



Penser Access by Carnegie

Skogsindustri | Sverige | 02 februari 2024

Rottneros

Tufft avslut på 2023, men lovande utsikter för 2024

Q4 EBIT -100mkr

Q4 påverkades kraftigt negativt av låga massapriser, höga råvarupriser och underhållsstoppet i Vallviks bruk. Nettoomsättningen var 637 mkr (730), vilket är en minskning med 13% y/y. Justerat för nedläggningen av slipmassalinen i Rottneros bruk sjönk omsättningen med endast 1%. Rottneros har under 2023 lyckats kompensera lägre massapriser med starka försäljningsvolymerna vilka var 12% högre i Q4 y/y. Det genomsnittliga listpriset för NBSK i Q4 var 19% lägre y/y i både USD och SEK. Det är värt att notera att listpriset bottnade i Q3 2023 och var en procent högre i Q4 q/q. Vi räknar med att massapriset stiger med ytterligare 8% i Q1 2024 q/q. Vallviks årliga underhållsstopp i Q4 gav en negativ inverkan med cirka 70 mkr på EBIT-nivå.

En stabiliserad massamarknad ger lovande utsikter för 2024

Massamarknaden stabiliserade sig under Q4'23, vilket indikeras av balanserade producentlager och en fortsatt lagerminskning i hela värdekedjan. Massapriset bottnade i Q3'23 och steg med en procent i Q4'24. Vi räknar med att massapriset stiger med ytterligare 8% i Q1'24 q/q. Kostnadssituationen för vedråvara har förbättrats till följd av en ökad lokal tillgång och minskad import. Rottneros investeringsprojekt bidrar med tillväxt och kostnadseffektiviseringar under 2024. Vårt vinstscenario bygger på att massapriset stiger med 3% under 2024 y/y och att Rottneros försäljningsvolymerna stiger med drygt 2% samtidigt som de rörliga kostnaderna stabiliserar sig på en hög nivå. Vi räknar inte med sjunkande kostnader i vårt scenario för 24-26e.

Värdering och starka finanser ger stöd

Vi sänker vår EPS 24e med 5% men samtidigt höjer vi EPS 25e med 13%, drivet av fortsatt höga rörliga kostnader som slutligen kompenseras av högre försäljningsvolymerna och stigande massapris. Vi lämnar vårt DCF-baserade motiverade värde oförändrat på 14-15 kr efter att ha tagit i beaktande investeringarna i produktionskapacitet, förnyelsebar energi och förpackningar. Rottneros har starka finanser med en soliditet på 66% och en nettokassa på 105 mkr. Aktien värderas idag till 10% rabatt på eget kapital, P/EK 0,9x, vilket är en låg nivå som skapar en attraktiv risk-reward eftersom vårt vinstscenario bygger på volymtillväxt, stigande massapris och en stabilisering av höga rörliga kostnader. En oförändrad utdelning på 0,5 kr per aktie för 2023 ger extra stöd.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e		2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	14,0 - 15,0 kr	
Totala intäkter	8,4%	12,2%	-	Totala intäkter	2 799	2 874	3 174	3 236	Aktiekurs	11,8 kr	
EBITDA, just.	-1,9%	10,7%	-	Tillväxt	-10%	3%	10%	2%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	-4,6%	13,1%	-	EBITDA, just.	252	288	485	499	Kursutveckling 12 mån		
Kommande händelser				EBIT, just.	139	168	350	364			
Q1 - rapport		25 april 2024		EPS, just.	0,8	0,9	1,8	1,9	Intressekonflikter		
Q2 - rapport		24 juli 2024		EPS-tillväxt, just.	-79%	9%	>100%	5%		Yes	No
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	12,2	12,5	13,8	15,1	Likviditetsgarant		✓
Antal aktier		153m		Utdelning per aktie	0,5	0,5	0,6	0,7	Certified adviser		✓
Börsvärde		1 797		EBIT-marginal	5,0%	5,9%	11,1%	11,3%	Transaktioner 12m		✓
Nettoskuld		-105		ROE, just.	5,9%	7,0%	13,6%	13,0%			
EV		1 692		ROCE, just.	6,4%	8,6%	17,0%	16,4%			
Free float		48%		EV/Sales	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x			
Daglig handelsvolym, snitt		67k		EV/EBITDA	7,0x	5,9x	3,5x	3,4x			
Bloomberg Ticker		RROS SS EQUITY		EV/EBIT	12,6x	10,1x	4,8x	4,7x			
Analytiker				P/E, just.	15,4x	13,7x	6,5x	6,3x			
Mathias Carlson				P/EK	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x			
mathias.carlson@carnegie.se				Direktavkastning	4,1%	4,2%	5,1%	5,9%			
				FCF yield	-11%	-4%	10%	17%			
				Nettoskuld/EBITDA	-0,4x	0,2x	-0,1x	-0,5x			

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 66%, en nettokassa på 105 mkr och goda kassaflöden över en konjunkturcykel. Den globala massamarknaden är inne i en kraftig avmattningsfas som en följd av den generella konjunkturedgången. Bolagets verksamhet är därför under press till följd av låga massapriser och en hög kostnadsinflation. Detta gör att utmaningarna och osäkerheten om lönsamheten är hög i det korta perspektivet. Däremot är den långsiktiga tillväxt- och lönsamhetspotentialen stark för bolagets hållbara produkter. Rottneros affärsmodell med fokus på nischprodukter visar på styrka i det rådande tuffa marknadsläget.

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). Den används vid produktion av kartong, förpackningar, mjukpapper, filter samt skriv- och tryckpapper. Kapaciteten väntas under det kommande året öka till 150-170 tusen ton från dagens 120 tusen ton per år.

Vallviks Bruk tillverkar långfibriga kemiska sulfatmassor och är en globalt ledande leverantör av E-massa och filtermassa. Under 2022 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 tredje kvartalet 2024. Tillverkningskapaciteten beräknas till cirka 80 miljoner förpackningar per år och omsättningen förväntas till 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 14-15 kr per aktie.

Kvartalet i korthet

Q4-resultatet påverkades kraftigt negativt av låga massapriser, höga råvarupriser och det säsongsmässiga underhållsstoppet i Vallviks bruk. Nettoomsättningen var 637 mkr (730), vilket är en minskning med 13% y/y. Justerat för nedläggningen av slipmassalinjen i Rottneros bruk sjönk omsättningen med endast 1%. Rottneros har under 2023 lyckats kompensera lägre massapriser med starka försäljningsvolymerna vilka var 12% högre i Q4 y/y.

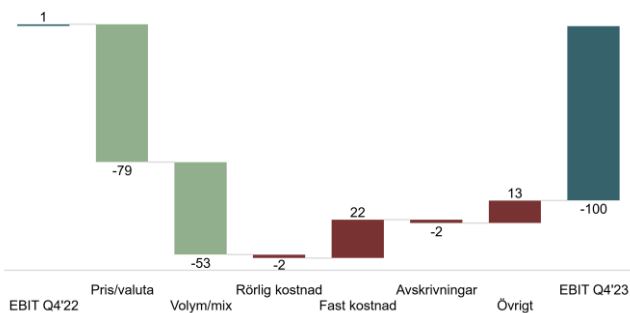
Det genomsnittliga listpriset för NBSK i Q4 var 19% lägre y/y i både USD och SEK. Det är värt att notera att listpriset bottnade i Q3 2023 och var en procent högre i Q4 q/q. Vi räknar med att massapriset stiger med ytterligare 8% i Q1 2024 q/q.

Det stora problemet för lönsamheten i Q4 var de extremt höga prisnivåerna för vedråvara som är den absolut största insatsvaran i massaproduktion. Tillgången på lokal ved har varit god och därmed har dyr import från Baltikum sjunkit till en mer normal nivå. Vår bedömning är att Rottneros lyckats stabilisera de rörliga kostnaderna och vi räknar med att kostnaderna inte stiger i första kvartalet 2024.

Rottneros omstruktureringsåtgärder i Rottneros Bruk minskade de fasta kostnaderna med 22 mkr i Q4 y/y och bidrog till att hålla nere kostnadsinflationen. Vallviks Bruk genomförde sitt årliga underhållsstopp i Q4, vilket beräknas ha en negativ inverkan med cirka 70 mkr på EBIT-nivå.

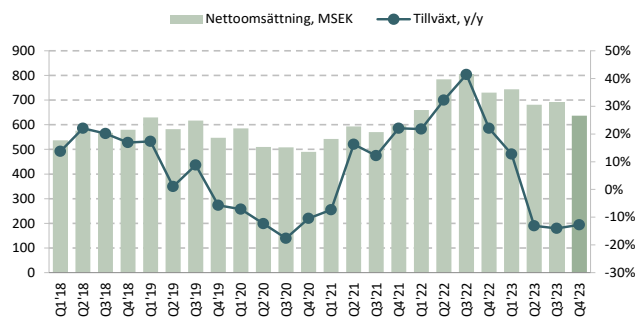
Q4 EBIT blev -100 mkr jämfört med 1 mkr i Q4 2022, men justerat för ett turbinhaveri i Vallviksbruk så var underliggande EBIT 51 mkr. Ett lågt massapris och ett högt vedpris förklarar merparten av resultatförsämringen.

Figur 1: EBIT-brygga Q4'23 vs Q4'22



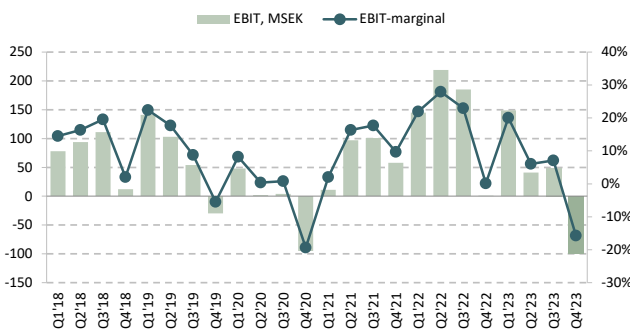
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 2: Nettoomsättning per kvartal



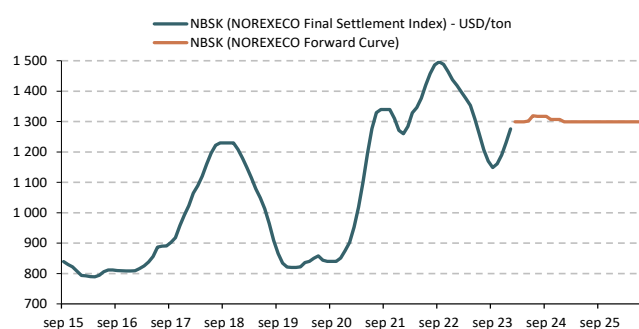
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 3: EBIT och EBIT-marginal per kvartal



Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 4: Massaprisindex



Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Värdering

Vår uppdaterade DCF-värdering efter Q4-resultatet och beaktande av investeringen i ny CTMP-kapacitet, förnyelsebar energi och ny fabrik i Polen för Rottneros Packaging indikerar ett värde på 15 kr per aktie. Denna modell är givetvis mycket känslig för långsiktiga marginalantaganden och avkastningskrav, men vi bedömer att vi har varit förhållandevis konservativa med våra antaganden. 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 träfiberbaserade produkter. Samtidigt är kraftförsörjningen och elpriser en risk, men kommande investeringar i förnyelsebar energi kommer minska denna.

Vi åsätter Rottneros ett motiverat värde med utgångspunkt i detta på 14-15 kr per aktie, även om den cykliska risken fortfarande är något hög givet rådande marknadsförutsättningar och osäkerhet kring utvecklingen för massapriset och vedråvaran. Vår bedömning är att massapriset bottnat ur och att pristrenden pekar uppåt, men givet utbuds- och efterfrågesituationen är uthålligheten oklar.

Figur 5: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 409	Risfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	779	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	9,0%
Företagsvärde (EV)	2 188	Småbolagspremie	4,0%	Terminalvärdets andel av EV	36%
Nettoskuld, senast rapporterad	-105	Extra risk-premie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	4,0%
Skattemässiga underskottsavdrag	0	WACC	12,0%	Capex, % av omsättning	4,0%
Eget kapital	2 293			Rörelsekapital, % av omsättning	22,5%
Antal utstående aktier, full utspädning	153			Skattesats	20,6%
Eget kapital per aktie	15,0				

Källa: Penser Access by Carnegie

Figur 6: DCF - känslighetsanalys

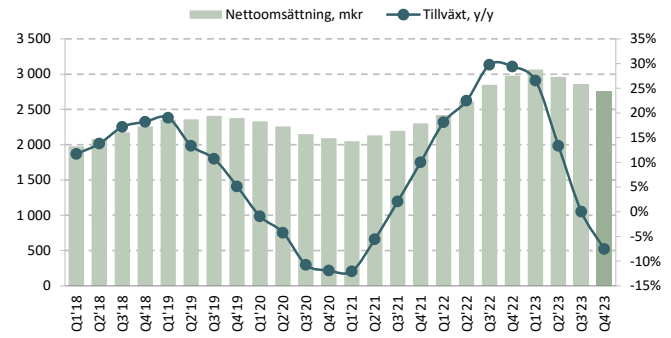
		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
WACC	10,0%	18,0	18,5	19,1	19,9	20,7	WACC	10,0%	17,8	18,5	19,1	19,8	20,5
	11,0%	16,0	16,4	16,8	17,3	17,9		11,0%	15,7	16,3	16,8	17,4	18,0
	12,0%	14,4	14,7	15,0	15,4	15,8		12,0%	14,1	14,6	15,0	15,5	16,0
	13,0%	13,1	13,3	13,6	13,8	14,1		13,0%	12,8	13,2	13,6	14,0	14,4
	14,0%	12,0	12,2	12,4	12,6	12,8		14,0%	11,7	12,0	12,3	12,6	12,9
	15,0%	11,1	11,2	11,4	11,5	11,7		15,0%	10,8	11,1	11,4	11,7	12,0

Källa: Penser Access by Carnegie

Resultat- och prognosöversikt

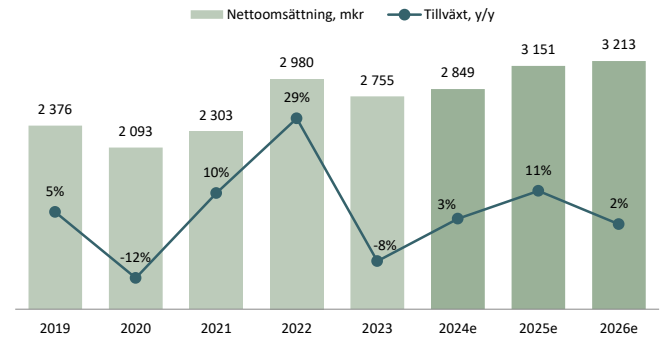
Vi höjer våra estimat för nettoomsättningen 24-25e med 8-12%, till följd av att vi räknar med ett fortsatt stigande masspris under de kommande två åren. Vinst per aktie sjunker med 5% för 24e på grund av fortsatt höga rörliga kostnader, men vi höjer vinst per aktie med 13% för 25e, vilket drivs av ökade försäljningsvolymerna och ett högre masspris.

Figur 7: Nettoomsättning, R12m



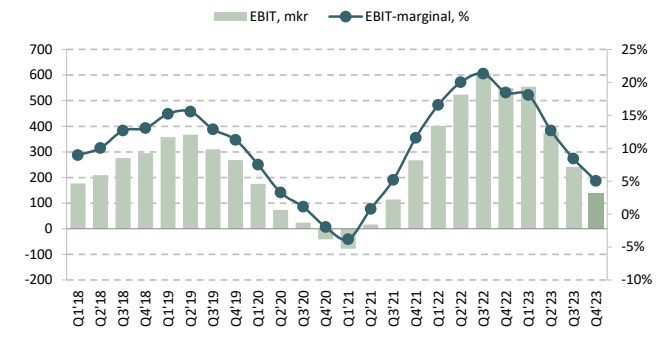
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 8: Nettoomsättning, estimat



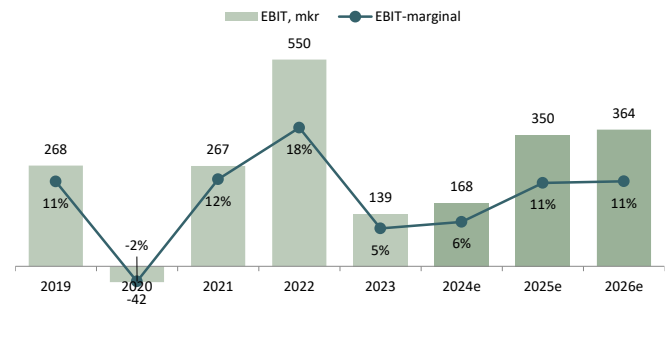
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 9: EBIT och EBIT-marginal, R12m



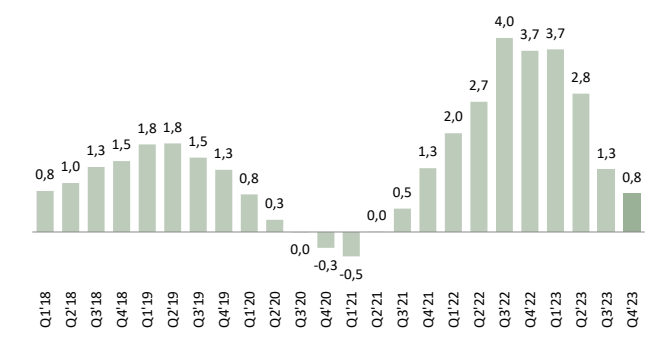
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 10: EBIT och EBIT-marginal, estimat



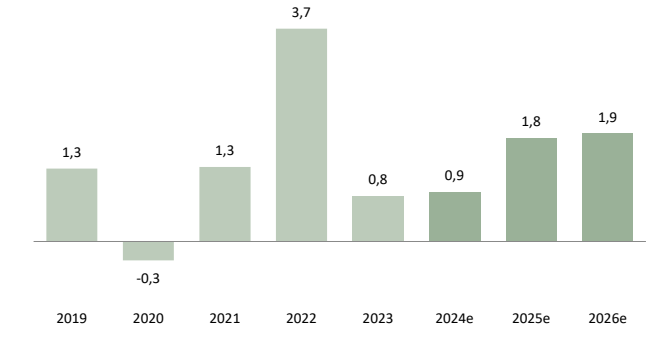
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

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

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	2 376	2 093	2 303	2 980	2 755	2 849	3 151	3 213
Övriga rörelseintäkter	20	(17)	0	132	44	26	23	23
Totala intäkter	2 396	2 076	2 303	3 112	2 799	2 874	3 174	3 236
Kostnad sålda varor	-1 223	-1 200	-1 125	-1 415	-1 661	-1 677	-1 710	-1 743
Bruttoresultat	1 173	876	1 178	1 697	1 138	1 197	1 464	1 494
Övriga rörelsekostnader	-799	-799	-793	-1 006	-886	-908	-979	-995
EBITDA	374	77	385	691	252	288	485	499
EBITDA, justerad	374	77	385	691	252	288	485	499
Avskrivningar	-106	-119	-118	-141	-113	-120	-135	-135
EBITA, justerad	268	-42	267	550	139	168	350	364
EBIT	268	-42	267	550	139	168	350	364
EBIT, justerad	268	-42	267	550	139	168	350	364
Finansnetto	-21	-19	-21	164	14	-2	-2	0
Resultat före skatt	247	-61	246	714	153	167	347	363
Resultat före skatt, justerad	247	-61	246	714	153	167	347	363
Total skatt	-53	11	-48	-149	-32	-35	-73	-76
Nettoresultat	194	-50	198	565	121	132	274	287
Nettoresultat, justerad	194	-50	198	565	121	132	274	287
Intäkstillväxt	-	-13%	11%	35%	-10%	3%	10%	2%
Bruttomarginal	49,4%	41,9%	51,2%	56,9%	41,3%	42,0%	46,5%	46,5%
EBIT-marginal, justerad	11,3%	Neg.	11,6%	18,5%	5,0%	5,9%	11,1%	11,3%
EPS, justerad	1,27	-0,33	1,30	3,70	0,79	0,86	1,80	1,88
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	-79%	9%	>100%	5%

Källa: Rottneros, Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	268	-42	267	550	139	168	350	364
Övriga kassaflödesposter	88	102	56	107	0	83	60	58
Förändringar i rörelsekapital	105	25	-34	-115	-40	-26	-68	-14
Kassaflöde från den operationella verksamheten	461	85	289	542	99	226	342	408
Investeringar i anläggningstillgångar	-107	-115	-125	-111	-205	-300	-160	-110
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	-1	0	0	0	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	0	-1	-96	0	0	1
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-109	-116	-125	-112	-301	-300	-160	-109
Fritt kassaflöde	352	-31	164	430	-202	-74	182	299
Förvärv och avyttringar	0	-12	2	0	7	0	0	0
Förändring av skulder	0	-3	-266	-34	-20	-32	-32	-32
Utdelningar	-214	0	-68	-91	-213	-76	-76	-92
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-214	-15	-332	-125	-226	-108	-108	-124
Kassaflöde	138	-46	-168	305	-428	-183	73	175
Nettoskuld	35	81	-16	-354	-105	46	-60	-267

Källa: Rottneros, Carnegie

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	13	30	25	21	21	21	21	21
Materiella anläggningstillgångar	1 198	1 203	1 213	1 190	1 274	1 454	1 479	1 454
Finansiella anläggningstillgångar	69	52	101	290	175	175	175	174
Summa anläggningstillgångar	1 280	1 285	1 339	1 501	1 470	1 650	1 675	1 649
Varulager	375	355	327	436	493	513	567	578
Kundfordringar	267	219	322	451	406	413	457	466
Övriga omsättningstillgångar	75	68	233	569	252	252	252	252
Likvida medel och kortfristiga placeringar	376	330	161	465	196	13	87	262
Summa omsättningstillgångar	1 093	972	1 043	1 921	1 347	1 191	1 363	1 558
SUMMA TILLGÅNGAR	2 373	2 257	2 382	3 422	2 817	2 841	3 038	3 207
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	1 380	1 301	1 527	2 256	1 857	1 912	2 111	2 306
Summa eget kapital	1 380	1 301	1 527	2 256	1 857	1 912	2 111	2 306
Långfristiga räntebärande skulder	411	411	145	111	59	27	-5	-37
Övriga långfristiga skulder	176	150	207	325	223	223	223	223
Summa långfristiga skulder	587	561	352	436	282	250	218	186
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	32	32	32	32
Leverantörsskulder	202	204	220	285	284	285	315	321
Övriga kortfristiga skulder	204	191	283	445	362	362	362	362
Summa kortfristiga skulder	406	395	503	730	678	679	709	715
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 373	2 257	2 382	3 422	2 817	2 841	3 038	3 207

Källa: Rottneros, Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	-13%	11%	35%	-10%	3%	10%	2%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-79%	>100%	79%	-64%	14%	68%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	-75%	21%	>100%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	-79%	9%	>100%	5%
Bruttomarginal	49,4%	41,9%	51,2%	56,9%	41,3%	42,0%	46,5%	46,5%
EBITDA-marginal	15,7%	3,7%	16,7%	23,2%	9,1%	10,1%	15,4%	15,5%
EBITDA-marginal, justerad	15,7%	3,7%	16,7%	23,2%	9,1%	10,1%	15,4%	15,5%
EBIT-marginal	11,3%	Neg.	11,6%	18,5%	5,0%	5,9%	11,1%	11,3%
EBIT-marginal, justerad	11,3%	Neg.	11,6%	18,5%	5,0%	5,9%	11,1%	11,3%
Vinstmarginal, justerad	8,2%	Neg.	8,6%	19,0%	4,4%	4,6%	8,7%	8,9%

Källa: Rottneros, Carnegie

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	14%	30%	6%	7%	14%	13%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	16%	27%	6%	9%	17%	16%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	18%	32%	8%	9%	17%	18%

Källa: Rottneros, Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	16%	17%	14%	14%	18%	18%	18%	18%
Kundfordringar / totala intäkter	11%	11%	14%	14%	15%	14%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	17%	17%	20%	20%	17%	17%	18%	18%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	20%	26%	30%	27%	26%	26%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	13%	12%	16%	23%	18%	18%	19%	19%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	1,4x	1,3x	1,4x	1,5x	1,5x	1,4x

Källa: Rottneros, Carnegie

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	35	81	-16	-354	-105	46	-60	-267
Soliditet	58%	58%	64%	66%	66%	67%	69%	72%
Nettoskulsättningsgrad	0,0x	0,1x	0,0x	-0,2x	-0,1x	0,0x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	0,1x	1,1x	0,0x	-0,5x	-0,4x	0,2x	-0,1x	-0,5x

Källa: Rottneros, Carnegie

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	1,27	-0,33	1,30	3,70	0,79	0,86	1,80	1,88
EPS, justerad	1,27	-0,33	1,30	3,70	0,79	0,86	1,80	1,88
FCF per aktie	2,31	-0,20	1,07	2,82	-1,32	-0,49	1,19	1,96
Utdelning per aktie	0,00	0,45	0,60	1,40	0,50	0,50	0,60	0,70
Eget kapital per aktie	9,04	8,53	10,0	14,8	12,2	12,5	13,8	15,1
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

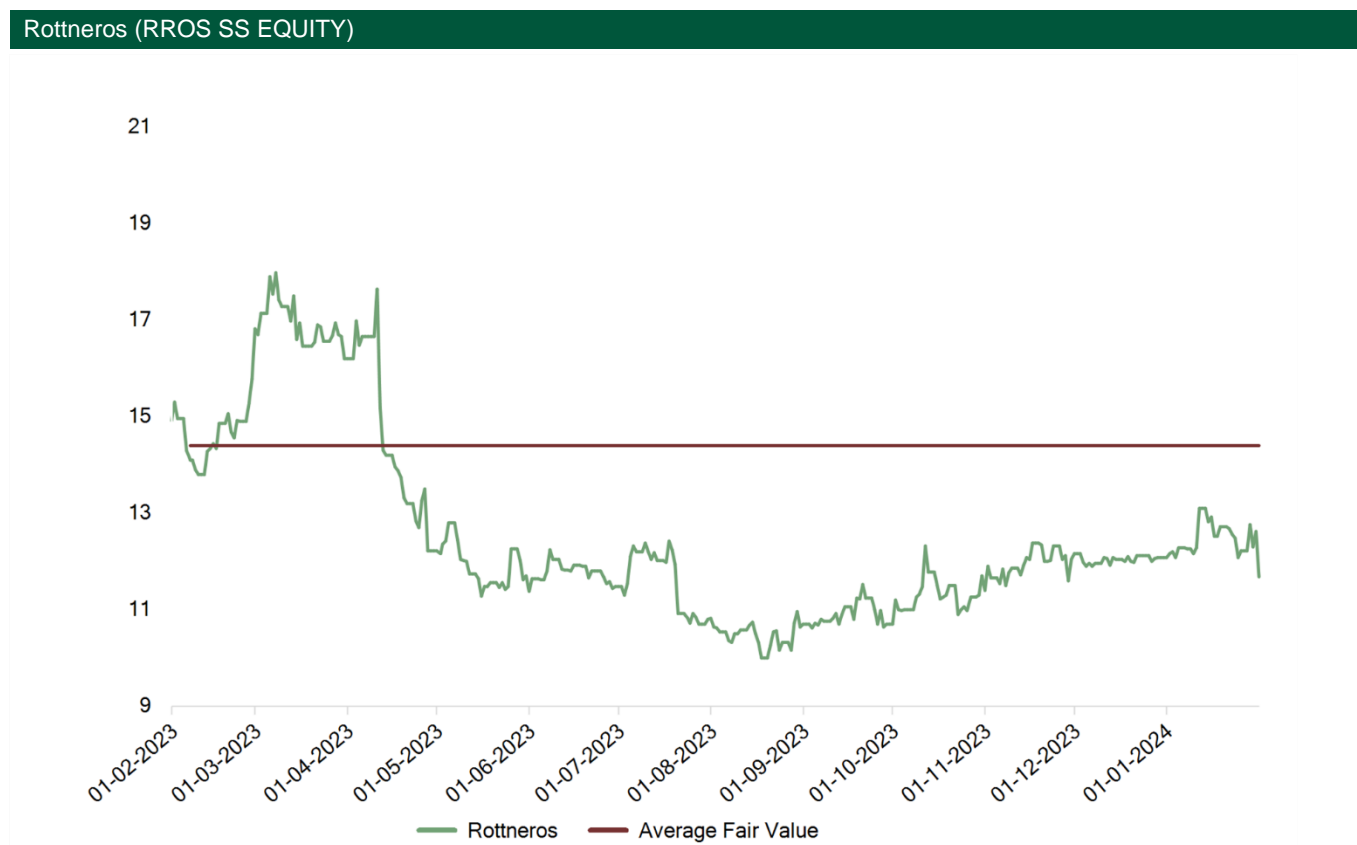
Källa: Rottneros, Carnegie

Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	9,0x	Neg.	8,0x	3,3x	15,4x	13,7x	6,5x	6,3x
P/EK	1,3x	1,0x	1,0x	0,8x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x
P/FCF	4,9x	Neg.	9,7x	4,3x	Neg.	Neg.	9,9x	6,0x
FCF-yield	20%	Neg.	10%	23%	Neg.	Neg.	10%	17%
Direktavkastning	0,0%	5,5%	5,8%	11,5%	4,1%	4,2%	5,1%	5,9%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	-137,3%	46,2%	37,8%	63,1%	58,0%	33,4%	37,2%
EV/Sales	0,7x	0,6x	0,7x	0,5x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	4,7x	17,2x	4,1x	2,2x	7,0x	5,9x	3,5x	3,4x
EV/EBIT, justerad	6,6x	Neg.	5,9x	2,7x	12,6x	10,1x	4,8x	4,7x
EV	1 774	1 324	1 574	1 510	1 753	1 692	1 692	1 692
Aktiekurs	11,4	8,2	10,4	12,2	12,2	11,8	11,8	11,8

Källa: Rottneros, Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

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

Penser by Carnegie

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

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

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

Penser Future by Carnegie

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

Uppdateringsfrekvens

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

Analytiker intyganden

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

Potentiella intressekonflikter

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

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

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, 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. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

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

Analysdisclaimer

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

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

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

Företagsspecifika upplysningar

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

Copyright © 2024 Carnegie

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