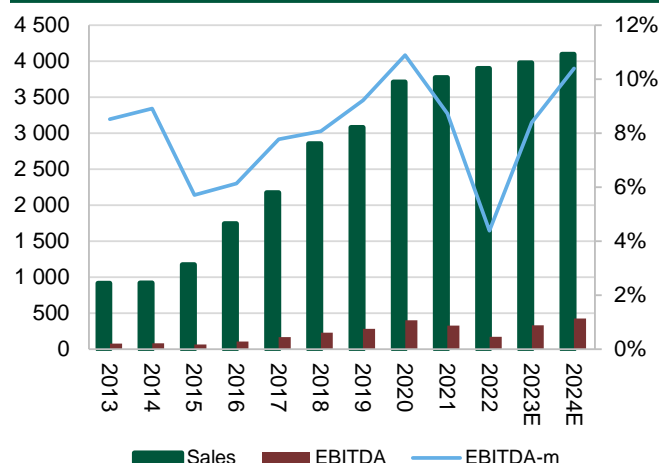
Nettoomsättningen ökade 1,5% y/y till 1027 mkr (1012), där ökningen främst kom från valuta medan den organiska tillväxten var -3,5%. Midsonas egna varumärken inom ekologiskt har det fortsatt tufft när konsumenter håller i plånboken. Detta ledde till att kontraktstillverkade varor visade på en relativt god tillväxt och på det stora hela en sämre produktmix. Kontraktstillverkade varor har lägre bruttomarginal, men inte nödvändigtvis lägre EBITDA-marginal då det innebär lägre marknadsföringskostnader för Midsona. Fokus är dock på de egna varumärkena och selektiva investeringar görs för att förbättra trenden och bolaget menar att det fortfarande finns en stark efterfrågan för högkvalitativa produkter inom Midsonas kategorier.

Bruttomarginalen blev 22%, vilket är fortsatt väldigt lågt jämfört med att den historiskt legat runt 28-29%. Kostnadsinflationen fortsatte under Q4. Midsona fortsätter att höja priser för att kompensera för kostnadsökningarna, men det sker med fördröjning. En stor del av prishöjningarna kommer att slå igenom i Q1, men det finns en risk för fortsatt press när kunder köper på sig lager innan aviserade prishöjningar slår igenom i februari. Midsona ser tendenser att råvarupriserna börjar stabiliseras, samtidigt som transportkostnaderna har minskat och energikostnaderna inte har blivit så höga som tidigare befarats. Den svaga kronan har en negativ effekt på marginalerna, då de flesta varor köps in i USD och EUR. Den svagare bruttomarginalen tynger EBITDA-marginalen som justerat blev 4,4% (6,0%).

Kostnadsbesparingsprogrammet rullar på enligt plan och kommer att vara fullt implementerat i Q3. Det fria kassaflödet på 120 mkr var det bästa någonsin i ett kvartal, tack vare en lägre kapitalbindning i varulager då man har jobbat med leveranskedjan.

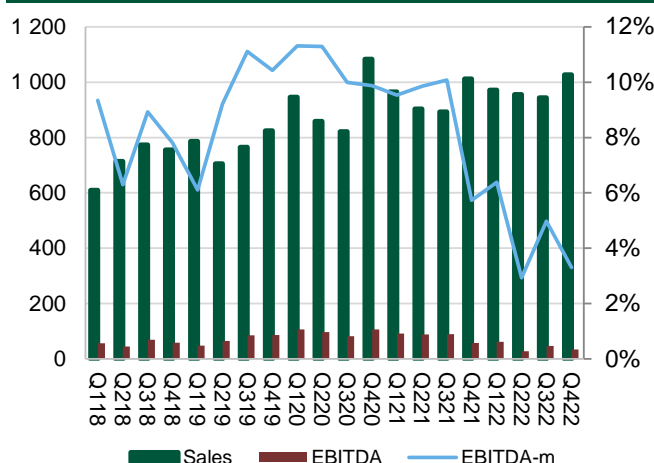
Med en lägre kostnadsbas, prishöjningar som slår igenom i början av året, stabiliserade råvarupriser, en bättre kontroll över kassaflöde samt en förstärkt balansräkning efter emissionen, ser vi goda möjligheter att 2023 blir ett bättre år för Midsona än 2022, även om det finns fortsatta utmaningar. Vidare har storägaren Stena visat på en tro på Midsona då man i samband med emissionen ökade sitt innehav till 48% från tidigare 30%, samtidigt som styrelsen har förstärkts ordentligt med kompetens och erfarenhet från livsmedelsbranschen.

Diagram 1: Resultatutveckling, år



Källa: EPB, Bolaget

Ingen 1: Resultatutveckling, kvartal



Källa: EPB, Bolaget

Värdering

Vi värderar Midsona i en multipelvärdering där vi väljer att värdera på EV/EBIT för att ta hänsyn till skuldsättningen. Vi har tidigare hävdad 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 som nedan peer group som båda handlas på EV/EBIT på 14x 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 17kr per aktie.

Värdering peer group																
	Kurs		MV	EV/EBIT (just.)			P/E (just.)			Dir.avk.	EBIT-marg.			Årlig försäljningstillväxt		Kursutveckling
	(lokal)		(lokal valuta)	22e	23e	24e	22e	23e	24e	23e	22e	23e	24e	21	22e	1 yr
Raisio Plc Class V	2,4	EUR	387	20	15	13	29	20	17	5%	8%	10%	11%	5%	-9%	-25%
Cloetta AB Class B	22,3	SEK	6 436	11	11	10	23	11	11	4%	10%	10%	11%	6%	14%	-9%
Olvi Oyj Class A	32,5	EUR	672	13	12	11	18	16	15	4%	10%	11%	11%	11%	6%	-32%
Orkla ASA	74,6	NOK	74 687	12	13	13	14	14	13	4%	13%	12%	12%	7%	15%	-12%
Tyson Foods, Inc. Class A	65,1	USD	22 849	7	10	9	7	11	10	3%	8%	6%	6%	11%	13%	-28%
Unilever PLC	41,3	GBP	104 650	16	15	14	18	17	16	4%	16%	16%	17%	-1%	20%	10%
Nestle S.A.	111,0	CHF	305 305	22	22	20	23	22	20	3%	17%	17%	17%	3%	9%	-7%
Procter & Gamble Company	143,2	USD	337 806	22	21	20	25	25	23	3%	22%	22%	23%	7%	5%	-10%
Hain Celestial Group, Inc.	21,2	USD	1 891	22	24	18	21	30	20	0%	7%	7%	8%	-4%	-4%	-42%
Midsona	9,5	SEK	1 380	166	13	6	neg	17	9	0%	neg	4%	6%	2%	3%	-77%
Medel				16	16	14	20	18	16	3%	12%	12%	13%	5%	8%	
Median				16	15	13	21	17	16	4%	10%	11%	11%	6%	9%	

Källa: Factset, EPB

DCF-värdering

Till stöd för vår multipelvärdering har vi en DCF-värdering enligt nedan som landar på ett värde om ca 25 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.

DCF - värdering

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	2 400		
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 980		
Enterprise value	4 379		
Latest net debt	774		
Minority interests & other	0		
Equity value	3 605		
No. of shares outstanding (millions)	145		
Equity value per share (SEK)	25		

WACC assumptions			
Risk free nominal rate	2.5%		
Risk premium	5.5%		
Small cap premium	4.0%		
Extra risk premium	-2.0%		
WACC	10.0%		

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	9.0%	27	28	30	32	34
	9.5%	24	26	27	29	31
	10.0%	23	24	25	26	28
	10.5%	21	22	23	24	25
11.0%	20	20	21	22	23	

Long-term EBIT margin						
		4.0%	6.5%	9.0%	11.5%	14.0%
		17	24	30	36	42
WACC	9.0%	16	22	27	33	38
	9.5%	15	20	25	30	35
	10.0%	14	18	23	27	32
	10.5%	13	17	21	25	29

Implicit multipl.			
EV/Sales	2022	2023	2024
EV/EBITDA	1.1	1.1	1.1
EV/EBIT	25.6	13.1	10.3
EV/NOPLAT	-9.4	29.8	18.8
P/E	-12.1	38.2	24.0
ROIC/WACC			
Current Share price	9.00		

Terminal value assumptions			
Long term growth rate	3.0%		
Long term EBIT margin	9.0%		
Depreciation (% of sales)	4.0%		
Capex (% of sales)	3.0%		
Working cap. (% of sales)	16.1%		
Tax rate	22%		

	2023-02-02	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	3 899	3 977	4 096	4 219	4 346	4 476	4 610	4 749	4 891	5 038	5 189	5 345	5 505	5 670
EBITDA		404	329	171	334	426	449	473	497	523	550	578	607	638	670	703	737
- Depreciation		-147	-168	-636	-187	-193	-196	-199	-202	-205	-208	-211	-214	-217	-221	-224	-227
= EBIT		257	161	-465	147	233	253	274	295	318	342	367	393	420	449	479	510
- Tax on EBIT		-57	-35	102	-32	-51	-56	-60	-65	-70	-75	-81	-86	-92	-99	-105	-112
= NOPLAT		200	126	-363	115	182	197	214	230	248	267	286	307	328	350	374	398
+ Depreciation		147	168	636	187	193	196	199	202	205	208	211	214	217	221	224	227
= Gross cash flow		347	294	273	302	375	393	412	432	453	475	497	521	545	571	597	625
- Capex		-369	-175	-29	-80	-82	-88	-95	-102	-109	-117	-125	-133	-142	-151	-160	-170
- Increase (+decrease) in WC		-36	-308	62	85	55	-20	-20	-21	-22	-22	-23	-24	-24	-25	-26	-27
= Free cash flow from operations		-58	-189	306	307	348	285	297	310	322	336	350	364	379	395	411	428
PV of cash flow			-212	311	284	292	218	206	195	185	175	166	157	149	141	133	1 980
% of Enterprise value			-5%	7%	6%	7%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	45%
Accumulated % of Enterprise value			-5%	2%	9%	15%	20%	25%	30%	34%	38%	42%	45%	49%	52%	55%	100%

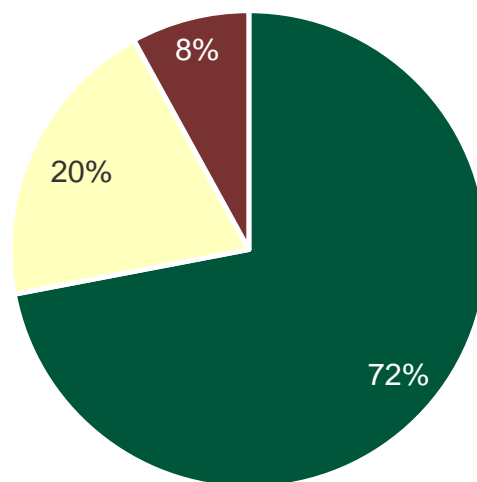
Key figures																
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Sales growth		1.7%	3.3%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EBITDA margin		9%	4%	8%	10%	10.6%	10.9%	11.1%	11.3%	11.6%	11.8%	12.1%	12.3%	12.5%	12.8%	13.0%
EBITDA growth		-19%	-48%	95%	28%	5.3%	5.3%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%
EBIT margin		4%	-12%	4%	6%	6.0%	6.3%	6.6%	6.9%	7.2%	7.5%	7.8%	8.1%	8.4%	8.7%	9.0%
Depreciation (% of sales)		4.5%	16.3%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%
Capex (% of sales)		4.6%	0.7%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%
Capex (% of depreciation)		104%	5%	43%	43%	45%	48%	50%	53%	56%	59%	62%	65%	68%	72%	75%
Working capital (% of sales)			18%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Tax rate		22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%

Ingen 2: Aktieägare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Stena Adactum AB	46,9%	48,1%
La Financière de l'Echiquier	4,1%	4,2%
Swedbank Robur Fonder	2,9%	3,0%
Avanza Pension	2,4%	2,4%
Övriga	43,7%	42,2%
Ordförande	Patrik Andersson	
Verkställande direktör	Peter Åsberg	
Finansdirektör	Max Bokander	
Investerarkontakt	-	
Hemsida	midsona.com	

Källa: Holdings

Diagram 2: Försäljning per marknad



■ Nordics ■ North Europe ■ South Europe

Källa: Bolaget

Diagram 3: Motiverat värde och aktiekurs



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	1 744	2 173	2 852	3 081	3 709	3 773	3 899	3 977	4 096
Totala intäkter	1 744	2 173	2 852	3 081	3 709	3 773	3 899	3 977	4 096
Kostnad sålda varor	-1 127	-1 430	-1 980	-2 178	-2 672	-2 758	-3 021	-2 983	-2 990
Bruttoresultat	617	743	872	903	1 037	1 015	878	994	1 106
Totala rörelsekostnader	-1 036	-574	-642	-619	-633	-686	-707	-660	-680
EBITDA	-419	169	230	284	404	329	171	334	426
EBITDA, justerad	-419	169	230	284	404	329	171	334	426
Totala avskrivningar	-25	-35	-52	-114	-147	-168	-636	-187	-193
EBITA, justerad	-419	169	230	284	404	329	171	334	426
EBIT	-444	134	178	170	257	161	-465	147	233
Jämförelsestörande poster	-	-	-	-	-	-	-478	-	-
EBIT, justerad	-444	134	178	170	257	161	13	147	233
Finansnetto	-24	-22	-15	-54	-53	-46	-64	-45	-45
Resultat före skatt	-468	112	163	116	204	115	-529	102	189
Resultat före skatt, justerad	-468	112	163	116	204	115	-51	102	189
Total skatt	-13	-28	-34	-19	-28	-26	-28	-20	-38
Nettoresultat	-481	84	129	97	176	89	-557	82	151
Nettoresultat, justerad	-481	84	129	97	176	89	-79	82	151

Källa: Midsona, EPB

Kassaflödesanalys									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-444	134	178	170	257	161	-465	147	233
Övriga kassaflödesposter	21	12	4	51	62	83	-	108	109
Förändringar i rörelsekapital	-34	6	30	-23	-36	-308	62	85	55
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-436	164	216	249	345	19	203	448	507
Fritt kassaflöde	-436	164	216	249	345	19	203	448	507
Utdelningar	-23	-23	-51	-58	-81	-81	0	0	0
Nyemission / återköp	801	-46	240	647	198	175	-108	0	0
Övriga poster	-848	-91	-357	-712	-369	-175	-29	-80	-82
Kassaflöde	-506	4	48	126	93	-62	66	369	425
Nettoskuld	662	652	1 116	1 353	1 584	1 436	774	500	183

Källa: Midsona, EPB

Balansräkning									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	1 940	2 129	2 466	3 058	3 289	3 364	3 020	3 020	3 020
Materiella anläggningstillgångar	55	58	254	585	548	522	451	344	233
Övriga anläggningstillgångar	84	102	78	101	89	95	121	121	121
Summa anläggningstillgångar	2 079	2 289	2 798	3 744	3 926	3 981	3 592	3 485	3 374
Varulager	244	272	482	529	643	783	727	641	585
Kundfordringar	209	213	259	290	290	403	398	406	418
Övriga omsättningstillgångar	23	29	59	44	73	67	66	66	66
Likvida medel och kortfristiga placeringar	65	54	101	173	195	53	121	395	712
Summa omsättningstillgångar	541	568	901	1 036	1 201	1 306	1 312	1 508	1 781
SUMMA TILLGÅNGAR	2 620	2 857	3 699	4 780	5 127	5 287	4 904	4 993	5 155
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	1 349	1 550	1 630	2 322	2 313	2 875	3 082	3 164	3 315
Summa eget kapital	1 349	1 550	1 630	2 322	2 313	2 875	3 082	3 164	3 315
Långfristiga räntebärande skulder	706	665	1 130	1 382	1 526	1 314	776	776	776
Summa långfristiga skulder	917	891	1 484	1 795	1 906	1 672	1 131	1 131	1 131
Kortfristiga räntebärande skulder	21	41	87	144	253	175	119	119	119
Leverantörsskulder	212	220	357	288	405	342	358	365	376
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	2	0	15	7	7	7
Summa kortfristiga skulder	354	416	585	663	908	740	691	698	709
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 620	2 857	3 699	4 780	5 127	5 287	4 904	4 993	5 155

Källa: Midsona, EPB

Tillväxt och marginaler									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	25%	31%	8%	20%	2%	3%	2%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	36%	23%	42%	N.m.	N.m.	95%	28%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	33%	N.m.	51%	N.m.	N.m.	>100%	59%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	54%	N.m.	81%	N.m.	N.m.	>100%	84%
Bruttomarginal	35,4%	34,2%	30,6%	29,3%	28,0%	26,9%	22,5%	25,0%	27,0%
EBITDA-marginal	Neg.	7,8%	8,1%	9,2%	10,9%	8,7%	4,4%	8,4%	10,4%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	7,8%	8,1%	9,2%	10,9%	8,7%	4,4%	8,4%	10,4%
EBIT-marginal	Neg.	6,2%	6,2%	5,5%	6,9%	4,3%	Neg.	3,7%	5,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	6,2%	6,2%	5,5%	6,9%	4,3%	0,3%	3,7%	5,7%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	4,8%	4,5%	3,1%	4,7%	2,4%	Neg.	2,1%	3,7%

Källa: Midsona, EPB

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

Källa: Midsona, EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	14%	13%	17%	17%	17%	21%	19%	16%	14%
Kundfordringar / totala intäkter	12%	10%	9%	9%	8%	11%	10%	10%	10%
Leverantörsskulder / KSV	19%	15%	18%	13%	15%	12%	12%	12%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	34%	72%	91%	>100%	>100%	>100%	98%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	8%	6%	11%	11%	9%	18%	16%	13%	12%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,0x	1,0x	0,8x	0,9x	0,9x	1,0x	1,0x	1,0x

Källa: Midsona, EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	662	652	1 116	1 353	1 584	1 436	774	500	183
Soliditet	51%	54%	44%	49%	45%	54%	63%	63%	64%
Nettoskultsättningsgrad	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	4,5x	1,5x	0,4x

Källa: Midsona, EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-11,3	1,83	2,80	1,49	2,71	1,22	-3,83	0,56	1,04
EPS, justerad	-11,3	1,83	2,80	1,49	2,71	1,22	-0,54	0,56	1,04
FCF per aktie	-10,2	3,56	4,69	3,83	5,31	0,26	1,40	3,08	3,49
Utdelning per aktie	1,10	1,25	1,25	1,25	1,25	0,00	0,00	0,00	0,40
Eget kapital per aktie	31,6	33,7	35,4	35,7	35,6	39,5	21,2	21,8	22,8
Antal aktier vid årets slut, m	42,6	46,0	46,0	65,0	65,0	72,9	145	145	145
Antal aktier efter utspädning, snitt	42,6	46,0	46,0	65,0	65,0	72,9	145	145	145

Källa: Midsona, 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	-17,5x	16,8x	9,1x
P/EK	1,2x	1,5x	1,5x	1,4x	2,2x	1,4x	0,4x	0,4x	0,4x
P/FCF	-3,8x	14,6x	11,7x	12,9x	14,7x	207,5x	6,8x	3,1x	2,7x
FCF-yield	Neg.	7%	9%	8%	7%	0%	15%	33%	37%
Direktavkastning	2,8%	2,4%	2,3%	2,5%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	4,2%
Utdelningsandel, justerad	-9,8%	68,5%	44,6%	83,8%	46,2%	0,0%	0,0%	0,0%	38,5%
EV/Sales	1,3x	1,4x	1,3x	1,5x	1,8x	1,4x	0,6x	0,5x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	-5,6x	18,0x	15,8x	16,1x	16,4x	16,3x	12,6x	5,6x	3,2x
EV/EBIT, justerad	-5,2x	22,7x	20,4x	26,8x	25,8x	33,4x	165,8x	12,8x	5,9x
EV	2 330	3 044	3 635	4 564	6 641	5 378	2 156	1 879	1 379
Aktiekurs	39,1	52,0	54,8	49,4	77,8	54,1	9,5	9,5	9,5

Källa: Midsona, EPB

Disclosure

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 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 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