



## Penser Access by Carnegie

Servicetjänster | Sverige | 29 oktober 2024

# Elanders

## Växer igen

### Positiv organisk tillväxt...

Efterfrågan förbättrades sekventiellt i flera av Elanders kundsegment, framför allt i Europa och Asien. De flesta kunders efterfrågan verkar ha bottnat ur och försäljningen växte 4% organiskt i Q3. Osäkerheten framöver är fortsatt stor, men bolaget räknar med en gradvis återhämtning under 2025. Kundsegmenten Electronics, Industrial och Health Care växte i Q3 medan Automotive visade negativ tillväxt. Fashion växte i Europa men minskade i Nordamerika. Det bör dock noteras att bolaget såg en ökning i andelen prospekt som konverterats till nya kunder i slutet av Q3.

### ...och viss marginalexpansion

Marginalen kom in på 6,6% vilket var något högre y/y, men en förbättring med 50 punkter jämfört med Q2. Marginaltrenden var fortsatt stabil. Strukturåtgärderna i USA som beslutades om under Q2, som bland annat konsoliderar Bergen Logistics lageranläggning i Pennsylvania med anläggningen i Atlanta, kommer ha full effekt från 2025 och kommer därmed fortsätta att stödja marginalen. Prenumerationsboxverksamheten som avslutades i slutet av Q2'23 kommer även den att stärka marginalen, och vi räknar sammantaget med att marginalen stärks framöver.

### Kassaflödena kommer leda till lägre skuldsättning

Vi justerar estimaten för lägre marginal än vi hade trott i Print-verksamheten och sänker justerad EBITA med 5% 2024e och 3% 2025e. Nettoskulden är fortsatt hög då de senaste förvärven är skuldfinansierade – justerat för leasing och pro forma för gjorda förvärv var ND/EBITDA 3,7x i slutet av Q3'24. Det är detta mått som används i kreditavtalen och villkoren uppfylls med god marginal. Den organiska tillväxten ledde till högre rörelsekapitalbindning, vilket tyngde kassaflödet i kvartalet. Vi ser dock detta som temporärt och räknar med en reversering kommande kvartal. Vi estimerar fritt kassaflöde per aktie till 37 kr för 2024e (45 kr 2023) och räknar med att Elanders kommer att kunna sänka skuldsättningen rejält kommande år. Givet de goda kassaflödena har bolaget kunnat finansiera alla förvärv de senaste åren utan att späda ut aktieägarna, vilket vi anser skapar stora värden över tid.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e		2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	140 - 150 kr	
Totala intäkter	-1,5%	-0,9%	-0,9%	Totala intäkter	13 867	14 175	14 762	15 449	Aktiekurs	99,7 kr	
EBIT, just.	-5,3%	-2,5%	-0,3%	Tillväxt	-7%	2%	4%	5%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	-22,0%	-7,1%	-4,1%	EBITDA, just.	2 074	2 204	2 362	2 557	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	831	826	926	1 055			
Q4 - rapport	28 januari 2025			EPS, just.	10,0	6,4	8,8	11,4			
Q1 - rapport	23 april 2025			EPS-tillväxt, just.	-28%	-37%	37%	31%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	109,3	113,5	118,2	125,3			
Antal aktier	35m			Utdelning per aktie	4,2	4,2	4,2	4,5			
Börsvärde	3 525			EBIT-marginal	5,2%	6,3%	6,3%	6,8%			
Nettoskuld	9 030			ROE, just.	9,2%	5,7%	7,6%	9,4%			
EV	12 585			ROCE, just.	8,5%	6,2%	6,7%	7,7%			
Free float	35%			EV/Sales	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x			
Daglig handelsvolym, snitt	12k			EV/EBITDA	6,0x	5,7x	5,3x	4,9x			
Bloomberg Ticker	ELANB SS EQUITY			EV/EBIT	15,0x	15,2x	13,6x	11,9x	<b>Intressekonflikter</b>		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	9,6x	15,6x	11,4x	8,7x		Yes	No
Markus Almerud				P/EK	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	Likviditetsgarant		✓
markus.almerud@carnegie.se				Direktavkastning	4,3%	4,2%	4,2%	4,5%	Certified adviser		✓
				FCF yield	47%	37%	42%	46%	Transaktioner 12m		✓
				Nettoskuld/EBITDA	4,2x	4,0x	3,7x	3,3x			

## Investment case

Elanders, med grunden i Print & Packaging Solutions, består i dag till 80% av Supply Chain Solutions. Med pågående diversifiering av de globala försörjningskedjorna ser vi strukturell tillväxt inom logistik och anser att Elanders är ett av få sätt att få exponering mot detta. Trots detta värderas bolaget under den nivå som gällde då huvudfokus var tryckeriverksamhet.

Med förvärven i Storbritannien kommer Supply Chain Solutions sannolikt successivt att öka ytterligare i betydelse, medan ett välskött Print & Packaging Solutions ger en bra bas. Vi ser en uppsida i Elanders, primärt driven av en potentiell uppvärdering i marknadens syn på Supply Chain Solutions.

## Bolagsprofil

Elanders grundades 1908 med ett avtal om sättning och tryckning av den svenska rikstelefonkatalogen och utvecklades under 1900-talet inom tryckeri med nya teknologier inom sättning, samt på 1970-talet med datoriserad fotosättning. I slutet på 1980-talet var Elanders ett av de största katalogtryckerierna i Europa. Det börsnoterades i januari 1989. 2014 etablerade Elanders sig inom supply chain-tjänster genom förvärvet av Singaporebaserade Mentor Media Ltd. Genom det transformativa förvärvet 2016 av tyska LGI Logistics Group, en av de ledande aktörerna inom Industrial Contract Logistics i Tyskland, blev logistikverksamheten en av Elanders huvudverksamheter.

Bolaget består i dag av två affärsområden. Inom Supply Chain Solutions (ca 80% av försäljningen) hanterar och optimerar Elanders flöden av råvaror, komponenter, färdiga produkter, pengar och information för kundernas räkning genom alla steg i en produkts livscykel, från leverantörer och tillverkare fram till slutkonsumenten. Elanders har även över 100 års erfarenhet av tryckverksamhet och erbjuder inom affärsområdet Print & Packaging Solutions i dag renodlade, kostnadseffektiva och innovativa lösningar som tillgodoser kundernas behov, både lokalt och globalt.

## Värdering

Vi värderar Elanders med en blandning av målmultiplar och SOTP. Vi applicerar multiplarna på förväntade vinster år 2025. Motiverat värde uppgår till 140-150 kr.

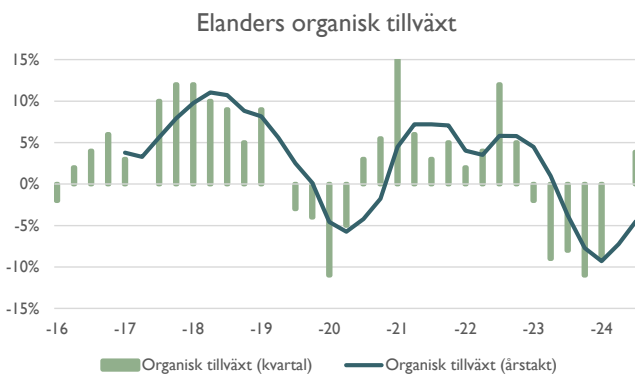
## Kvartalet i korthet

Efter att Elanders vänt den organiska tillväxttrenden i Q2 ökade tillväxten i Q3 till 4% och var därmed positiv för första gången sedan Q4 2022 (Figur 1). Bolaget upplever att de flesta av deras kunder har bottnat ur och räknar med en gradvis förbättring under 2025. Electronics växte med 5%, Industri med 2% och Health Care med 16%. Fashion växte i Europa men fortsatte sjunka i USA och såg mellan de två kvartalen en organisk tillväxt på -9%. Automotive fortsatte visa svaghet och produktionen stängdes ned mer än normalt under sommarmånaderna. Kundsegmentet såg organisk tillväxt på -7%. Det är värt att kommentera att de segment som var fortsatt svaga inte försämrades ytterligare – de var stabilt svaga på en låg nivå.

Marginalen kom in på 6,6% vilket var 10 punkter högre än Q3'23 och en förbättring med 50 punkter jämfört med Q1. Bolaget fortsätter att utvärdera kostnadsbasen och jobbar aktivt på att optimera kapacitetsutnyttjandet. Under förra kvartalet beslutade Elanders att genomföra strukturåtgärder i USA genom att bland annat konsolidera Bergen Logistics lageranläggning i Pennsylvania med anläggningen i Atlanta, vilket kommer att ge årliga besparingar på ca USD 3,5mn (35-40 mkr) med full effekt från 2025. En större del av prenumerationsboxverksamheten, som under en längre tid haft för låg lönsamhet, avvecklas samtidigt med en omsättningseffekt på USD 22mn på årsbasis från slutet av Q2'24.

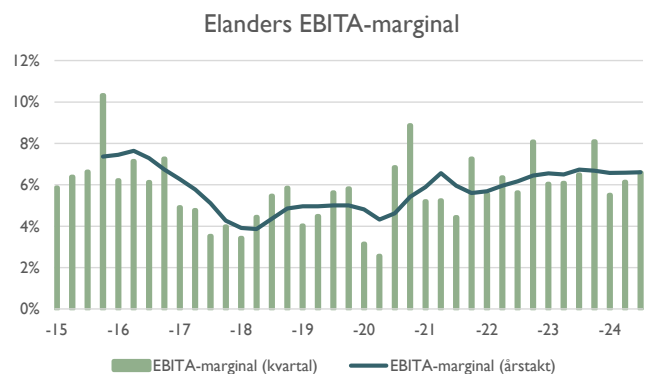
Nettoskulden minskade något under kvartalet även om klassaflodesgenereringen var svagare än normalt på grund av högre rörelsekapitalbindning. Vi bedömer att rörelsekapitalet reverseras kommande kvartal. ND/EBITDA, exklusive leasing, (leasingavtalen ger en skev bild av ND/EBITDA) var 3,7x i slutet av Q3'24.

Figur 1: Marginaltrenden vände i Q2 och har fortsatt förbättras i Q3...



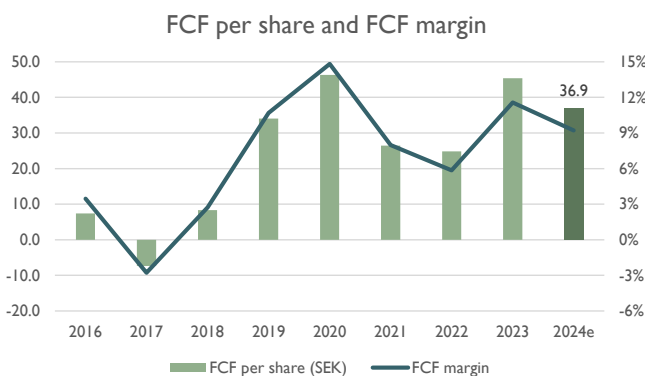
Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 2: ...och marginaltrenden är stabil



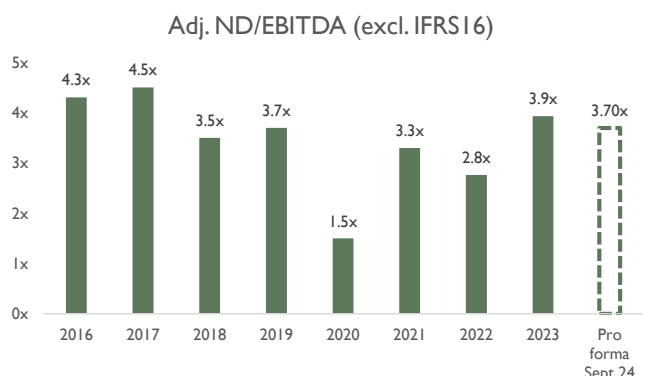
Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 3: Kassaflodena är fortsatt starka...



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

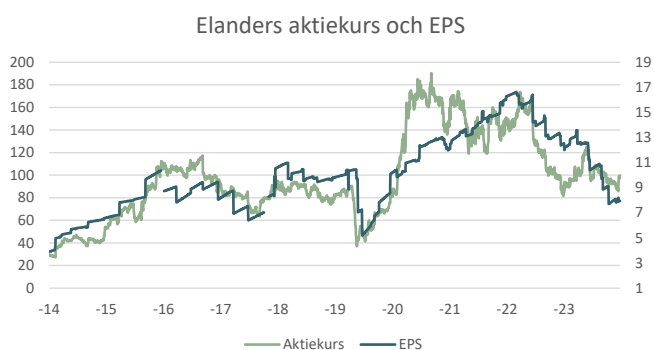
Figur 4: ..vilket kommer tillåta en snabb minskning av skuldsättningen



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

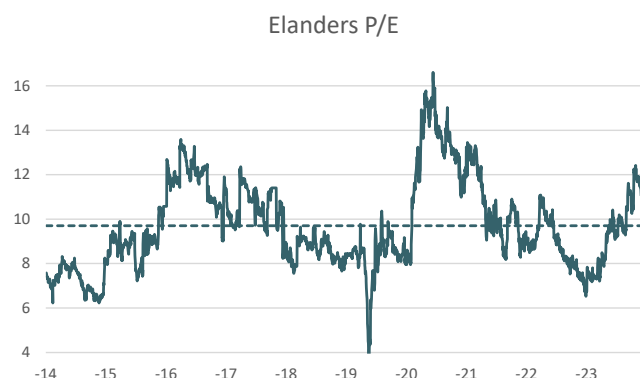
# Värdering

Figur 5: EPS-aktiekurs



Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

Figur 6: Värdering



Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

Figur 7: DCF - slutsatser och huvudantaganden

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	9,186	Riskfri ränta	2.5%	Långsiktig tillväxt	3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	5,977	Riskpremium	5.5%	Långsiktig EBIT-marginal	7.0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>15,163</b>	Small cap-premie	2.0%	Avskrivningar, % av omsättning	4.0%
Nettoskuld, senast rapporterad	9,030	Extra riskpremium	0.0%	Capex, % av omsättning	4.0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>10.0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	7.8%
<b>Eget kapital</b>	<b>6,133</b>			Skattesats	27%
Antal utstående aktier, full utspädning	35				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>173</b>				

Källa: Penser Access by Carnegie

Figur 8: DCF - känslighet

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%
8.0%	256	278	305	337	378	216	260	305	349	393
9.0%	196	211	229	249	274	160	194	229	263	298
<b>WACC 10.0%</b>	151	161	173	187	204	<b>118</b>	146	173	201	228
11.0%	115	123	131	141	152	86	109	131	154	176
12.0%	86	91	98	105	113	61	79	98	116	135

Källa: Penser Access by Carnegie

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>10 742</b>	<b>11 254</b>	<b>11 050</b>	<b>11 733</b>	<b>14 975</b>	<b>13 867</b>	<b>14 175</b>	<b>14 762</b>	<b>15 449</b>
Kostnad sålda varor	-9 330	-9 780	-9 479	-10 088	-12 744	-11 519	-11 798	-12 221	-12 704
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1 412</b>	<b>1 474</b>	<b>1 572</b>	<b>1 645</b>	<b>2 231</b>	<b>2 348</b>	<b>2 376</b>	<b>2 541</b>	<b>2 745</b>
Övriga rörelsekostnader	-687	-39	-141	-160	-264	-274	-172	-180	-188
<b>EBITDA</b>	<b>725</b>	<b>1 285</b>	<b>1 431</b>	<b>1 468</b>	<b>1 940</b>	<b>1 967</b>	<b>2 270</b>	<b>2 362</b>	<b>2 557</b>
Jämförelsestörande poster	0	-150	0	-17	-26	-107	66	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>725</b>	<b>1 435</b>	<b>1 431</b>	<b>1 485</b>	<b>1 966</b>	<b>2 074</b>	<b>2 204</b>	<b>2 362</b>	<b>2 557</b>
Avskrivningar	-202	-873	-833	-827	-1 000	-1 147	-1 273	-1 331	-1 397
<b>EBITA, justerad</b>	<b>523</b>	<b>563</b>	<b>598</b>	<b>658</b>	<b>966</b>	<b>927</b>	<b>931</b>	<b>1 031</b>	<b>1 160</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-64	-54	-52	-61	-91	-96	-105	-105	-105
<b>EBIT</b>	<b>459</b>	<b>359</b>	<b>546</b>	<b>580</b>	<b>849</b>	<b>724</b>	<b>892</b>	<b>926</b>	<b>1 055</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>459</b>	<b>509</b>	<b>546</b>	<b>597</b>	<b>875</b>	<b>831</b>	<b>826</b>	<b>926</b>	<b>1 055</b>
Finansnetto	-93	-143	-132	-98	-183	-326	-514	-468	-456
<b>Resultat före skatt</b>	<b>366</b>	<b>216</b>	<b>414</b>	<b>482</b>	<b>666</b>	<b>398</b>	<b>377</b>	<b>459</b>	<b>599</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>366</b>	<b>366</b>	<b>414</b>	<b>499</b>	<b>692</b>	<b>505</b>	<b>311</b>	<b>459</b>	<b>599</b>
Total skatt	-108	-63	-122	-151	-180	-140	-84	-147	-192
Minoritetsintressen	-5	-5	-5	-9	-17	-10	-2	-2	-3
<b>Nettoresultat</b>	<b>254</b>	<b>148</b>	<b>287</b>	<b>322</b>	<b>470</b>	<b>248</b>	<b>291</b>	<b>310</b>	<b>404</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>254</b>	<b>298</b>	<b>287</b>	<b>339</b>	<b>496</b>	<b>355</b>	<b>225</b>	<b>310</b>	<b>404</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	5%	-2%	6%	28%	-7%	2%	4%	5%
Bruttomarginal	13,1%	13,1%	14,2%	14,0%	14,9%	16,9%	16,8%	17,2%	17,8%
EBIT-marginal, justerad	4,3%	4,5%	4,9%	5,1%	5,8%	6,0%	5,8%	6,3%	6,8%
EPS, justerad	7,18	8,43	8,12	9,60	14,0	10,0	6,37	8,76	11,4
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	17%	-4%	18%	46%	-28%	-37%	37%	31%

Källa: Elanders, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	459	359	546	580	849	724	892	926	1 055
Övriga kassaflödesposter	-7	874	719	621	733	687	642	821	855
Förändringar i rörelsekapital	4	104	461	-139	-476	371	-21	-40	-47
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>456</b>	<b>1 337</b>	<b>1 725</b>	<b>1 063</b>	<b>1 106</b>	<b>1 782</b>	<b>1 513</b>	<b>1 708</b>	<b>1 863</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-161	-121	-85	-123	-221	-191	-195	-203	-212
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-16	-22	-8	-17	-16	-13	-13	-13	-13
Övrigt Kassaflöde från investeringar	16	10	6	12	9	26	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-161</b>	<b>-133</b>	<b>-87</b>	<b>-128</b>	<b>-229</b>	<b>-177</b>	<b>-208</b>	<b>-216</b>	<b>-225</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>294</b>	<b>1 204</b>	<b>1 638</b>	<b>935</b>	<b>877</b>	<b>1 604</b>	<b>1 305</b>	<b>1 492</b>	<b>1 638</b>
Förvärv och avyttringar	24	-5	-30	-1 267	-44	-832	-1 076	0	0
Förändring av skulder	-225	-1 153	-1 117	166	-761	-368	-291	-1 347	-1 481
Utdelningar	-93	-104	0	-112	-137	-165	-147	-147	-159
Övriga poster	-1	-27	59	0	-2	-2	2	2	3
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-294</b>	<b>-1 288</b>	<b>-1 088</b>	<b>-1 212</b>	<b>-944</b>	<b>-1 367</b>	<b>-1 512</b>	<b>-1 492</b>	<b>-1 638</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>-84</b>	<b>550</b>	<b>-277</b>	<b>-67</b>	<b>237</b>	<b>-207</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>2 539</b>	<b>3 961</b>	<b>2 854</b>	<b>5 249</b>	<b>7 276</b>	<b>8 191</b>	<b>9 032</b>	<b>8 792</b>	<b>8 469</b>

Källa: Elanders, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	2 439	2 480	2 413	3 305	3 655	4 452	5 205	5 205	5 205
Övriga immateriella tillgångar	780	749	672	1 212	1 267	1 361	1 576	1 464	1 345
Materiella anläggningstillgångar	789	621	519	698	818	893	893	893	893
Finansiella anläggningstillgångar	17	16	11	11	66	68	68	68	68
Övriga anläggningstillgångar	250	2 160	2 023	3 015	4 539	4 777	4 777	4 777	4 777
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>4 274</b>	<b>6 026</b>	<b>5 637</b>	<b>8 241</b>	<b>10 345</b>	<b>11 551</b>	<b>12 519</b>	<b>12 406</b>	<b>12 288</b>
Varulager	468	335	233	400	619	349	357	372	389
Kundfordringar	1 762	1 740	1 344	1 822	2 139	2 038	2 083	2 170	2 270
Övriga omsättningstillgångar	511	448	324	438	567	586	594	609	626
Likvida medel och kortfristiga placeringar	722	655	1 101	898	904	1 107	900	900	900
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3 463</b>	<b>3 179</b>	<b>3 002</b>	<b>3 559</b>	<b>4 229</b>	<b>4 080</b>	<b>3 934</b>	<b>4 050</b>	<b>4 185</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>7 737</b>	<b>9 205</b>	<b>8 639</b>	<b>11 800</b>	<b>14 574</b>	<b>15 630</b>	<b>16 453</b>	<b>16 456</b>	<b>16 473</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	2 697	2 777	2 887	3 277	3 835	3 836	3 983	4 148	4 396
Minoritetsintressen	10	0	21	27	36	28	30	32	35
<b>Summa eget kapital</b>	<b>2 707</b>	<b>2 777</b>	<b>2 908</b>	<b>3 304</b>	<b>3 870</b>	<b>3 864</b>	<b>4 013</b>	<b>4 180</b>	<b>4 431</b>
Långfristiga räntebärande skulder	2 442	2 320	2 088	3 260	3 745	4 068	4 702	4 462	4 140
Långfristiga leasingkulder	0	1 259	1 180	2 066	3 485	3 608	3 608	3 608	3 608
Övriga långfristiga skulder	199	215	188	253	271	408	408	408	408
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>2 642</b>	<b>3 793</b>	<b>3 456</b>	<b>5 579</b>	<b>7 500</b>	<b>8 084</b>	<b>8 718</b>	<b>8 478</b>	<b>8 155</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	819	398	78	132	150	683	683	683	683
Leverantörsskulder	795	678	642	875	893	673	688	717	750
Kortfristiga leasingkulder	0	639	609	689	801	938	938	938	938
Övriga kortfristiga skulder	774	921	946	1 221	1 360	1 388	1 413	1 460	1 516
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2 388</b>	<b>2 635</b>	<b>2 275</b>	<b>2 917</b>	<b>3 204</b>	<b>3 682</b>	<b>3 722</b>	<b>3 798</b>	<b>3 887</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>7 737</b>	<b>9 205</b>	<b>8 639</b>	<b>11 800</b>	<b>14 574</b>	<b>15 630</b>	<b>16 453</b>	<b>16 456</b>	<b>16 473</b>

Källa: Elanders, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	5%	-2%	6%	28%	-7%	2%	4%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	98%	0%	4%	32%	5%	6%	7%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	11%	7%	9%	47%	-5%	-1%	12%	14%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	17%	-4%	18%	46%	-28%	-37%	37%	31%
Bruttomarginal	13,1%	13,1%	14,2%	14,0%	14,9%	16,9%	16,8%	17,2%	17,8%
EBITDA-marginal	6,7%	11,4%	12,9%	12,5%	13,0%	14,2%	16,0%	16,0%	16,6%
EBITDA-marginal, justerad	6,7%	12,8%	12,9%	12,7%	13,1%	15,0%	15,5%	16,0%	16,6%
EBIT-marginal	4,3%	3,2%	4,9%	4,9%	5,7%	5,2%	6,3%	6,3%	6,8%
EBIT-marginal, justerad	4,3%	4,5%	4,9%	5,1%	5,8%	6,0%	5,8%	6,3%	6,8%
Vinst-marginal, justerad	2,4%	2,6%	2,6%	2,9%	3,3%	2,6%	1,6%	2,1%	2,6%

Källa: Elanders, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	11%	10%	11%	14%	9%	6%	8%	9%
ROCE, justerad	Neg.	8%	8%	8%	9%	8%	6%	7%	8%
ROIC, justerad	Neg.	8%	9%	8%	9%	7%	7%	7%	8%

Källa: Elanders, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	4%	3%	2%	3%	4%	3%	3%	3%	3%
Kundfordringar / totala intäkter	16%	15%	12%	16%	14%	15%	15%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	9%	7%	7%	9%	7%	6%	6%	6%	6%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	24%	26%	24%	28%	25%	31%	31%	31%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	8%	3%	5%	7%	7%	7%	7%	7%
Kapitalomsättningshastighet	1,8x	1,5x	1,6x	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x	1,1x	1,1x

Källa: Elanders, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	2 539	3 961	2 854	5 249	7 276	8 191	9 032	8 792	8 469
Soliditet	35%	30%	34%	28%	27%	25%	24%	25%	27%
Nettoskuldsättningsgrad	0,9x	1,4x	1,0x	1,6x	1,9x	2,1x	2,3x	2,1x	1,9x
Nettoskuld / EBITDA	3,5x	3,1x	2,0x	3,6x	3,8x	4,2x	4,0x	3,7x	3,3x

Källa: Elanders, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	7,18	4,18	8,12	9,12	13,3	7,01	8,24	8,76	11,4
EPS, justerad	7,18	8,43	8,12	9,60	14,0	10,0	6,37	8,76	11,4
FCF per aktie	8,33	34,0	46,3	26,5	24,8	45,4	36,9	42,2	46,3
Utdelning per aktie	2,90	2,90	3,10	3,60	4,15	4,15	4,15	4,15	4,50
Eget kapital per aktie	76,6	78,5	82,2	93,4	109	109	113	118	125
Antal aktier vid årets slut, m	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4

Källa: Elanders, Penser by Carnegie

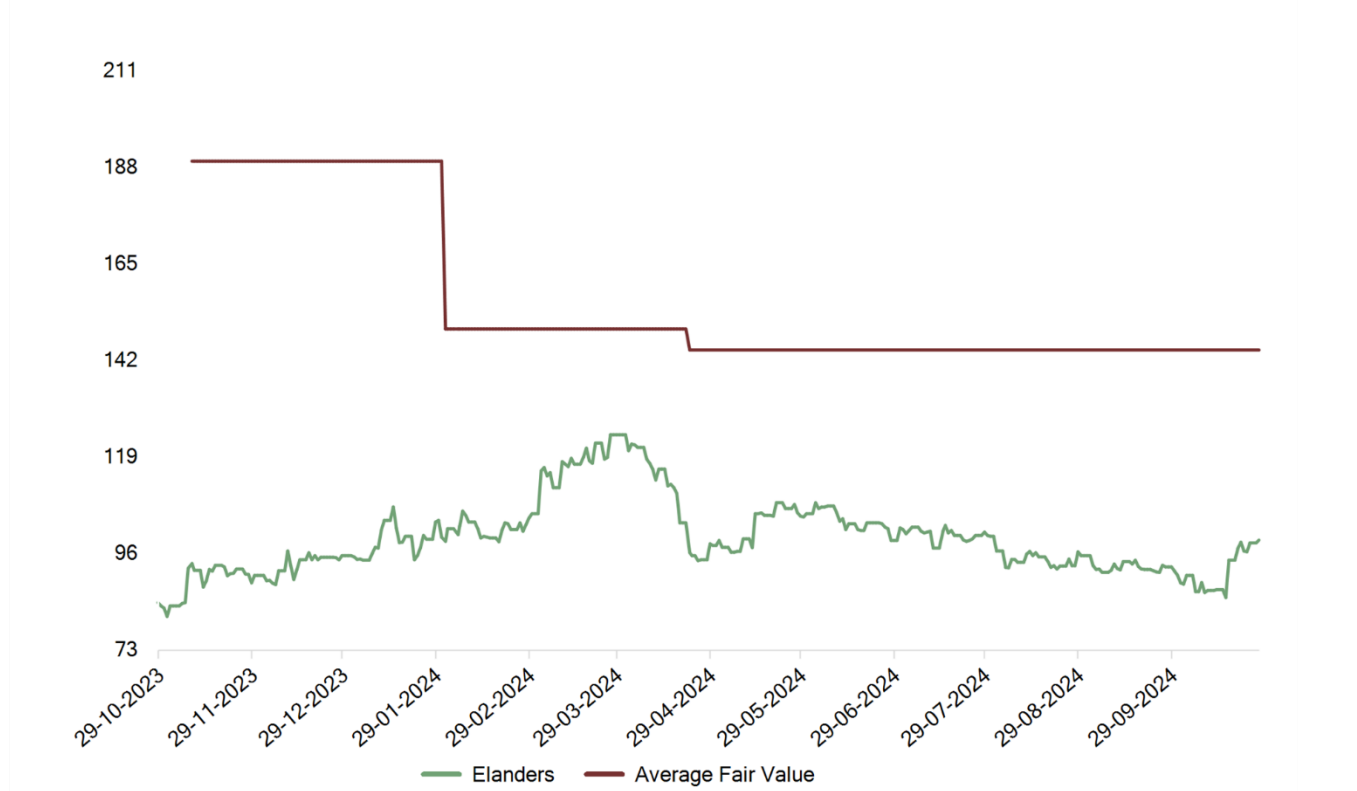
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	12,1x	10,3x	14,7x	18,1x	10,7x	9,6x	15,6x	11,4x	8,7x
P/EK	1,1x	1,1x	1,5x	1,9x	1,4x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x
P/FCF	10,5x	2,6x	2,6x	6,6x	6,0x	2,1x	2,7x	2,4x	2,2x
FCF-yield	10%	39%	39%	15%	17%	47%	37%	42%	46%
Direktavkastning	3,3%	3,3%	2,6%	2,1%	2,8%	4,3%	4,2%	4,2%	4,5%
Utdelningsandel, justerad	40,4%	34,4%	38,2%	37,5%	29,6%	41,3%	65,1%	47,4%	39,4%
EV/Sales	0,5x	0,6x	0,6x	1,0x	0,8x	0,8x	0,9x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	7,8x	4,9x	5,0x	7,7x	6,4x	5,6x	5,7x	5,3x	4,9x
EV/EBIT, justerad	12,3x	13,8x	13,0x	19,1x	14,4x	14,0x	15,2x	13,6x	11,9x
EV	5 632	7 044	7 104	11 428	12 616	11 613	12 585	12 587	12 590
Aktiekurs	87,2	87,2	120	174	150	96,0	99,7	99,7	99,7

Källa: Elanders, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Elanders (ELANB 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 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. 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