



Penser Access by Carnegie

Elektrisk & Elektronisk utrustning | Sverige | 25 april 2024

Ependion

Sekventiellt högre orderingång

Osäkerheten består i det korta, men de strukturella drivkrafterna består

Även om affären fortsatte påverkas av den osäkra konjunkturen och det höga ränteläget, återhämtade sig orderingången sekventiellt. Ordramna från den stora kund i tågsegmentet som förlängde orderhorisonten i början av förra året, gjorde en engångsorder i Q2'23 och som drog ned ordramna i H2'23, har nu börjat normaliseras medan energisegmentet växer, både sekventiellt och y/y. Vi ser ingen förändring i tillväxtdrivarna – den strukturella tillväxten är intakt och vi ser svagheter som tillfällig även om det är svårt att veta hur länge den håller i sig. Försäljningen har kommit ifatt orderboken – book-to-bill i årstakt fortsätter vara klart under ett.

Marginalen i affärsenheten Beijer Electronics återhämtade sig

Efter en svag marginal i Q4 återhämtade sig koncernens marginal i Q1 och med 12% är den tillbaka på den nivå som vi har sett det senaste året. Särskilt glädjande är att Beijer återhämtade sig med fem procentenheter från Q4 – att Beijer Electronics lyckas försvara marginalen trots fallande volymer ser vi som en nyckel för aktiens utveckling. För att nå marginalmålet på 15% behöver dock volymerna återkomma. De strukturella drivkrafterna som driver Ependions efterfrågan och bolagets positionering gör att vi är konfident att detta volymerna kommer återkomma.

Implementeringen av den nya strategin fortgår enligt plan

Den nya strategin som affärsenheten Beijer Electronics presenterade på kapitalmarknadsdagen i mars, och som ska öka fokus på tre områden där enheten har starka positioner, fortsätter att implementeras. Genom snävare fokus bedöms enheten både accelerera tillväxten och stärka marginalerna mot koncernens mål. Vi lämnar våra rörelseestimat i stort oförändrade och vi behåller vårt motiverade värde på 149-163 kr.

| Estimatändring | | | | Prognos (mkr) | | | | Värde och risk | | |
|----------------------------|-----------------|-------|-------|---------------------|-------|-------|-------|----------------|------------------------------|--------------|
| | 24e | 25e | 26e | | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | Motiverat värde | 149 - 163 kr |
| Totala intäkter | 0,1% | 0,1% | 0,1% | Totala intäkter | 2 471 | 2 463 | 2 680 | 2 965 | Aktiekurs | 109 kr |
| EBIT, just. | 0,5% | 0,4% | 0,3% | Tillväxt | 16% | 0% | 9% | 11% | Riskenivå | Medel |
| EPS, just. | -8,6% | -9,6% | -8,9% | EBITDA, just. | 474 | 510 | 557 | 630 | Kursutveckling 12 mån | |
| Kommande händelser | | | | EBIT, just. | 322 | 328 | 377 | 434 | | |
| Q2 - rapport | 15 juli 2024 | | | EPS, just. | 6,9 | 7,2 | 8,5 | 10,2 | | |
| Q3 - rapport | 24 oktober 2024 | | | EPS-tillväxt, just. | 36% | 5% | 18% | 19% | | |
| Bolagsfakta (mkr) | | | | EK/aktie | 40,1 | 46,3 | 53,3 | 61,5 | | |
| Antal aktier | 29m | | | Utdelning per aktie | 1,0 | 1,5 | 2,0 | 2,5 | | |
| Börsvärde | 3 144 | | | EBIT-marginal | 13,0% | 13,3% | 14,1% | 14,6% | | |
| Nettoskuld | 732 | | | ROE, just. | 18,6% | 16,7% | 17,1% | 17,7% | | |
| EV | 3 880 | | | ROCE, just. | 16,9% | 16,1% | 18,0% | 20,2% | | |
| Free float | 54% | | | EV/Sales | 1,8x | 1,6x | 1,4x | 1,3x | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | 16k | | | EV/EBITDA | 9,2x | 7,6x | 7,0x | 6,2x | | |
| Bloomberg Ticker | EPEN SS EQUITY | | | EV/EBIT | 13,5x | 11,8x | 10,3x | 8,9x | Intressekonflikter | |
| Analytiker | | | | P/E, just. | 18,2x | 15,1x | 12,7x | 10,7x | | |
| Markus Almerud | | | | P/EK | 3,1x | 2,3x | 2,0x | 1,8x | Yes | No |
| markus.almerud@carnegie.se | | | | Direktavkastning | 0,8% | 1,4% | 1,8% | 2,3% | Likviditetsgarant | ✓ |
| | | | | FCF yield | 4% | 7% | 8% | 9% | Certified adviser | ✓ |
| | | | | Nettoskuld/EBITDA | 1,5x | 1,1x | 0,8x | 0,4x | Transaktioner 12m | ✓ |

Investment case

Ependion ser strukturell tillväxt i flera slutmarknader inklusive tåg och spår, energi och infrastruktur och vi estimerar hög ensiffrig organisk tillväxt de kommande åren. Koncernen var på väg att uppnå sina mål – att öka omsättningen med 10% per år med en marginalpotential på 15% – samt att nå kritisk volym innan pandemin slog till.

I kölvattnet av pandemin anpassade Ependion kostnaderna efter rådande efterfrågan och är nu redo för att växla upp marginalen i takt med att volymerna kommer tillbaka – bolaget är redo för nästa steg. Nu indikerar orderingången att bolaget är på väg att återigen nå kritisk massa.

Med konservativa estimat ser vi medelhög tvåsiffrig marginal för koncernen på medellång sikt (2028e). Westermo, Ependions största affärsenhet, är relativt stabilt och aktien är idag värderad i linje med värderingen för affärsenheten. Beijer Electronics, Ependions näst största affärsenhet, är nyckeln till både att bolaget når sina målsättningar och att aktien lyfter.

Bolagsprofil

Ependion är en teknikkoncern som erbjuder avancerade lösningar för säker kontrollstyrning och kommunikation i krävande miljöer. Hårdvaran som erbjudandet är byggt runt är i huvudsak ethernet-switchar, routrar och avancerade displayer. Bolaget har huvudkontor i Malmö och har ca 870 anställda. Under 2023 omsatte de 2,5 mdkr.

Bolaget har två affärsenheter, Westermo och Beijer Electronics, och Europa står för 64% av försäljningen. Organisationen är präglad av en hög grad av decentralisering. Tåg och Spår tillsammans med Energi och Generell Tillverkning är de största slutkundsegmenten.

Värdering

Vi använder en blandning av värderingsmetoder för att värdera Ependion. För att ta hänsyn till den strukturella tillväxten, framför allt på ställverksidan, sätter vi våra målmultiplar på 2028e och nuvärdesberäknar sedan dessa värden. I vår SOTP använder vi 13–14x EBIT, vilket är i linje med det historiska genomsnittet för den breda marknaden för Westermo och något lägre för Beijer Electronics. I vår DCF använder vi en WACC på 10%. I genomsnitt når vi ett värde på 156 kr.

Motiverat värde

149-163 kr

Kvartalet i korthet

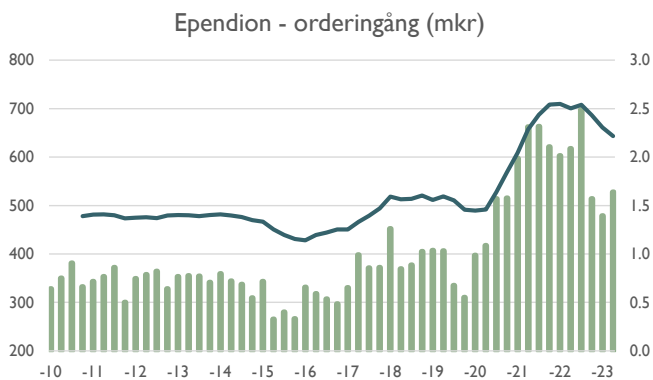
Även om osäkerheten i världsekonomin och de högre räntorna fortsätter att pressa efterfrågan steg orderingen sekventiellt (Figur 1). Den strukturella tillväxten i majoriteten av Ependions slutkundssegment gör att vi bedömer att svagheten är tillfällig. Vi noterar dock att försäljningen har kommit ifatt orderboken – book-to-bill i årstakt fortsätter ligga klart under ett (Figur 2).

Båda affärsenheterna bidrog till svagheten. Westermo påverkades något negativt av konjunkturen, men huvudorsaken till deras svaghet var fortsatta justeringar av de stora ordervolymer som bokades i tågsegmentet under andra kvartalet 2023. Denna kunds beställningsmönster har dock normaliserats efter ett svagt andra halvår. Bortsett från denna kund är tågsegmentet stabilt medan energi växer, både sekventiellt och jämfört med föregående år.

Beijer Electronics affär är mer cyklisk till sin natur och har dessutom drabbats av att beställningsmönstret har normaliserats – order görs nu med kort tidshorisont vilket inte var fallet förra året. Det är framför allt industrikonjunkturen i Asien som fortsatte vara svag men det är värt att poängtera att efterfrågan i Beijer Electronics har varit sekventiellt stabil de senaste kvartalen. Europa utvecklades svagt positivt medan Nordamerika var stabilt.

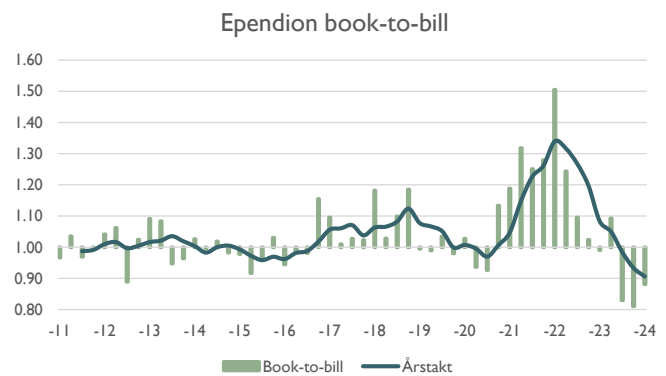
Den organiska tillväxten fortsatte sin negativa trend (Figur 3) men marginalen återhämtade sig (Figur 4). Särskilt glädjande var att Beijer Electronics återhämtade sig och var tillbaka på 13%. Efter ensiffrig marginal i Q4 fanns en oro att enheten inte skulle lyckas att hålla i marginalen och vi ser därför återhämtningen som positiv. Westermos kontraherade y/y och q/q på försämrad mix men var fortfarande över 15%. Vi ser inte mixförändringen som strukturell.

Figur 1: Orderingen den svagaste sedan Q1'21...



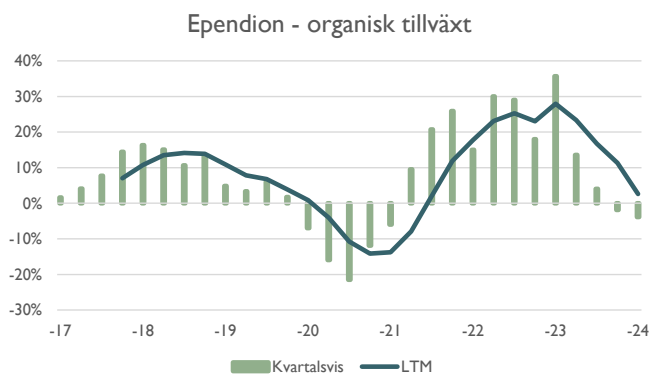
Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 2: ...och försäljningen har nu kommit ikapp orderingen



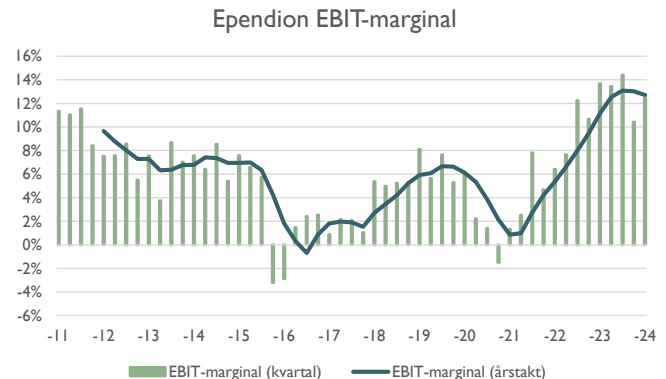
Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 3: Den organiska tillväxten har toppat...



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

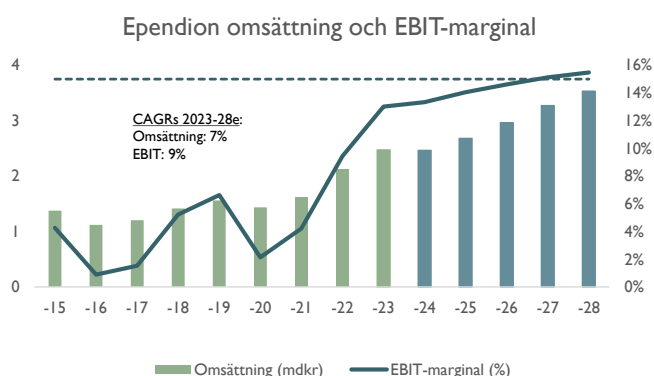
Figur 4: ...vilket inte räcker för att hålla i marginalen



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

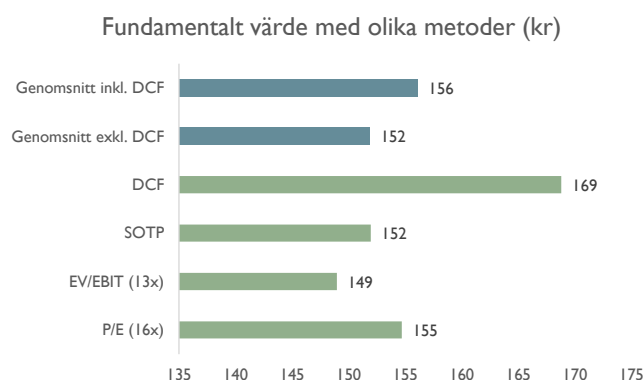
Värdering

Figur 5: EBIT-marginal



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 6: SOTP



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 7: DCF - antaganden och slutsatser

| Värdering | WACC-antaganden | Antaganden terminalvärde |
|---|-------------------|---------------------------------|
| Nuvärdet av fria kassaflöden | Risikfri ränta | Långsiktig tillväxt |
| 2,276 | 2.5% | 4.0% |
| Nuvärdet av terminalvärde | Riskpremie | Långsiktig EBIT-marginal |
| 3,288 | 5.5% | 15.0% |
| Företagsvärde (EV) | Småbolagspremie | Avskrivningar, % av omsättning |
| 5,564 | 2.0% | 3.0% |
| Nettoskuld, senast rapporterad | Extra risk-premie | Capex, % av omsättning |
| 732 | 0.0% | 3.0% |
| Minoritetsintressen och övrigt | WACC | Rörelsekapital, % av omsättning |
| 0 | 10.0% | 16.5% |
| Eget kapital | | Skattesats |
| 4,832 | | 24% |
| Antal utstående aktier, full utspädning | | |
| 29 | | |
| Eget kapital per aktie | | |
| 169 | | |

Källa: Penser Access by Carnegie

Figur 8: DCF - känslighet

| WACC | Långsiktig tillväxt | | | | | WACC | Långsiktig EBIT-marginal | | | | |
|-------|---------------------|------|------|------|------|-------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 3.0% | 3.5% | 4.0% | 4.5% | 5.0% | | 12.0% | 13.5% | 15.0% | 16.5% | 18.0% |
| 9.0% | 178 | 192 | 208 | 228 | 253 | 9.0% | 170 | 189 | 208 | 227 | 247 |
| 9.5% | 162 | 173 | 187 | 202 | 222 | 9.5% | 152 | 170 | 187 | 204 | 221 |
| 10.0% | 149 | 158 | 169 | 182 | 197 | 10.0% | 138 | 154 | 169 | 184 | 199 |
| 10.5% | 137 | 145 | 154 | 164 | 177 | 10.5% | 126 | 140 | 154 | 167 | 181 |
| 11.0% | 126 | 133 | 141 | 150 | 160 | 11.0% | 116 | 128 | 141 | 153 | 166 |

Källa: Penser Access by Carnegie

| Resultaträkning | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Nettoomsättning | 1 417 | 1 559 | 1 438 | 1 619 | 2 128 | 2 471 | 2 463 | 2 680 | 2 965 |
| Kostnad sålda varor | -706 | -748 | -724 | -852 | -1 119 | -1 248 | -1 236 | -1 326 | -1 450 |
| Bruttoresultat | 711 | 810 | 713 | 767 | 1 010 | 1 223 | 1 227 | 1 354 | 1 515 |
| Försäljningskostnader | -269 | -297 | -244 | -250 | -302 | -341 | -340 | -370 | -409 |
| Administrationskostnader | -234 | -252 | -264 | -259 | -318 | -342 | -341 | -372 | -411 |
| R&D-kostnader | -136 | -161 | -187 | -202 | -191 | -213 | -213 | -231 | -256 |
| Övriga rörelsekostnader | 78 | 127 | 161 | 163 | 157 | 148 | 177 | 176 | 191 |
| EBITDA | 151 | 227 | 164 | 218 | 355 | 474 | 510 | 557 | 630 |
| Jämförelsestörande poster | 0 | 0 | -15 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA, justerad | 151 | 227 | 179 | 218 | 355 | 474 | 510 | 557 | 630 |
| Avskrivningar | -77 | -124 | -148 | -150 | -154 | -152 | -181 | -181 | -196 |
| EBITA, justerad | 74 | 103 | 31 | 68 | 201 | 322 | 328 | 377 | 434 |
| EBIT | 74 | 103 | 16 | 68 | 201 | 322 | 328 | 377 | 434 |
| EBIT, justerad | 74 | 103 | 31 | 68 | 201 | 322 | 328 | 377 | 434 |
| Finansnetto | -11 | -12 | -22 | -19 | -15 | -46 | -45 | -37 | -28 |
| Resultat före skatt | 63 | 92 | -6 | 50 | 186 | 275 | 283 | 340 | 405 |
| Resultat före skatt, justerad | 63 | 92 | 9 | 50 | 186 | 275 | 283 | 340 | 405 |
| Total skatt | -20 | -27 | 0 | -14 | -40 | -75 | -74 | -92 | -109 |
| Nettoresultat | 44 | 65 | -7 | 36 | 147 | 200 | 209 | 248 | 296 |
| Nettoresultat, justerad | 44 | 65 | 8 | 36 | 147 | 200 | 209 | 248 | 296 |
| Omsättningstillväxt | Neg. | 10% | -8% | 13% | 31% | 16% | 0% | 9% | 11% |
| Bruttomarginal | 50,2% | 52,0% | 49,6% | 47,4% | 47,4% | 49,5% | 49,8% | 50,5% | 51,1% |
| EBIT-marginal, justerad | 5,2% | 6,6% | 2,1% | 4,2% | 9,4% | 13,0% | 13,3% | 14,1% | 14,6% |
| EPS, justerad | 1,52 | 2,25 | 0,29 | 1,25 | 5,05 | 6,89 | 7,21 | 8,53 | 10,2 |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | 48% | -87% | 328% | 304% | 36% | 5% | 18% | 19% |

Källa: Ependion, Penser by Carnegie

| Kassaflödesanalys | | | | | | | | | |
|---|------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| EBIT | 74 | 103 | 16 | 68 | 201 | 322 | 328 | 377 | 434 |
| Övriga kassaflödesposter | 61 | 101 | 134 | 124 | 111 | 107 | 62 | 52 | 58 |
| Förändringar i rörelsekapital | -26 | -21 | 45 | -108 | -111 | -94 | 2 | -47 | -61 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 109 | 183 | 194 | 85 | 201 | 335 | 392 | 382 | 431 |
| Investeringar i anläggningstillgångar | -69 | -64 | -59 | -68 | -109 | -149 | -147 | -107 | -107 |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | -23 | -33 | -23 | -7 | -12 | -25 | -25 | -27 | -30 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | 1 | 8 | 0 | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -92 | -89 | -82 | -66 | -121 | -174 | -172 | -134 | -137 |
| Fritt kassaflöde | 18 | 94 | 112 | 18 | 80 | 161 | 221 | 248 | 294 |
| Förvärv och avyttringar | -2 | -246 | 0 | -112 | 0 | -59 | 0 | 0 | 0 |
| Nyemission / återköp | 0 | 0 | 0 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Förändring av skulder | -13 | 229 | -59 | 156 | -24 | -48 | -135 | -151 | -177 |
| Utdelningar | 0 | -14 | 0 | 0 | -14 | -14 | -29 | -43 | -58 |
| Övriga poster | -1 | -38 | -42 | -44 | -45 | -49 | -49 | -54 | -59 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | -16 | -69 | -101 | 2 | -82 | -170 | -213 | -248 | -294 |
| Kassaflöde | 1 | 25 | 11 | 20 | -3 | -9 | 8 | 0 | 0 |
| Nettoskuld | 411 | 757 | 673 | 810 | 734 | 713 | 570 | 419 | 242 |

Källa: Ependion, Penser by Carnegie

Balansräkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | | |
| Goodwill | 525 | 807 | 725 | 734 | 783 | 783 | 783 | 783 | 783 |
| Övriga immateriella tillgångar | 264 | 281 | 308 | 325 | 349 | 474 | 514 | 521 | 521 |
| Materiella anläggningstillgångar | 91 | 100 | 96 | 85 | 80 | 86 | 86 | 86 | 86 |
| Övriga anläggningstillgångar | 54 | 157 | 160 | 161 | 144 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| Summa anläggningstillgångar | 934 | 1 346 | 1 289 | 1 305 | 1 357 | 1 484 | 1 523 | 1 530 | 1 530 |
| Varulager | 178 | 215 | 213 | 328 | 436 | 487 | 485 | 528 | 584 |
| Kundfordringar | 251 | 304 | 208 | 297 | 417 | 407 | 406 | 442 | 488 |
| Övriga omsättningstillgångar | 59 | 56 | 53 | 62 | 63 | 52 | 52 | 55 | 59 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 94 | 122 | 121 | 147 | 160 | 142 | 150 | 150 | 150 |
| Summa omsättningstillgångar | 581 | 697 | 595 | 834 | 1 076 | 1 089 | 1 093 | 1 175 | 1 282 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 1 515 | 2 042 | 1 884 | 2 139 | 2 433 | 2 572 | 2 617 | 2 705 | 2 812 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | | |
| Eget kapital | 653 | 684 | 637 | 729 | 989 | 1 159 | 1 340 | 1 544 | 1 782 |
| Minoritetsintressen | 4 | 4 | 4 | 4 | 5 | 5 | 4 | 4 | 4 |
| Summa eget kapital | 657 | 689 | 641 | 733 | 994 | 1 164 | 1 344 | 1 548 | 1 786 |
| Långfristiga räntebärande skulder | 431 | 586 | 575 | 562 | 571 | 588 | 454 | 303 | 126 |
| Långfristiga leasingkulder | 0 | 70 | 63 | 59 | 46 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| Övriga långfristiga skulder | 59 | 161 | 167 | 76 | 88 | 130 | 130 | 130 | 130 |
| Summa långfristiga skulder | 491 | 816 | 804 | 697 | 704 | 779 | 644 | 493 | 316 |
| Kortfristiga räntebärande skulder | 75 | 187 | 119 | 299 | 242 | 168 | 168 | 168 | 168 |
| Leverantörsskulder | 111 | 126 | 106 | 160 | 215 | 195 | 194 | 211 | 234 |
| Kortfristiga leasingkulder | 0 | 36 | 37 | 36 | 36 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| Övriga kortfristiga skulder | 182 | 188 | 177 | 213 | 242 | 228 | 228 | 246 | 269 |
| Summa kortfristiga skulder | 368 | 537 | 439 | 708 | 734 | 630 | 629 | 664 | 710 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 1 515 | 2 042 | 1 884 | 2 139 | 2 433 | 2 572 | 2 617 | 2 705 | 2 812 |

Källa: Ependion, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Intäkstillväxt | Neg. | 10% | -8% | 13% | 31% | 16% | 0% | 9% | 11% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg. | 51% | -21% | 22% | 63% | 34% | 8% | 9% | 13% |
| EBIT-tillväxt, justerad | Neg. | 40% | -70% | 122% | 195% | 60% | 2% | 15% | 15% |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | 48% | -87% | 328% | 304% | 36% | 5% | 18% | 19% |
| Bruttomarginal | 50,2% | 52,0% | 49,6% | 47,4% | 47,4% | 49,5% | 49,8% | 50,5% | 51,1% |
| EBITDA-marginal | 10,6% | 14,6% | 11,4% | 13,5% | 16,7% | 19,2% | 20,7% | 20,8% | 21,2% |
| EBITDA-marginal, justerad | 10,6% | 14,6% | 12,5% | 13,5% | 16,7% | 19,2% | 20,7% | 20,8% | 21,2% |
| EBIT-marginal | 5,2% | 6,6% | 1,1% | 4,2% | 9,4% | 13,0% | 13,3% | 14,1% | 14,6% |
| EBIT-marginal, justerad | 5,2% | 6,6% | 2,1% | 4,2% | 9,4% | 13,0% | 13,3% | 14,1% | 14,6% |
| Vinst-marginal, justerad | 3,1% | 4,2% | 0,6% | 2,2% | 6,9% | 8,1% | 8,5% | 9,2% | 10,0% |

Källa: Ependion, Penser by Carnegie

Avkastning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | Neg. | 10% | 1% | 5% | 17% | 19% | 17% | 17% | 18% |
| ROCE, justerad | Neg. | 8% | 2% | 4% | 12% | 17% | 16% | 18% | 20% |
| ROIC, justerad | Neg. | 8% | 2% | 5% | 12% | 18% | 17% | 19% | 22% |

Källa: Ependion, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Varulager / totala intäkter | 13% | 14% | 15% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| Kundfordringar / totala intäkter | 18% | 20% | 14% | 18% | 20% | 16% | 16% | 16% | 16% |
| Leverantörsskulder / KSV | 16% | 17% | 15% | 19% | 19% | 16% | 16% | 16% | 16% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 29% | 40% | 34% | 51% | 41% | 32% | 32% | 31% | 30% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | 14% | 17% | 13% | 19% | 22% | 21% | 21% | 21% | 21% |
| Kapitalomsättningshastighet | 1,2x | 1,0x | 1,0x | 1,0x | 1,1x | 1,2x | 1,2x | 1,3x | 1,4x |

Källa: Ependion, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | 411 | 757 | 673 | 810 | 734 | 713 | 570 | 419 | 242 |
| Soliditet | 43% | 34% | 34% | 34% | 41% | 45% | 51% | 57% | 64% |
| Nettoskulsättningsgrad | 0,6x | 1,1x | 1,1x | 1,1x | 0,7x | 0,6x | 0,4x | 0,3x | 0,1x |
| Nettoskuld / EBITDA | 2,7x | 3,3x | 4,1x | 3,7x | 2,1x | 1,5x | 1,1x | 0,8x | 0,4x |

Källa: Ependion, Penser by Carnegie

Aktiedata

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|------|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS | 1,52 | 2,25 | -0,23 | 1,25 | 5,05 | 6,89 | 7,21 | 8,53 | 10,2 |
| EPS, justerad | 1,52 | 2,25 | 0,29 | 1,25 | 5,05 | 6,89 | 7,21 | 8,53 | 10,2 |
| FCF per aktie | 0,62 | 3,26 | 3,88 | 0,63 | 2,74 | 5,54 | 7,59 | 8,54 | 10,1 |
| Utdelning per aktie | 0,50 | 0,00 | 0,00 | 0,50 | 0,50 | 1,00 | 1,50 | 2,00 | 2,50 |
| Eget kapital per aktie | 22,9 | 23,9 | 22,1 | 25,3 | 34,2 | 40,1 | 46,3 | 53,3 | 61,5 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 28,6 | 28,9 | 29,0 | 29,0 | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 28,6 | 28,9 | 29,0 | 29,0 | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 | 29,1 |

Källa: Ependion, Penser by Carnegie

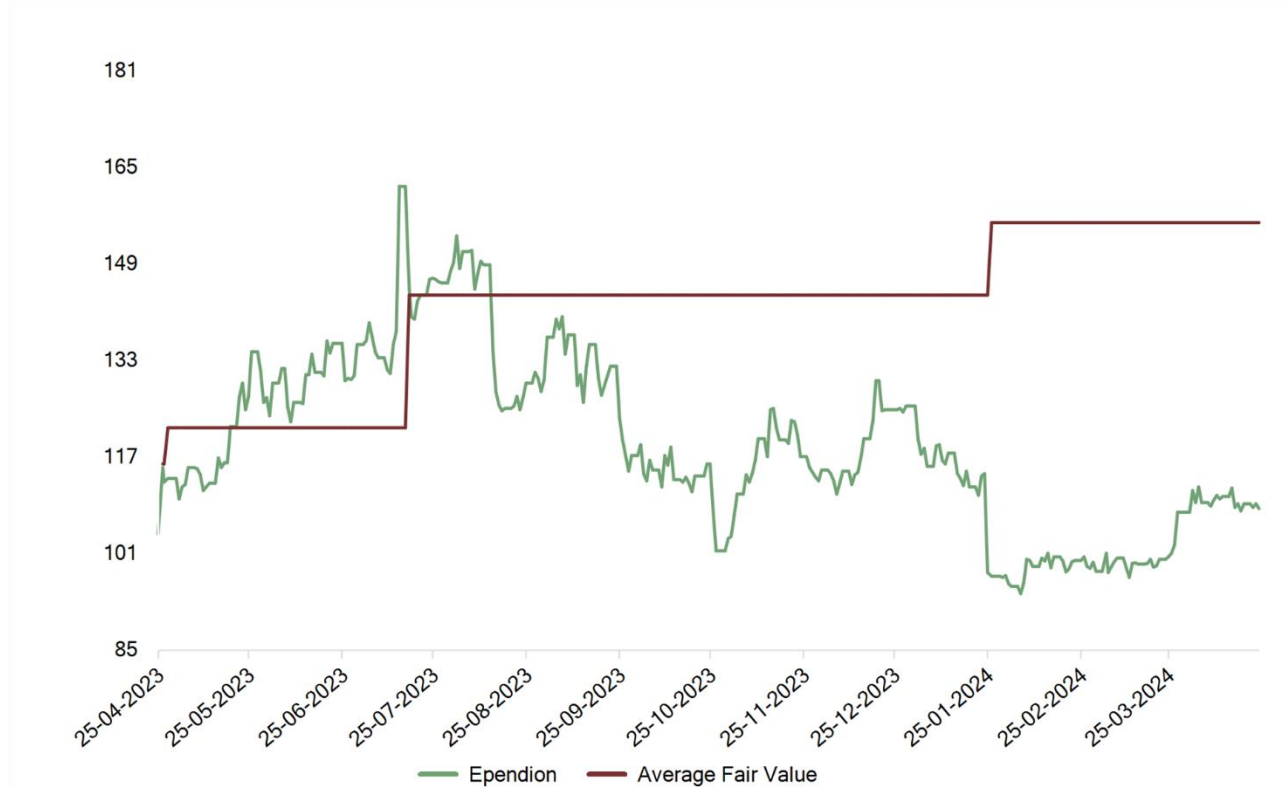
Värdering

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | 23,8x | 31,2x | 100x | 62,3x | 21,8x | 18,2x | 15,1x | 12,7x | 10,7x |
| P/EK | 1,6x | 2,9x | 1,8x | 3,1x | 3,2x | 3,1x | 2,3x | 2,0x | 1,8x |
| P/FCF | 58,8x | 21,5x | 10,5x | 100x | 40,3x | 22,7x | 14,3x | 12,7x | 10,7x |
| FCF-yield | 2% | 5% | 10% | 1% | 2% | 4% | 7% | 8% | 9% |
| Direktavkastning | 1,4% | 0,0% | 0,0% | 0,6% | 0,5% | 0,8% | 1,4% | 1,8% | 2,3% |
| Utdelningsandel, justerad | 32,9% | 0,0% | 0,0% | 39,9% | 9,9% | 14,5% | 20,8% | 23,5% | 24,6% |
| EV/Sales | 1,0x | 1,8x | 1,3x | 1,9x | 1,8x | 1,8x | 1,6x | 1,4x | 1,3x |
| EV/EBITDA, justerad | 9,6x | 12,2x | 10,3x | 14,0x | 11,1x | 9,2x | 7,6x | 7,0x | 6,2x |
| EV/EBIT, justerad | 19,6x | 26,8x | 59,8x | 44,6x | 19,6x | 13,5x | 11,8x | 10,3x | 8,9x |
| EV | 1 451 | 2 769 | 1 842 | 3 047 | 3 935 | 4 354 | 3 880 | 3 880 | 3 880 |
| Aktiekurs | 36,2 | 70,2 | 40,7 | 78,0 | 110 | 126 | 109 | 109 | 109 |

Källa: Ependion, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Ependion (EPEN SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95