



## Penser Access by Carnegie

Byggmaterial | Sverige | 23 oktober 2024

# HAKI Safety

## Tillväxt och ökad lönsamhet trots osäker marknad – Q3-review

### Organisk tillväxt och stärkt marginal

Nettoomsättningen ökade med 1% y/y till 253 mkr (251). Den organiska tillväxten var 13%, justerat för avyttringen av FAS Converting med 10% och valutaeffekter om 3%. Vi ser positivt på att bolaget uppvisar organisk tillväxt i en fortsatt osäker marknad och bedömer samtidigt att efterfrågecykeln har nått botten. Bruttomarginalen uppgick till 34,4% (33,5), vilket innebär en minskning med 2,1pp q/q. Vår uppfattning är att nedgången beror på kvartals specifika faktorer och inte representerar ett trendskifte bort från den positiva utvecklingen. Justerad EBITA uppgick till 18 mkr (9), motsvarande en EBITA-marginal på 7,1% (3,6). HAKI:s mål är att uppnå en EBITA-marginal på minst 10%, och vi förväntar oss att bolaget når detta mål senast under 2026. Nettoskuld/EBITDA uppgick till 2,8x och nettoskuldssättningsgraden landade på 0,6x.

### Stora satsningar på framtida organisk tillväxt

Under Q3 gjordes nettoinvesteringar på 26 miljoner kronor i strategisk uthyrning, sammanlagt har 115 miljoner kronor investerats sedan årsskiftet. Investeringarna bidrog till ett högt kapacitetsutnyttjande i produktionen och en stark bruttomarginal. Samtidigt ligger nettoinvesteringarna bakom ökningen i rörelsekapitalet, vilket haft en negativ påverkan på det operativa kassaflödet. Investeringar i strategisk uthyrning skapar återkommande intäkter och högre marginaler över tid, men den fulla intäkt- och resultat effekten realiseras först när kunder väljer att köpa utrustningen. Dessa utköp sker gradvis och kan vara svåra att förutse exakt. Vi ser dock positivt på de omfattande investeringarna som gjorts, då de ökar vår tilltro till en kommande cyklisk återhämtning samt till våra prognoser för både omsättning och lönsamhet under de kommande åren.

### Stark equity story med låg värdering och långsiktiga tillväxtutsikter

HAKI:s "equity story" innehåller alla viktiga komponenter för att skapa aktieägarvärde: 1) en stark marknadposition, driven av befolkningstillväxt, urbanisering och strängare regleringar kring arbetssäkerhet, 2) en bevisat kompetent ledningsgrupp med en framgångsrik tillväxtstrategi, samt 3) långsiktiga och stabila huvudägare. Värderingen är relativt låg, vilket vi anser skapar en attraktiv "risk-reward". Vi har justerat vårt EBIT-estimat för 2024 med -3 % och EPS med -9 %, främst på grund av tillfälligt höga finanskostnader. Vårt scenario för 2025-26 är oförändrat, och vi lämnar våra prognoser i stort sett intakta.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	30,0 - 36,0 kr
Totala intäkter	-0,3%	-0,3%	-0,3%	1 188	1 008	1 108	1 219	Aktiekurs	24,7 kr
EBIT, just.	-3,2%	0,0%	0,0%	Tillväxt	2%	-15%	10%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-9,0%	1,2%	2,0%	EBITDA, just.	180	158	196	Kursutveckling 12 mån	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	86	61	98		
Q4 - rapport	05 februari 2025			EBIT, just.	1,8	1,3	2,4		
Q1 - rapport	29 april 2025			EPS, just.	1,8	1,3	2,4		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS-tillväxt, just.	-26%	-29%	86%		
Antal aktier	27m			EK/aktie	23,5	24,1	25,5		
Börsvärde	674			Utdelning per aktie	0,9	0,9	1,0		
Nettoskuld	425			EBIT-marginal	8,3%	6,5%	8,8%		
EV	1 099			ROE, just.	7,8%	5,3%	9,5%		
Free float	35%			ROCE, just.	7,9%	5,7%	8,9%		
Daglig handelsvolym, snitt	5k			EV/Sales	0,8x	1,1x	1,0x		
Bloomberg Ticker	HAKIB SS EQUITY			EV/EBITDA	5,4x	7,0x	5,6x		
<b>Analytiker</b>				EV/EBIT	11,3x	18,0x	11,2x	<b>Intressekonflikter</b>	
Mathias Carlson				P/E, just.	12,3x	19,5x	10,5x	Yes	No
mathias.carlson@carnegie.se				P/EK	0,9x	1,0x	1,0x	Likviditetsgarant	✓
				Direktavkastning	4,1%	3,6%	3,8%	Certified adviser	✓
				FCF yield	20%	1%	17%	Transaktioner 12m	✓
				Nettoskuld/EBITDA	1,9x	2,1x	1,5x		

## Investment case

HAKI Safety förfogar över en solid, diversifierad marknadsposition inom Safe Access Solutions, både vad gäller kundområden och geografisk spridning. De långsiktiga tillväxtpotentialerna är goda eftersom den organiska tillväxten drivs av megatrender såsom befolkningstillväxt, urbanisering och högre krav på säkerhet. Hållbarhets-caset är starkt, givet fokus på säkra arbetsplatser.

Bolaget har en bevisat framgångsrik diversifierings- och förvävsstrategi, vilket möjliggör en stabil och lönsam tillväxt över en konjunkturcykel. HAKI Safety har en skicklig och motiverad ledning och en långsiktig huvudägare, vilket ger en solid grund och goda möjligheter till en fortsatt stark tillväxt och renodling av koncernens verksamhet.

Vår bedömning är att HAKI Safety, inom en relativt snar framtid, kommer att avyttra Landqvist Mekaniska Verkstad, vilket är den enda kvarvarande verksamheten som inte ingår i kärnverksamheten. Våra beräkningar indikerar att avyttringen bör generera ett positivt kassaflöde om cirka 80 mkr som kan användas till att finansiera nya förvärv.

HAKI Safety har tydliga finansiella mål om att dubbla omsättningen, 50/50 organiskt och via förvärv, till 2 mdkr inom fyra år och om en långsiktig EBITA-marginal på minst 10%. HAKI dubblade omsättningen 2020-2023, och givet bolagets solida track-record räknar vi med att målen är inom räckhåll.

Värderingen av aktien är låg och skapar enligt vår bedömning en attraktiv "risk-reward".

## Bolagsbeskrivning

HAKI Safety är en industriell koncern med fokus på säkerhetsprodukter och -lösningar som skapar säkra arbetsförhållanden på tillfälliga arbetsplatser. Bolaget var tidigare ett konglomerat, men efter en mycket framgångsrik strategisk omläggning och transformering är det väl positionerat för långsiktigt god tillväxt och lönsamhet i kärnverksamheten.

HAKI Safety erbjuder marknadsledande helhetslösningar för säkra arbetsförhållanden i komplexa och krävande miljöer. Erbjudandet riktar sig till fyra kundområden: Industri, Infrastruktur, Energi samt Bygg och Anläggning. Dessa kundområden har olika konjunkturcykler, vilket balanserar svängningar i efterfrågan och leder till stabilare tillväxt och lönsamhet. Efterfrågan drivs av befolkningstillväxt, urbanisering, växande regelverk och ökande krav inom säkerhet och hållbarhet. Tillväxten sker både organiskt och via förvärv. Hittills har HAKI Safety gjort fyra framgångsrika och värdeskapande förvärv och är väl positionerat för att fortsätta att konsolidera en fragmenterad marknad.

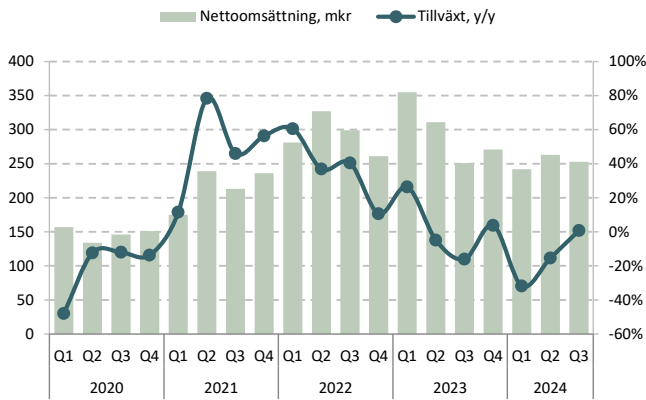
Landqvist Mekaniska Verkstad står för cirka 7% av koncernens omsättning. Bolaget bedriver mekanisk verkstad fokuserad på legotillverkning för svensk industri, exempelvis fordonsbranschen. Vi räknar med att bolaget inte kommer vara en del av koncernen i framtiden.

## Värdering

Vi ser ett motiverat värde på 30-36 kr per aktie. Detta värde genereras genom en kombination av kassaflödesvärdering och en relativvärdering gentemot jämförbara bolag. Risknivån bedöms som medelhög givet bolagets cykliska karaktär, ett fortsatt osäkert marknadsklimat och en relativt hög nettoskuld.

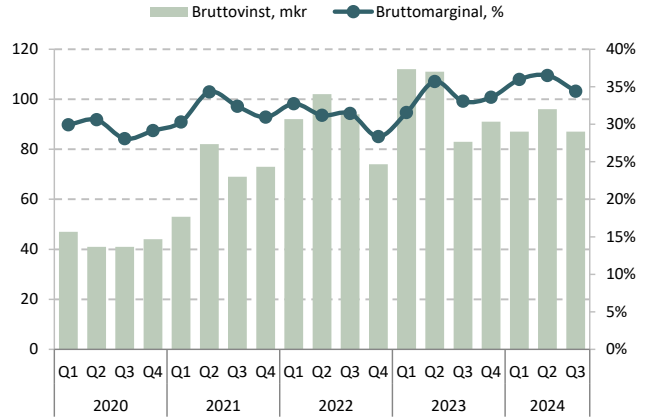
# Kvartalet i bilder

Figur 1: Nettoomsättning per kvartal



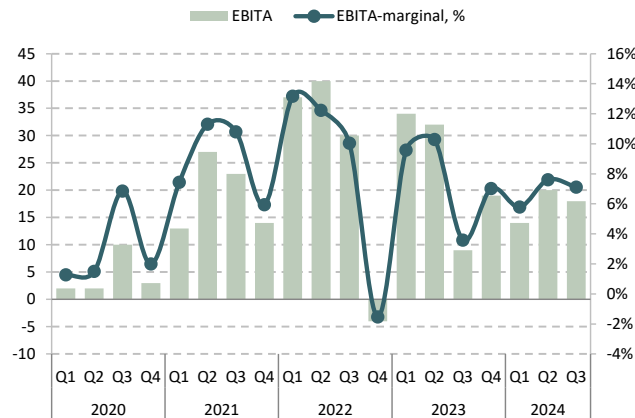
Källa: Haki Safety, Penser by Carnegie

Figur 2: Bruttovinst och bruttomarginal per kvartal



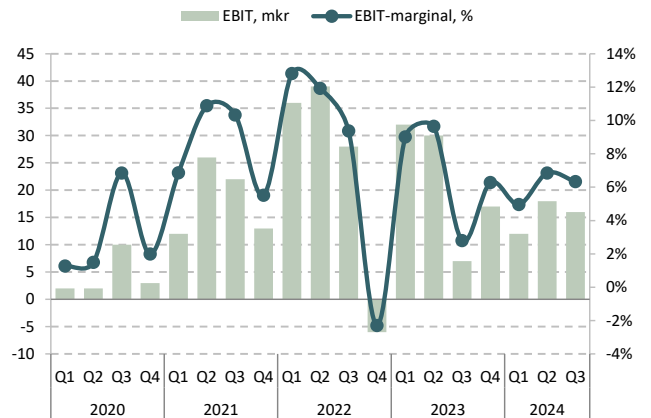
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 3: EBITA och EBITA-marginal per kvartal



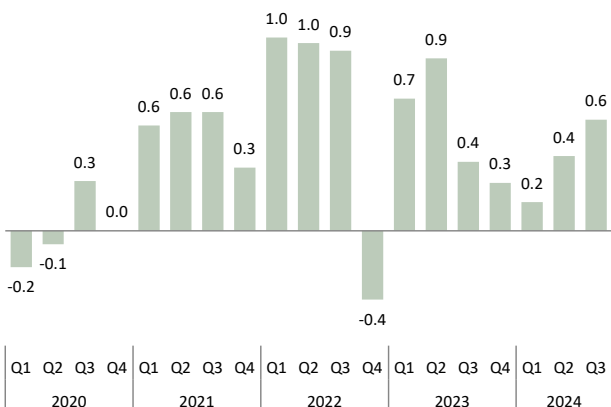
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 4: EBIT och EBIT-marginal per kvartal



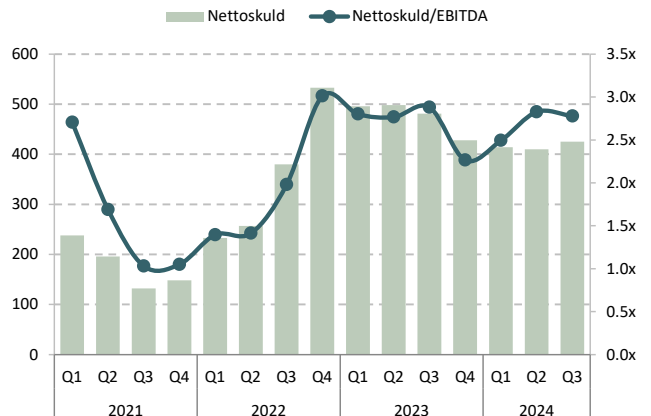
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 5: EPS per kvartal



Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 6: Nettoskuld och Nettoskuld/EBITDA, R12m



Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

## Tydliga finansiella mål

HAKI genomförde sin första kapitalmarknadsdag den 14 mars 2024. Bolaget tydliggjorde då sin strategi och introducerade finansiella mål och utdelningspolicy. Vi summerar våra tankar kring dessa mål nedan.

### Fördubblad nettoomsättning på fyra år

Nettoomsättningen ska vara 2 000 mkr 2027, vilket innebär 18% genomsnittlig tillväxt per år, om vi justerar för avyttringen av FAS och en framtida potentiell avyttring av Landqvist. Tillväxten ska uppnås genom en kombination av organisk tillväxt, särskilda projektsatsningar och förvärvad tillväxt. Vi bedömer att förvärv av 1-2 bolag per år kommer att stå för cirka 50% av tillväxten. Vår uppfattning är att HAKI är väl rustat för tillväxt. Ledningen har framgångsrikt transformerat bolaget från konglomerat till fokuserad industrikoncern. HAKI har utvecklats till att erbjuda totala säkerhetslösningar och inte enbart systemställningar. Bolaget har idag ett starkt erbjudande och en god position i en attraktiv diversifierad marknad, en solid strategi och en stor lönsamhetspotential genom att förbättra sin försörjningskedja.

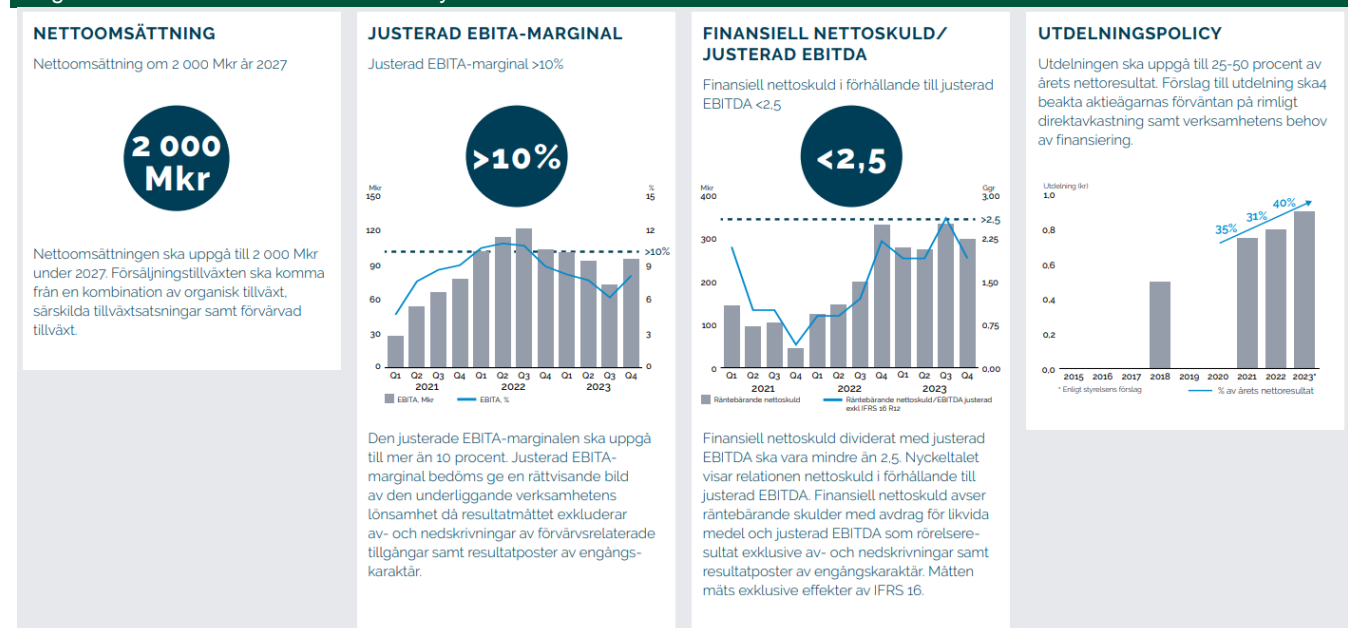
### Marginalen ska överstiga 10%

Den justerade EBITA-marginalen ska vara minst 10%. Vi tycker att marginalmålet är högst rimligt, på gränsen till konservativt, med hänsyn till att HAKI ser en stor potential i att effektivisera försörjningskedjan och realisera förvärvssynergier. Under 2023 frigjordes 30 mkr i varulager. Givet det nya målet att öka lageromsättningshastigheten till 4x från 2x per år så finns det avsevärt mer kapital att frigöra som kan bidra till förvärvsfinansieringen. Kostnadsbesparingar på 14 mkr realiserades i 2023 och bolaget ser stor potential i att minska den totala konverteringskostnaden med 4%. Bolaget räknar med att realisera synergier på 5-10% av KSV i de bolag som potentiellt kommer att förvärvas. HAKI utvärderar kontinuerligt 5-10 potentiella förvärv och vi ser goda möjligheter till avslut under 2024.

### Stark finansiell position ger en solid grund för tillväxt i kombination med ökad utdelning

ND/EBITDA ska vara mindre än 2,5x. Vid slutet av Q1 2024 låg den på 2,6x (justerad EBITDA). Vi räknar dock med att den kan sjunka till cirka 1,3-1,5x i slutet av 2024, om avyttringen av Landqvist Mekaniska sker under året. Vi bedömer också att HAKI kommer kunna finansiera den planerade tillväxten med egna kassaflöden och en stark balansräkning. Utdelningspolicyen är att 25-50% av nettovinsten ska delas ut och vi räknar med att bolaget fortsätter bygga på de senaste tre årens positiva trend då utdelningen legat på i snitt 35% per år och ökat med i snitt 10% per år. Vi vill lyfta fram att HAKIs exponering mot den svenska byggkonjunkturen är låg då enbart 8% av koncernens omsättning genereras i Sverige.

Figur 7: Finansiella mål för HAKI Safety



Källa: HAKI Safety

## Värdering

Vårt motiverade värde för aktien är 30-36 kr. På längre sikt ser vi ytterligare potential i ökat aktieägarvärde om HAKI Safety fortsätter att leverera på de tydliga finansiella mål som bolaget kommunicerat och växer genom förvärv samt avyttrar den sista icke-kärnverksamheten inom Landqvist Mekaniska.

Vi har en konservativ, dock optimistisk, syn på de kommande tre årens tillväxt och marginalförbättringar, vilka drivs av HAKI Safetys organiska satsningar, förvärv och fokus på kärnverksamheten.

Aktien värderas fortfarande till en rabatt mot jämförbara bolag, vilka förvisso är större, men som inte förväntas visa samma kraftfulla återhämtning, tillväxt och lönsamhetsutveckling under vår prognosperiod.

HAKI Safety handlas till EV/EBITA 25e på 9,3x och en EV/EBIT 25e på 10,1x, vilket indikerar en rabatt jämfört med relativgruppens median. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 36 kr per aktie. Relativ- och DCF-värden ligger till grund för vårt motiverade värderingsintervall om 30-36 kr per aktie.

Figur 8: Relativgrupp - värdering

Bolag	EV/Sales (x)			EV/EBITA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)			Nettoskuld/EBITDA (x)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Alimak Group	2.2	2.1	2.0	12.9	11.8	10.9	15.5	13.5	12.7	16.9	14.7	13.6	1.9	1.4	0.9
Balco	0.9	0.8	0.7	17.4	8.8	7.9	20.9	9.2	8.2	21.5	8.9	7.5	2.0	0.6	0.2
Lindab	1.8	1.7	1.6	18.5	15.5	13.4	19.8	15.6	14.0	25.3	19.0	16.4	1.8	1.0	0.4
Nordic Waterproofing	1.1	1.1	1.1	14.5	11.1	10.4	15.9	11.8	11.0	18.5	13.1	12.1	1.7	1.2	1.0
Medel	1.5	1.4	1.4	15.8	11.8	10.7	18.0	12.5	11.5	20.5	13.9	12.4	1.8	1.1	0.6
Median	1.5	1.4	1.3	15.9	11.5	10.7	17.8	12.7	11.9	20.0	13.9	12.9	1.9	1.1	0.7
HAKI Safety	1.1	0.9	0.7	15.6	9.3	7.4	17.7	10.1	7.9	17.4	10.5	8.4	2.6	1.6	1.1

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Figur 9: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	859	Risikfri ränta 2.5%	Långsiktig tillväxt 3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	543	Risikpremie 5.5%	Långsiktig EBIT-marginal 9.0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1,402</b>	Småbolagspremie 3.0%	Terminalvärdets andel av EV 39%
Nettoskuld, senast rapporterad	425	Extra risk-premie 0.0%	Avskrivningar, % av omsättning 6.0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC 11.0%</b>	Capex, % av omsättning 6.0%
<b>Eget kapital</b>	<b>977</b>		Rörelsekapital, % av omsättning 29%
Antal utstående aktier, miljoner	.		Skattesats 21%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>36</b>		

Källa: Penser by Carnegie

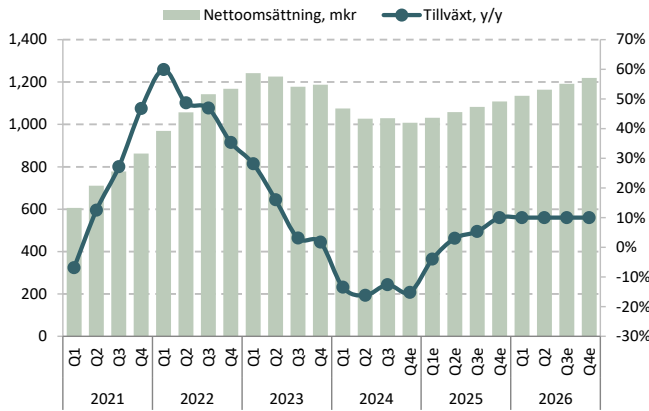
Figur 10: DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%			4.0%	6.5%	9.0%	11.5%	14.0%
WACC	10.0%	39	41	43	45	47	WACC	10.0%	21	32	43	53	64
	10.5%	36	37	39	41	43		10.5%	20	29	39	49	58
	11.0%	33	35	36	37	39		11.0%	18	27	36	45	53
	11.5%	31	32	33	34	36		11.5%	17	25	33	41	49
	12.0%	29	30	31	32	33		12.0%	16	23	31	38	45

Källa: Penser by Carnegie

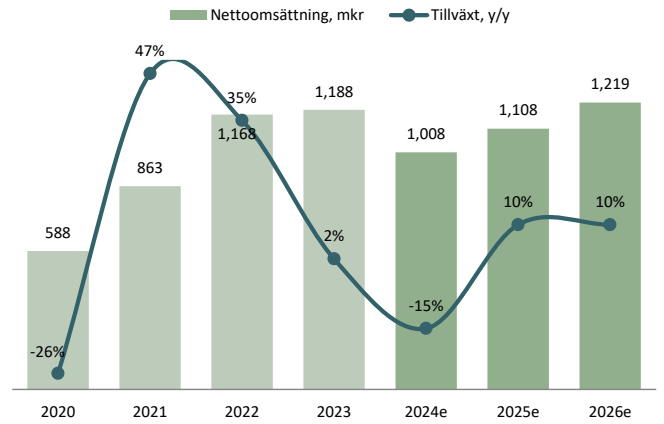
# Resultat- och estimatöversikt

Figur 11: Nettoomsättning, R12m



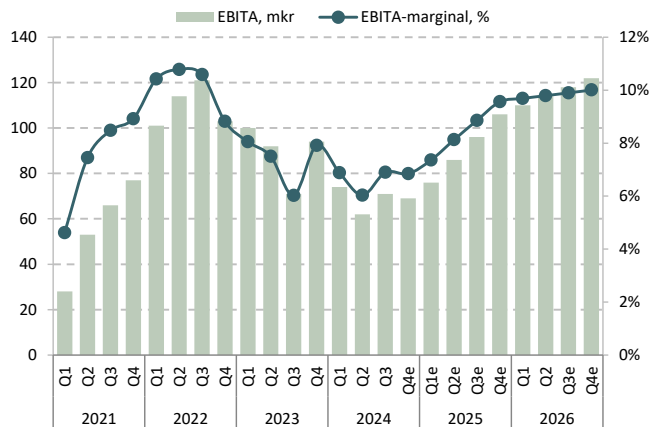
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 12: Nettoomsättning



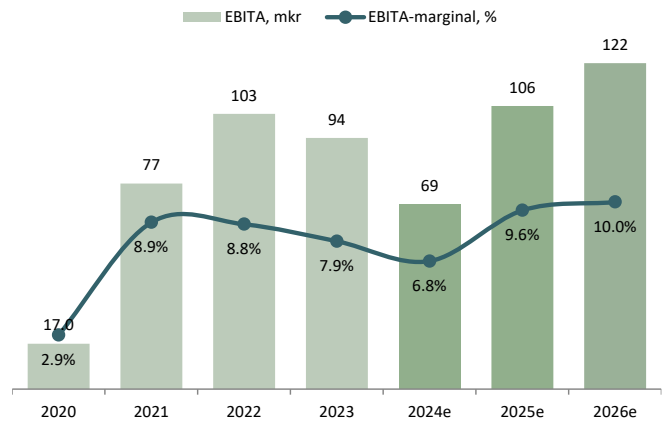
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 13: EBITA och EBITA-marginal, R12m



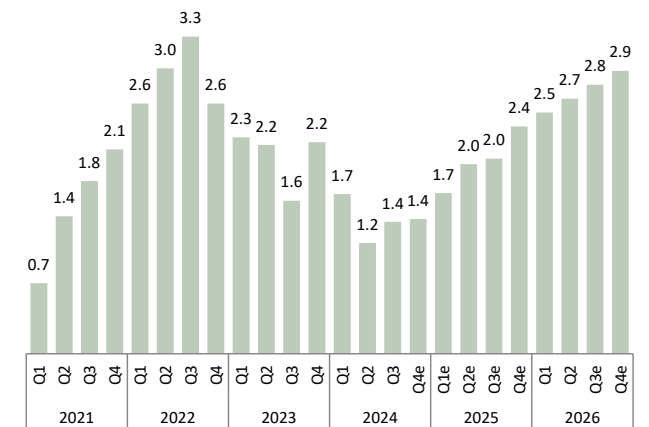
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 14: EBITA och EBITA-marginal



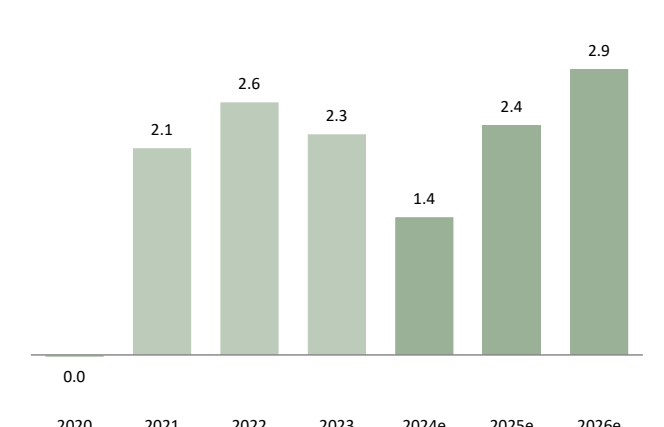
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 15: Vinst per aktie, R12m



Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 16: Vinst per aktie



Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Resultaträkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>588</b>	<b>863</b>	<b>1 168</b>	<b>1 188</b>	<b>1 008</b>	<b>1 108</b>	<b>1 219</b>
Kostnad sålda varor	-415	-587	-806	-791	-650	-720	-792
<b>Bruttoresultat</b>	<b>173</b>	<b>277</b>	<b>362</b>	<b>397</b>	<b>357</b>	<b>388</b>	<b>427</b>
Försäljningskostnader	-87	-118	-167	-211	-205	-211	-232
Administrationskostnader	-62	-72	-99	-81	-74	-78	-85
R&D-kostnader	-16	-17	-21	-26	-19	-22	-24
Övriga rörelsekostnader	9	-1	27	20	6	20	29
<b>EBITDA</b>	<b>76</b>	<b>134</b>	<b>180</b>	<b>193</b>	<b>162</b>	<b>196</b>	<b>202</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>76</b>	<b>137</b>	<b>175</b>	<b>180</b>	<b>158</b>	<b>196</b>	<b>202</b>
Avskrivningar	-59	-64	-78	-94	-97	-98	-88
<b>EBITA, justerad</b>	<b>17</b>	<b>77</b>	<b>103</b>	<b>94</b>	<b>69</b>	<b>106</b>	<b>122</b>
<b>EBIT</b>	<b>17</b>	<b>70</b>	<b>102</b>	<b>99</b>	<b>65</b>	<b>98</b>	<b>114</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>17</b>	<b>73</b>	<b>97</b>	<b>86</b>	<b>61</b>	<b>98</b>	<b>114</b>
Finansnetto	-18	8	-10	-21	-22	-16	-12
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-1</b>	<b>78</b>	<b>92</b>	<b>78</b>	<b>43</b>	<b>82</b>	<b>102</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>81</b>	<b>87</b>	<b>65</b>	<b>39</b>	<b>82</b>	<b>102</b>
Total skatt	1	-20	-21	-16	-4	-17	-21
<b>Nettoresultat</b>	<b>0</b>	<b>59</b>	<b>71</b>	<b>62</b>	<b>39</b>	<b>64</b>	<b>80</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>0</b>	<b>62</b>	<b>66</b>	<b>49</b>	<b>35</b>	<b>64</b>	<b>80</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	47%	35%	2%	-15%	10%	10%
Bruttomarginal	29,4%	32,1%	31,0%	33,4%	35,5%	35,0%	35,0%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	8,5%	8,3%	7,2%	6,1%	8,8%	9,4%
EPS, justerad	-0,01	2,25	2,42	1,79	1,27	2,36	2,94
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	7%	-26%	-29%	86%	24%

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	17	70	102	99	65	98	114
Förändringar i rörelsekapital	64	-29	-185	21	-101	-18	-24
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>118</b>	<b>97</b>	<b>-59</b>	<b>144</b>	<b>23</b>	<b>144</b>	<b>144</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-91	-110	-38	-15	-9	-18	-18
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-15	-17	-8	-7	-10	-10
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-96</b>	<b>-126</b>	<b>-55</b>	<b>-23</b>	<b>-16</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>22</b>	<b>-28</b>	<b>-114</b>	<b>121</b>	<b>7</b>	<b>116</b>	<b>116</b>
Förvärv och avyttringar	51	-29	-111	-50	38	-47	0
Förändring av skulder	-93	43	228	-4	-6	0	0
Utdelningar	0	0	-21	-22	-24	-25	-26
Övriga poster	40	21	8	0	-1	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-3</b>	<b>35</b>	<b>103</b>	<b>-76</b>	<b>7</b>	<b>-72</b>	<b>-26</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>20</b>	<b>7</b>	<b>-10</b>	<b>45</b>	<b>14</b>	<b>45</b>	<b>90</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>39</b>	<b>125</b>	<b>467</b>	<b>364</b>	<b>347</b>	<b>302</b>	<b>212</b>

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Balansräkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	29	216	363	345	360	360	360
Övriga immateriella tillgångar	15	42	79	60	53	55	57
Materiella anläggningstillgångar	248	240	365	317	367	295	233
Övriga anläggningstillgångar	36	14	15	10	6	6	6
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>329</b>	<b>512</b>	<b>822</b>	<b>732</b>	<b>786</b>	<b>716</b>	<b>656</b>
Varulager	169	268	423	338	312	324	341
Kundfordringar	126	145	139	118	161	177	195
Övriga omsättningstillgångar	12	19	23	92	31	31	31
Likvida medel och kortfristiga placeringar	33	40	32	53	88	109	175
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>341</b>	<b>472</b>	<b>617</b>	<b>601</b>	<b>592</b>	<b>641</b>	<b>742</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>669</b>	<b>984</b>	<b>1 439</b>	<b>1 333</b>	<b>1 378</b>	<b>1 357</b>	<b>1 398</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	471	540	608	643	657	697	752
<b>Summa eget kapital</b>	<b>471</b>	<b>540</b>	<b>608</b>	<b>643</b>	<b>657</b>	<b>697</b>	<b>752</b>
Långfristiga räntebärande skulder	49	117	424	338	375	375	375
Långfristiga leasingkulder	23	48	76	79	60	36	12
Övriga långfristiga skulder	14	92	185	123	93	46	46
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>86</b>	<b>257</b>	<b>685</b>	<b>540</b>	<b>528</b>	<b>457</b>	<b>433</b>
Leverantörsskulder	49	101	103	60	91	101	111
Övriga kortfristiga skulder	63	86	44	90	102	102	102
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>112</b>	<b>187</b>	<b>146</b>	<b>150</b>	<b>193</b>	<b>203</b>	<b>213</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>669</b>	<b>984</b>	<b>1 439</b>	<b>1 333</b>	<b>1 378</b>	<b>1 357</b>	<b>1 398</b>

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	47%	35%	2%	-15%	10%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	81%	28%	3%	-12%	24%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	329%	33%	-11%	-29%	61%	16%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	7%	-26%	-29%	86%	24%
Bruttomarginal	29,4%	32,1%	31,0%	33,4%	35,5%	35,0%	35,0%
EBITDA-marginal	12,9%	15,5%	15,4%	16,2%	16,1%	17,7%	16,6%
EBITDA-marginal, justerad	12,9%	15,9%	15,0%	15,2%	15,7%	17,7%	16,6%
EBIT-marginal	2,9%	8,1%	8,7%	8,3%	6,5%	8,8%	9,4%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	8,5%	8,3%	7,2%	6,1%	8,8%	9,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	7,1%	5,7%	4,1%	3,4%	5,8%	6,6%

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Avkastning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	12%	11%	8%	5%	10%	11%
ROCE, justerad	Neg.	12%	11%	8%	6%	9%	10%
ROIC, justerad	Neg.	12%	11%	8%	6%	10%	12%

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie



## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	29%	31%	36%	28%	31%	29%	28%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	17%	12%	10%	16%	16%	16%
Leverantörsskulder / KSV	12%	17%	13%	8%	14%	14%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	24%	14%	14%	20%	20%	19%
Rörelsekapital / totala intäkter	33%	28%	38%	34%	31%	30%	29%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,2x	1,1x	1,1x	0,9x	1,0x	1,1x

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	39	125	467	364	347	302	212
Soliditet	70%	55%	42%	48%	48%	51%	54%
Nettoskulsättningsgrad	0,1x	0,2x	0,8x	0,6x	0,5x	0,4x	0,3x
Nettoskuld / EBITDA	0,5x	0,9x	2,6x	1,9x	2,1x	1,5x	1,1x

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,01	2,14	2,42	1,79	1,27	2,36	2,94
EPS, justerad	-0,01	2,25	2,42	1,79	1,27	2,36	2,94
FCF per aktie	0,82	-1,04	-4,15	4,43	0,27	4,25	4,25
Utdelning per aktie	0,00	0,75	0,80	0,90	0,90	0,95	1,00
Eget kapital per aktie	17,2	19,8	22,2	23,5	24,1	25,5	27,5
Antal aktier vid årets slut, m	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

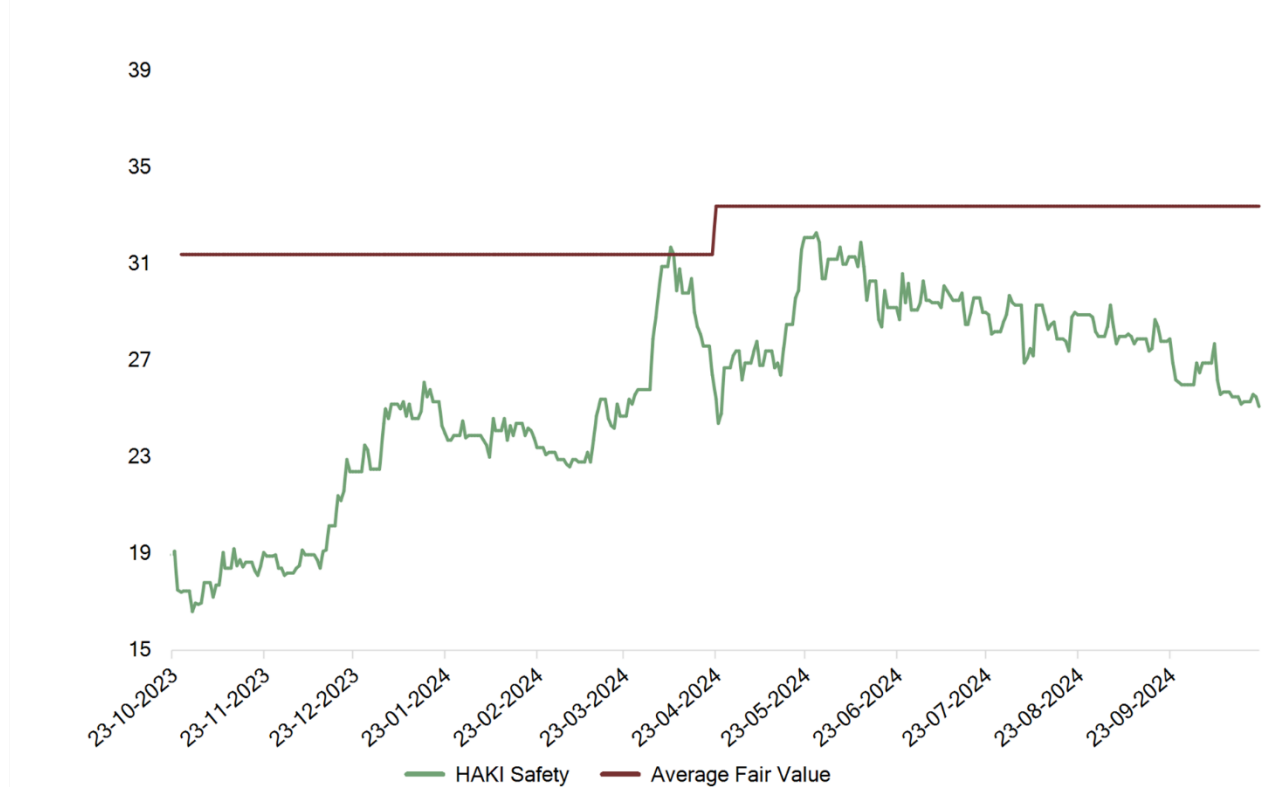
## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	10,4x	10,7x	12,3x	19,5x	10,5x	8,4x
P/EK	1,0x	1,2x	1,2x	0,9x	1,0x	1,0x	0,9x
P/FCF	21,1x	Neg.	Neg.	5,0x	91,3x	5,8x	5,8x
FCF-yield	5%	Neg.	Neg.	20%	1%	17%	17%
Direktavkastning	0,0%	3,2%	3,1%	4,1%	3,6%	3,8%	4,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	33,3%	33,1%	50,2%	70,9%	40,2%	34,0%
EV/Sales	0,9x	0,9x	1,0x	0,8x	1,1x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	6,7x	5,6x	6,7x	5,4x	7,0x	5,6x	5,4x
EV/EBIT, justerad	30,0x	10,5x	12,1x	11,3x	18,0x	11,2x	9,6x
EV	511	767	1 175	968	1 099	1 099	1 099
Aktiekurs	17,3	23,5	25,9	22,1	24,7	24,7	24,7

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### HAKI Safety (HAKIB 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 företagens 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 intygat, 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, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns 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 analytikerns 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. Värdepappren 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