



## Penser Access by Carnegie

Skogsindustri | Sverige | 25 oktober 2024

# Rottneros

## Höga råvarukostnader pressar lönsamheten – Q3-review

### Stabil produktion och stigande vedråvarupriser påverkar lönsamheten

Kvartalet kännetecknades av en stabil produktion, som ökade med 2% y/y, medan fortsatt stigande vedråvarupriser pressade lönsamheten. Nettoomsättningen sjönk med 1% y/y till 686 mkr (691), trots att NBSK-massapriset var 36% högre y/y. Leveranserna av pappersmassa minskade med 20%, vilket förklaras av ovanligt höga försäljningsvolymerna året innan. EBIT sjönk till 40 mkr y/y (49), på grund av högre rörliga kostnader och lägre volymer, delvis uppvägt av högre massapriser. Bolaget slutför tre stora investeringsprojekt, där Rottneros Bruks utökade CTMP-kapacitet tas i drift i slutet av oktober, en ökning med 30%. Totala investeringar för året beräknas till 460 mkr. Trots detta är balansräkningen fortsatt stark med en soliditet på 60%, nettoskuld på 202 mkr och tillgänglig likviditet på 258 mkr.

### Kinas expansion bromsar massacykeln, men Rottneros nischmarknader står stadigt

Massacykeln har saktat in under Q3, till stor del på grund av Kinas omfattande kapacitetsutbyggnad inom integrerad massaproduktion och kartongtillverkning. Den ökade kapaciteten har lett till överutbud och prispress, vilket har påverkat efterfrågan globalt. Kinas svaga byggsektor har dessutom frigjort skogsråvara för massaproduktion, vilket har drivit ner råvarukostnaderna ytterligare. Samtidigt har Europa också upplevt en minskning i efterfrågan, särskilt under sommaren, medan marknaden i Nordamerika förblivit mer stabil. Nettoresultatet har varit sjunkande priser, där exempelvis NBSK-listpriset i Europa sjönk från USD 1 620 till USD 1 560 under kvartalet. Efterfrågan på avsalumassa har totalt sett minskat med 1 % jämfört med 2023, där långfibrig massa sjönk med 3,1 %. Trots denna nedgång har Rottneros nischmarknader förblivit stabila genom året, och efterfrågan på företagets CTMP-produkter ligger fortfarande 6 % över fjolårets nivå.

### Attraktiv risk-reward trots sänkta EPS-estimat och justerat värderingsintervall

Vi sänker våra EPS-estimat med 19–36 % för 2025–2026 på grund av en inbromsande massacykel och fortsatt stigande råvarukostnader. Detta har lett till att vi justerar ned bottenivån i vårt värderingsintervall till 11–16 kr per aktie, från tidigare 13–16 kr, med hänsyn till den osäkra marknadssituationen. Trots detta värderas aktien idag under eget kapital, med ett P/EK för 2025e på 0,8x, vilket är en historiskt låg nivå. Detta ger en attraktiv risk-reward, baserat på vårt vinstscenario med fortsatt starka volymer, högt massapris och stabilt höga rörliga kostnader.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk														
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	11,0 - 16,0 kr												
Totala intäkter	-1,8%	-6,3%	-0,1%	2 799	2 862	2 985	3 183	Aktiekurs	9,9 kr												
EBIT, just.	-79,8%	-34,5%	-19,7%	Tillväxt	-10%	2%	4%	7%	Riskenivå	Hög											
EPS, just.	-95,7%	-36,3%	-18,8%	EBITDA, just.	252	146	352	403	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 												
<b>Kommande händelser</b> Q4 - rapport 06 februari 2025 Q1 - rapport 29 april 2025			EBIT, just.	139	21	212	263														
<b>Bolagsfakta (mkr)</b> Antal aktier 153m Börsvärde 1 514 Nettoskuld 202 EV 1 716 Free float 48% Daglig handelsvolym, snitt 69k Bloomberg Ticker RROS SS EQUITY			EPS, just.	0,8	0,0	1,0	1,3	<b>Intressekonflikter</b> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																			
Likviditetsgarant		✓																			
Certified adviser		✓																			
Transaktioner 12m		✓																			
<b>Analytiker</b> Mathias Carlson mathias.carlson@carnegie.se			EPS-tillväxt, just.	-79%	-97%	N.m.	29%														
			EK/aktie	12,2	11,2	12,2	13,1														
			Utdelning per aktie	0,5	0,0	0,4	0,5														
			EBIT-marginal	5,0%	0,7%	7,2%	8,3%														
			ROE, just.	5,9%	0,2%	8,9%	10,6%														
			ROCE, just.	6,4%	1,0%	10,0%	11,8%														
			EV/Sales	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x														
			EV/EBITDA	7,0x	11,7x	4,9x	4,3x														
			EV/EBIT	12,6x	82,2x	8,1x	6,5x														
			P/E, just.	15,4x	N.m.	9,5x	7,4x														
			P/EK	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x														
			Direktavkastning	4,1%	0,0%	4,0%	5,0%														
			FCF yield	Neg.	Neg.	12%	14%														
			Nettoskuld/EBITDA	-0,4x	2,2x	0,4x	0,0x														

## Investment case

Rottneros är en världsledande producent av pappersmassa, som även används inom nischområden med bra tillväxt.

Bolaget har en stark finansiell ställning med en soliditet på 60%, en nettoskuld på låga 202 mkr och goda kassaflöden över en konjunkturcykel.

Den globala massacykeln är inne i en återhämtningsfas efter en djup botten till följd av en exceptionell lageravveckling i sviterna av COVID-pandemin och en generell konjunkturavmattning. Efterfrågan på Rottneros avsalumassa är stark och försäljningspriserna för sulfatmassa, inte CTMP-massa, har återhämtat sig och nått rekordnivåer. Prisuppgången återspeglar sig fortfarande inte i Rottneros resultat eftersom bolagets försäljningspriser har en släpande effekt. Vi räknar med att se en god effekt av högre priser i resultatet för det tredje kvartalet 2024.

Den långsiktiga tillväxt- och lönsamhetspotentialen är god för bolagets hållbara produkter. Rottneros affärsmodell med fokus på nischprodukter har visat på styrka under den senaste konjunkturedgången. Investeringen i ny CTMP-kapacitet som startat upp under hösten 2024, +30% kapacitetsökning är vältajmad och har goda chanser att bidra med en bra lönsamhet och avkastning.

Rottneros är positionerat för att dra nytta av de långsiktigt positiva trenderna som driver efterfrågan på massamarknaden och förpackningar. Investeringar i utökad produktionskapacitet, innovativa förpackningslösningar och förnyelsebar energi säkerställer en långsiktigt god lönsamhet över en konjunkturcykel, enligt våra beräkningar.

Vår bedömning är att merparten av de negativa lönsamhetsutsikterna och det negativa nyhetsflödet är diskonterat i dagens aktiekurs och därmed har en attraktiv "risk-reward" skapats.

## Bolagsprofil

Rottneros är en svensk pappersmassatillverkare och ett av världens ledande specialistföretag inom utveckling och produktion av pappersmassa. Verksamheten bedrivs vid Rottneros Bruk i Värmland och Vallviks Bruk i Hälsingland, Sverige.

Rottneros Bruk utvecklar och producerar mekanisk massa eller CTMP (Chemi-Thermo-Mechanical Pulp). Denna används vid produktion av kartong, förpackningar, mjukpapper, filter samt skriv- och tryckpapper. Kapaciteten väntas under det kommande året öka till 170 tusen ton från dagens 130 tusen ton per år.

Vallviks Bruk tillverkar långfibriga kemiska sulfatmassor och är en globalt ledande leverantör av E-massa och filtermassa. Under 2023 producerades 230 000 ton massa vid bruket. Sulfatprocessen som används ger en extra stark massa.

Rottneros Packaging fokuserar på högkvalitativa livsmedelsförpackningar och startar upp en fabrik för formpressade fibertråg i Polen tillsammans med Arctic Paper under fjärde kvartalet 2024. Tillverkningskapaciteten beräknas till cirka 80 miljoner förpackningar per år och omsättningen förväntas vara 140 mkr per år vid full kapacitet.

Rottneros är börsnoterat sedan 1987 och handlas på Nasdaq Stockholm.

## Värdering

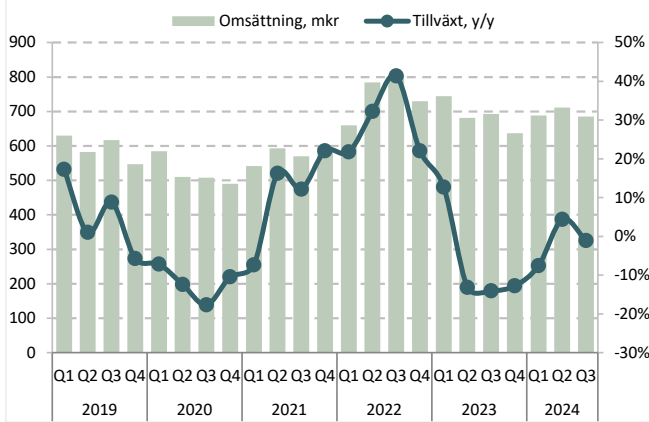
Värderingen grundar sig på en kassaflödesvärdering (DCF) som tar i beaktande den kraftigt cykliska lönsamhetsutvecklingen där vi analyserat historiska marginalnivåer, effekten av strategiska investeringar och den långsiktiga tillväxtpotentialen för Rottneros produkter med fokus på hållbarhet.

## Motiverat värde

Motiverat värde uppgår till 11-16 kr per aktie (13-16).

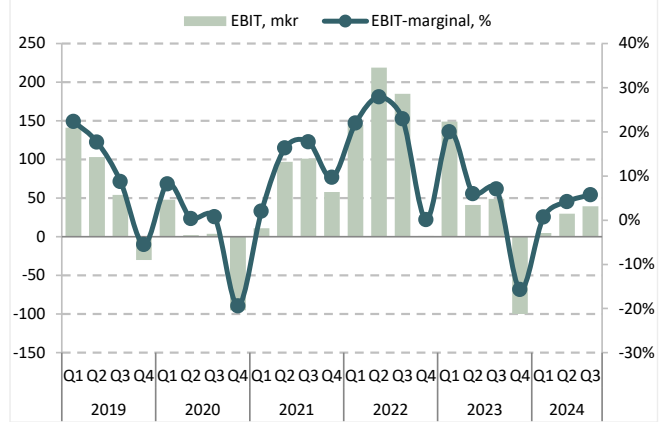
# Kvartalet i bilder

Figur 1: Nettoomsättning per kvartal



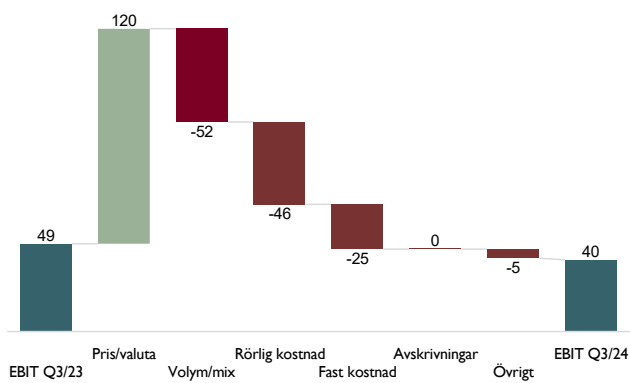
Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

Figur 2: EBIT och EBIT-marginal per kvartal



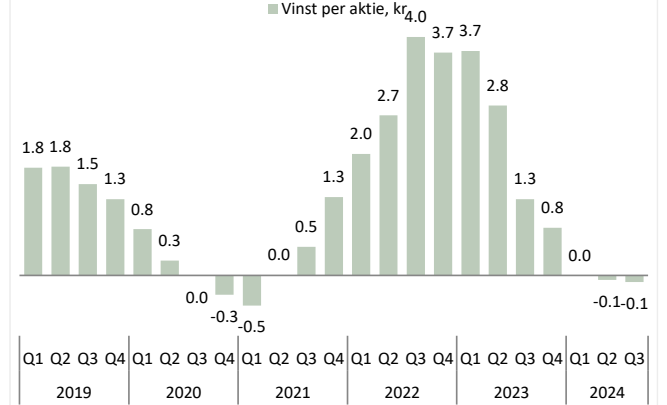
Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

Figur 3: EBIT-brygga Q3 2024 vs Q3 2023



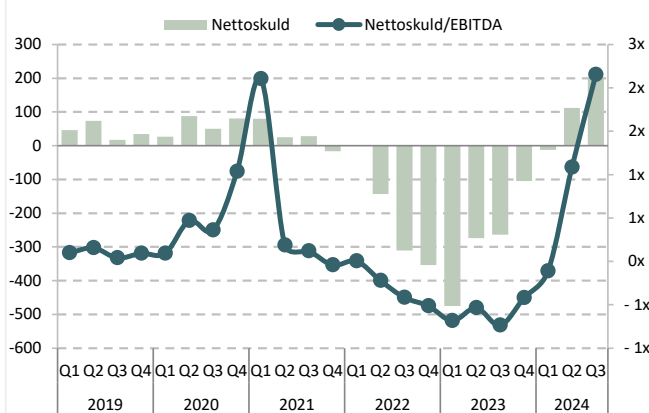
Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

Figur 4: Vinst per aktie per kvartal



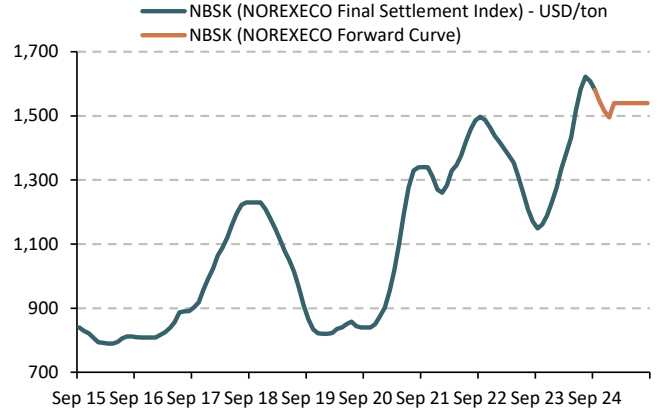
Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

Figur 5: Nettoskuld/EBITDA



Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

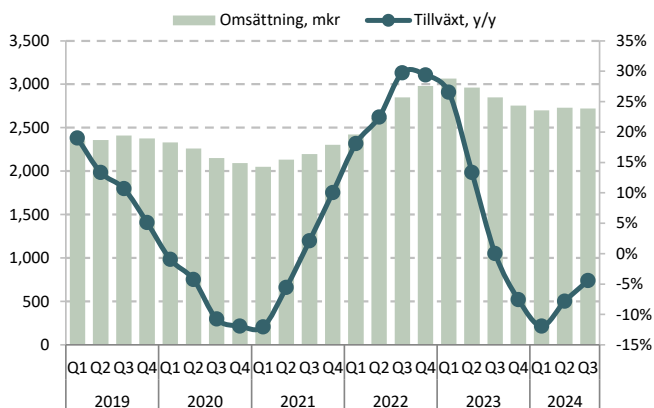
Figur 6: Massaprisindex



Källa: NOREXECO, Penser by Carnegie

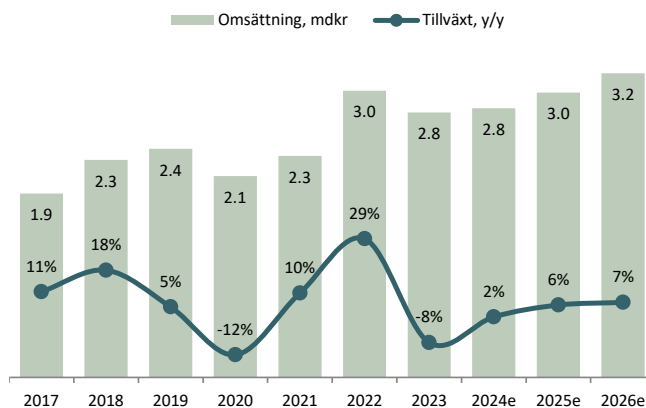
# Resultat- och prognosöversikt

Figur 7: Nettoomsättning, R12m



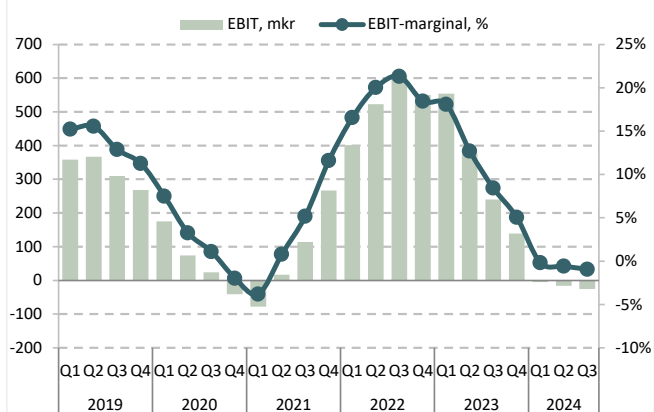
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 8: Nettoomsättning, estimat



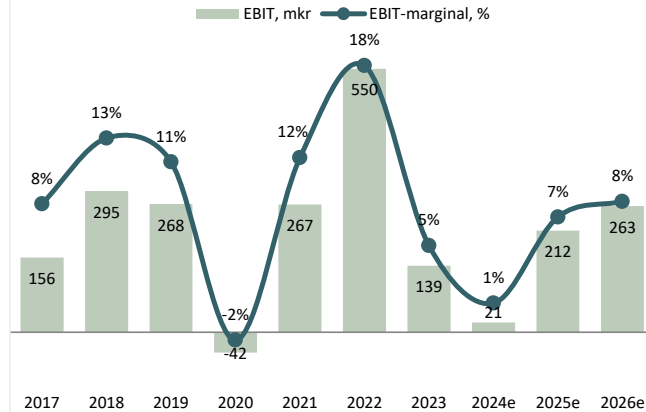
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 9: EBIT och EBIT-marginal, R12m



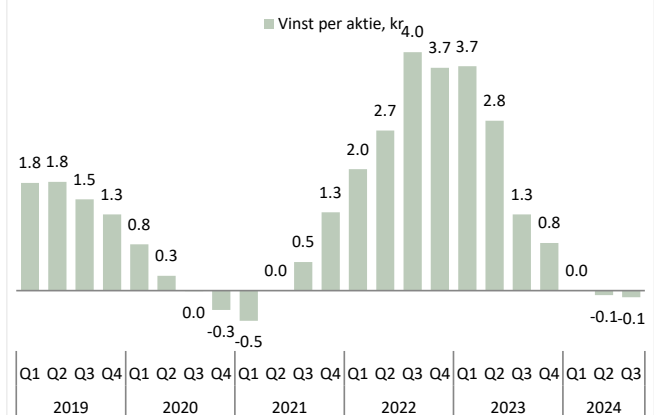
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 10: EBIT och EBIT-marginal, estimat



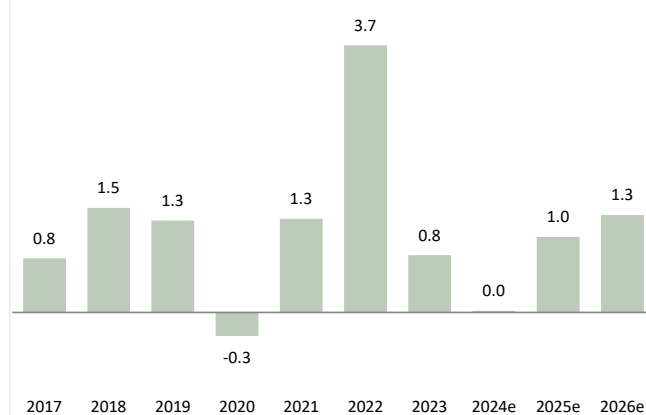
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 11: Vinst per aktie i kr, R12m



Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 12: Vinst per aktie i kr, estimat



Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

## Värdering

Vår uppdaterade DCF-värdering och beaktande av investeringen i ny CTMP-kapacitet, förnyelsebar energi och en ny fabrik i Polen för Rottneros Packaging indikerar ett värde på 15 kr per aktie.

DCF-modellen är givetvis känslig för långsiktiga marginalantaganden och avkastningskrav, men vi bedömer att vi har varit förhållandevis konservativa. Med en långsiktig EBIT-marginal om 9% ligger vi under det historiska genomsnittet på 10% de senaste tio åren.

Vår bedömning är att "risk-reward" är attraktiv på medellång sikt givet det stora strategiska fokus vi ser på hållbara träfiberbaserade produkter. Samtidigt är kraftförsörjningen och elpriser en risk, men kommande investeringar i förnyelsebar energi kommer minska denna.

Med utgångspunkt i ovanstående resonemang åsätter vi ett värderingsintervall på 11-16 kr per aktie.

Figur 13: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1,202	Riskfri ränta	2.5%	Långsiktig tillväxt	3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	1,298	Riskpremie	5.5%	Långsiktig EBIT-marginal	9.0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>2,499</b>	Småbolagspremie	3.0%	Terminalvärdets andel av EV	52%
Nettoskuld, senast rapporterad	202	Extra risk-premie	0.0%	Avskrivningar, % av omsättning	6.0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>11.0%</b>	Capex, % av omsättning	6.0%
<b>Eget kapital</b>	<b>2,297</b>	Rörelsekapital, % av omsättning		17%	
Antal utstående aktier, miljoner	.	Skattesats		21%	
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>15</b>				

Källa: Penser by Carnegie

Figur 14: 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%
<b>WACC</b>	10.0%	16.2	16.9	17.8	18.8	20.0	10.0%	9.1	13.5	17.8	22.2	26.5	
	10.5%	14.9	15.6	16.3	17.2	18.2	10.5%	8.5	12.4	16.3	20.3	24.2	
	11.0%	13.9	14.4	15.1	15.8	16.6	11.0%	7.9	11.5	15.1	18.7	22.3	
	11.5%	12.9	13.4	13.9	14.5	15.2	11.5%	7.3	10.6	13.9	17.2	20.5	
	12.0%	12.0	12.4	12.9	13.4	14.0	12.0%	6.9	9.9	12.9	15.9	19.0	

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>2 376</b>	<b>2 093</b>	<b>2 303</b>	<b>2 980</b>	<b>2 755</b>	<b>2 799</b>	<b>2 961</b>	<b>3 161</b>
Övriga rörelseintäkter	20	(17)	0	132	44	63	24	23
<b>Totala intäkter</b>	<b>2 396</b>	<b>2 076</b>	<b>2 303</b>	<b>3 112</b>	<b>2 799</b>	<b>2 862</b>	<b>2 985</b>	<b>3 183</b>
Kostnad sålda varor	-1 223	-1 200	-1 125	-1 415	-1 661	-1 836	-1 710	-1 810
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1 173</b>	<b>876</b>	<b>1 178</b>	<b>1 697</b>	<b>1 138</b>	<b>1 025</b>	<b>1 275</b>	<b>1 374</b>
Övriga rörelsekostnader	-799	-799	-793	-1 006	-886	-879	-923	-971
<b>EBITDA</b>	<b>374</b>	<b>77</b>	<b>385</b>	<b>691</b>	<b>252</b>	<b>146</b>	<b>352</b>	<b>403</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>374</b>	<b>77</b>	<b>385</b>	<b>691</b>	<b>252</b>	<b>146</b>	<b>352</b>	<b>403</b>
Avskrivningar	-106	-119	-118	-141	-113	-125	-140	-140
<b>EBITA, justerad</b>	<b>268</b>	<b>-42</b>	<b>267</b>	<b>550</b>	<b>139</b>	<b>21</b>	<b>212</b>	<b>263</b>
<b>EBIT</b>	<b>268</b>	<b>-42</b>	<b>267</b>	<b>550</b>	<b>139</b>	<b>21</b>	<b>212</b>	<b>263</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>268</b>	<b>-42</b>	<b>267</b>	<b>550</b>	<b>139</b>	<b>21</b>	<b>212</b>	<b>263</b>
Finansnetto	-21	-19	-21	164	14	-15	-12	-4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>247</b>	<b>-61</b>	<b>246</b>	<b>714</b>	<b>153</b>	<b>6</b>	<b>201</b>	<b>259</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>247</b>	<b>-61</b>	<b>246</b>	<b>714</b>	<b>153</b>	<b>6</b>	<b>201</b>	<b>259</b>
Total skatt	-53	11	-48	-149	-32	-3	-41	-53
<b>Nettoresultat</b>	<b>194</b>	<b>-50</b>	<b>198</b>	<b>565</b>	<b>121</b>	<b>3</b>	<b>159</b>	<b>206</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>194</b>	<b>-50</b>	<b>198</b>	<b>565</b>	<b>121</b>	<b>3</b>	<b>159</b>	<b>206</b>
Omsättningsstillväxt	Neg.	-13%	11%	35%	-10%	2%	4%	7%
Bruttomarginal	49,4%	41,9%	51,2%	56,9%	41,3%	36,6%	43,1%	43,5%
EBIT-marginal, justerad	11,3%	Neg.	11,6%	18,5%	5,0%	0,7%	7,2%	8,3%
EPS, justerad	1,27	-0,33	1,30	3,70	0,79	0,02	1,04	1,35
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	185%	-79%	-97%	N.m.	29%

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	268	-42	267	550	139	21	212	263
Förändringar i rörelsekapital	105	25	-34	-115	-40	-19	-19	-35
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>461</b>	<b>85</b>	<b>288</b>	<b>541</b>	<b>104</b>	<b>98</b>	<b>281</b>	<b>311</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-109	-116	-125	-111	-205	-460	-100	-100
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	0	-1	58	9	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-109</b>	<b>-116</b>	<b>-125</b>	<b>-112</b>	<b>-147</b>	<b>-451</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>352</b>	<b>-31</b>	<b>163</b>	<b>429</b>	<b>-43</b>	<b>-353</b>	<b>181</b>	<b>211</b>
Förvärv och avyttringar	0	-12	2	0	7	1	0	0
Förändring av skulder	0	-3	-266	-34	-20	269	-36	-36
Utdelningar	-214	0	-68	-91	-213	-76	0	-61
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-214</b>	<b>-15</b>	<b>-332</b>	<b>-125</b>	<b>-226</b>	<b>194</b>	<b>-36</b>	<b>-97</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>138</b>	<b>-46</b>	<b>-169</b>	<b>304</b>	<b>-269</b>	<b>-159</b>	<b>145</b>	<b>114</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>35</b>	<b>81</b>	<b>-16</b>	<b>-354</b>	<b>-105</b>	<b>324</b>	<b>143</b>	<b>-6</b>

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	13	30	25	21	21	21	21	21
Materiella anläggningstillgångar	1 198	1 203	1 213	1 190	1 274	1 608	1 568	1 528
Finansiella anläggningstillgångar	69	52	101	290	175	119	119	119
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 280</b>	<b>1 285</b>	<b>1 339</b>	<b>1 501</b>	<b>1 470</b>	<b>1 748</b>	<b>1 708</b>	<b>1 668</b>
Varulager	375	355	327	436	493	551	479	507
Övriga omsättningstillgångar	342	287	555	1 020	658	672	711	759
Likvida medel och kortfristiga placeringar	376	330	161	465	196	37	181	295
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 093</b>	<b>972</b>	<b>1 043</b>	<b>1 921</b>	<b>1 347</b>	<b>1 259</b>	<b>1 371</b>	<b>1 560</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>2 373</b>	<b>2 257</b>	<b>2 382</b>	<b>3 422</b>	<b>2 817</b>	<b>3 007</b>	<b>3 079</b>	<b>3 229</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	1 380	1 301	1 527	2 256	1 858	1 702	1 861	2 006
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 380</b>	<b>1 301</b>	<b>1 527</b>	<b>2 256</b>	<b>1 858</b>	<b>1 702</b>	<b>1 861</b>	<b>2 006</b>
Långfristiga räntebärande skulder	411	411	145	111	59	87	51	15
Övriga långfristiga skulder	176	150	207	325	223	192	192	192
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>587</b>	<b>561</b>	<b>352</b>	<b>436</b>	<b>282</b>	<b>279</b>	<b>243</b>	<b>207</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	32	274	274	274
Övriga kortfristiga skulder	406	395	503	730	645	753	701	742
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>406</b>	<b>395</b>	<b>503</b>	<b>730</b>	<b>677</b>	<b>1 027</b>	<b>975</b>	<b>1 016</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>2 373</b>	<b>2 257</b>	<b>2 382</b>	<b>3 422</b>	<b>2 817</b>	<b>3 007</b>	<b>3 079</b>	<b>3 229</b>

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	-13%	11%	35%	-10%	2%	4%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	-79%	400%	79%	-64%	-42%	141%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	106%	-75%	-85%	N.m.	24%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	185%	-79%	-97%	N.m.	29%
Bruttomarginal	49,4%	41,9%	51,2%	56,9%	41,3%	36,6%	43,1%	43,5%
EBITDA-marginal	15,7%	3,7%	16,7%	23,2%	9,1%	5,2%	11,9%	12,8%
EBITDA-marginal, justerad	15,7%	3,7%	16,7%	23,2%	9,1%	5,2%	11,9%	12,8%
EBIT-marginal	11,3%	Neg.	11,6%	18,5%	5,0%	0,7%	7,2%	8,3%
EBIT-marginal, justerad	11,3%	Neg.	11,6%	18,5%	5,0%	0,7%	7,2%	8,3%
Vinst-marginal, justerad	8,2%	Neg.	8,6%	19,0%	4,4%	0,1%	5,4%	6,5%

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	14%	30%	6%	0%	9%	11%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	16%	27%	6%	1%	10%	12%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	18%	32%	8%	1%	11%	13%

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	16%	17%	14%	14%	18%	19%	16%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	20%	26%	30%	27%	38%	37%	37%
Rörelsekapital / totala intäkter	13%	12%	16%	23%	18%	16%	16%	16%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	1,4x	1,3x	1,4x	1,4x	1,4x	1,4x

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	35	81	-16	-354	-105	324	143	-6
Soliditet	58%	58%	64%	66%	66%	57%	60%	62%
Nettoskuldsättningsgrad	0,0x	0,1x	0,0x	-0,2x	-0,1x	0,2x	0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	0,1x	1,1x	0,0x	-0,5x	-0,4x	2,2x	0,4x	0,0x

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	1,27	-0,33	1,30	3,70	0,79	0,02	1,04	1,35
EPS, justerad	1,27	-0,33	1,30	3,70	0,79	0,02	1,04	1,35
FCF per aktie	2,31	-0,20	1,07	2,81	-0,28	-2,31	1,18	1,38
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,40	0,50	0,50	0,00	0,40	0,50
Eget kapital per aktie	9,04	8,53	10,0	14,8	12,2	11,2	12,2	13,1
Antal aktier vid årets slut, m	153	153	153	153	153	153	153	153
Antal aktier efter utspädning, snitt	153	153	153	153	153	153	153	153

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Värdering

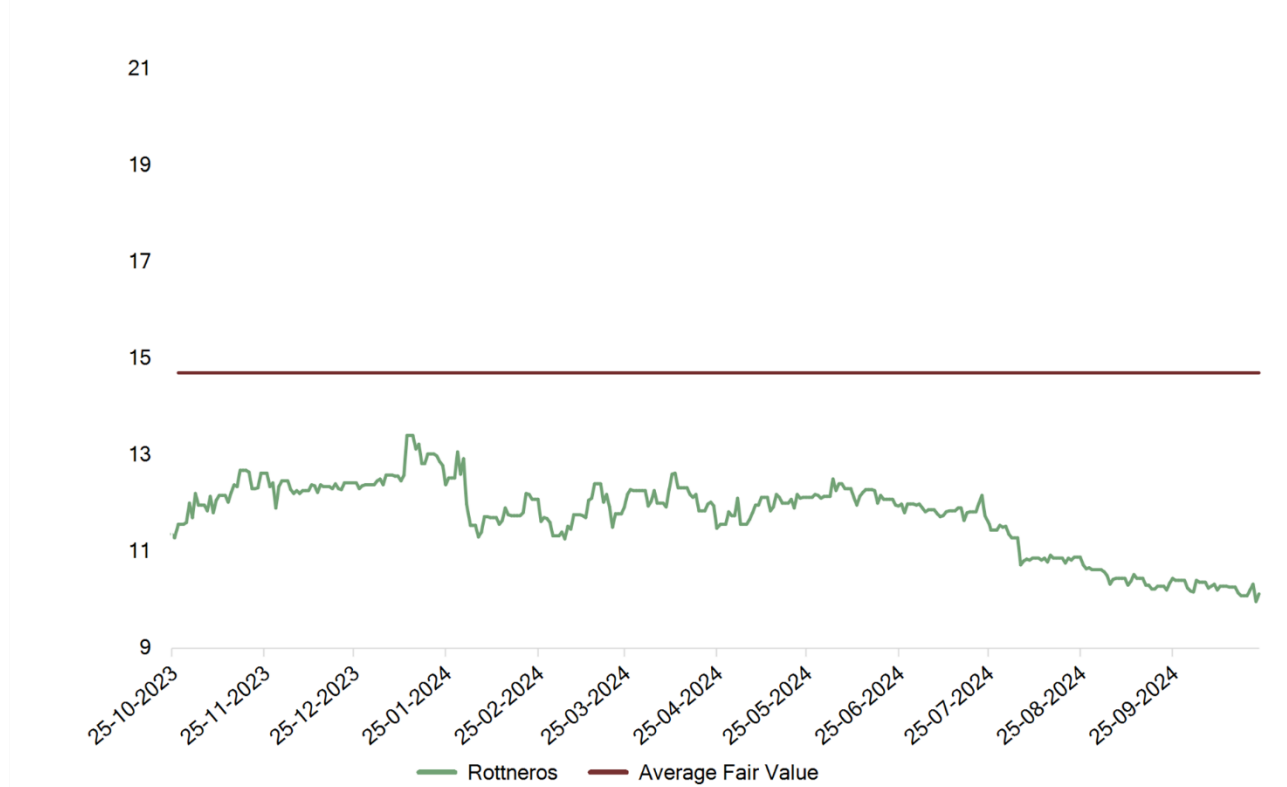
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	9,0x	Neg.	8,0x	3,3x	15,4x	100x	9,5x	7,4x
P/EK	1,3x	1,0x	1,0x	0,8x	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x
P/FCF	4,9x	Neg.	9,8x	4,3x	Neg.	Neg.	8,4x	7,2x
FCF-yield	20%	Neg.	10%	23%	Neg.	Neg.	12%	14%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	3,8%	4,1%	4,1%	0,0%	4,0%	5,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	30,8%	13,5%	63,1%	0,0%	38,3%	37,1%
EV/Sales	0,7x	0,6x	0,7x	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	4,7x	17,2x	4,1x	2,2x	7,0x	11,7x	4,9x	4,3x
EV/EBIT, justerad	6,6x	Neg.	5,9x	2,7x	12,6x	82,2x	8,1x	6,5x
EV	1 774	1 324	1 574	1 510	1 753	1 716	1 716	1 716
Aktiekurs	11,4	8,2	10,4	12,2	12,2	9,9	9,9	9,9

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Rottneros (RROS 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 intygges 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