



## Penser Access by Carnegie

Skogsindustri | Sverige | 26 april 2024

# Rottneros

## Produktionsstörningar tyngde Q1-resultatet

### Bra leveranser, högre försäljningspriser, men kraftigt fall i produktionen

Q1-resultatet påverkades kraftigt negativt av produktionsstörningar i Vallviks Bruk på grund av den stränga vinterkylan och vissa andra enskilda störningar. Produktionen föll med 15% y/y, vilket påverkade EBIT negativt med cirka 30 mkr. Nettoomsättningen sjönk med 3% y/y, rensat för slipmassavolymer som inte längre ingår i produktportföljen. Efterfrågan på massa var god och försäljningsvolymerna, exklusive slipmassa, ökade med 9%. Rottneros Bruk satte nytt produktionsrekord i kvartalet, +13%, för CTMP-massa. Massapriset steg med 12% i USD-termer q/q, vilket tillsammans med högre leveranser ökade omsättningen med 8% q/q. EBIT var 5 mkr (49) och det operativa kassaflödet var 60 mkr (104). Investeringar uppgick till 82 mkr och kan hänföras till utökad kapacitet, förnybar energi och underhållsinvesteringar.

### Massacykeln har starkt momentum

Återhämtningen av Rottneros underliggande lönsamhet började redan i Q1, bortsett från produktionsstörningen. Den europeiska massaefterfrågan var +7% i jan-feb y/y, Rottneros viktigaste marknad. En stark efterfrågan i kombination med låga producentlager ger stöd för en fortsatt prisuppgång och vi räknar med att massapriset stiger till USD 1 550 per ton i maj eller juni, + 24% sedan årsskiftet. Vi utesluter inte heller ytterligare prisökningar från denna nivå givet hur stark den globala massamarknad är just nu. Vi förväntar oss ett signifikant positivt lönsamhetsbidrag från den nya CTMP-kapaciteten som startar upp i Rottneros Bruk under 2025. Den största risken i lönsamhetsförbättringens magnitud är det fortsatta stigande priset för vedråvara, men detta kan samtidigt också verka som en katalysator för en uthålligare massapriscykel.

### Värdering och starka finanser ger stöd

Vi lämnar EPS 24e oförändrad, men sänker estimaten för 25-26e mellan 5-11% eftersom vi uppdaterat formen på vårt cykliska scenario. Vi förväntar oss fortsatt en god lönsamhetsåterhämtning under prognosperioden. 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 65% och en nettokassa på 12 mkr. Aktien värderas idag under eget kapital, P/EK 24e 0,9x, vilket är en historisk nivå som skapar en attraktiv risk-reward eftersom vårt positiva vinstscenario bygger på en god volymtillväxt, ett stigande massapris och en stabilisering av höga rörliga kostnader.

| Estimatändring              |                 |       |        | Prognos (mkr)       |       |       |       | Värde och risk  |                              |     |
|-----------------------------|-----------------|-------|--------|---------------------|-------|-------|-------|-----------------|------------------------------|-----|
|                             | 24e             | 25e   | 26e    | 2023                | 2024e | 2025e | 2026e | Motiverat värde | 14,0 - 15,0 kr               |     |
| Totala intäkter             | 7,0%            | 3,4%  | 0,8%   | 2 799               | 3 075 | 3 281 | 3 263 | Aktiekurs       | 11,3 kr                      |     |
| EBITDA, just.               | 0,3%            | -3,6% | -8,4%  | Tillväxt            | -10%  | 10%   | 7%    | -1%             | Riskenivå                    | Hög |
| EPS, just.                  | 0,5%            | -4,5% | -11,3% | EBITDA, just.       | 252   | 289   | 467   | 457             | <b>Kursutveckling 12 mån</b> |     |
| <b>Kommande händelser</b>   |                 |       |        | EBIT, just.         | 139   | 169   | 332   | 322             |                              |     |
| Q2 - rapport                | 24 juli 2024    |       |        | EPS, just.          | 0,8   | 0,9   | 1,7   | 1,7             |                              |     |
| Q3 - rapport                | 23 oktober 2024 |       |        | EPS-tillväxt, just. | -79%  | 9%    | 98%   | -3%             |                              |     |
| <b>Bolagsfakta (mkr)</b>    |                 |       |        | EK/aktie            | 12,2  | 12,5  | 13,8  | 14,8            |                              |     |
| Antal aktier                | 153m            |       |        | Utdelning per aktie | 0,5   | 0,5   | 0,6   | 0,7             |                              |     |
| Börsvärde                   | 1 721           |       |        | EBIT-marginal       | 5,0%  | 5,6%  | 10,3% | 10,0%           |                              |     |
| Nettoskuld                  | -12             |       |        | ROE, just.          | 5,9%  | 7,0%  | 13,1% | 11,7%           |                              |     |
| EV                          | 1 709           |       |        | ROCE, just.         | 6,4%  | 8,6%  | 16,2% | 14,7%           |                              |     |
| Free float                  | 48%             |       |        | EV/Sales            | 0,6x  | 0,6x  | 0,5x  | 0,5x            |                              |     |
| Daglig handelsvolym, snitt  | 77k             |       |        | EV/EBITDA           | 7,0x  | 5,9x  | 3,7x  | 3,7x            |                              |     |
| Bloomberg Ticker            | RROS SS EQUITY  |       |        | EV/EBIT             | 12,6x | 10,1x | 5,1x  | 5,3x            | <b>Intressekonflikter</b>    |     |
| <b>Analytiker</b>           |                 |       |        | P/E, just.          | 15,4x | 13,0x | 6,6x  | 6,8x            |                              |     |
| Mathias Carlson             |                 |       |        | P/EK                | 1,0x  | 0,9x  | 0,8x  | 0,8x            | Yes                          | No  |
| mathias.carlson@carnegie.se |                 |       |        | Direktavkastning    | 4,1%  | 4,4%  | 5,3%  | 6,2%            | Likviditetsgarant            | ✓   |
|                             |                 |       |        | FCF yield           | Neg.  | Neg.  | 11%   | 17%             | Certified adviser            | ✓   |
|                             |                 |       |        | Nettoskuld/EBITDA   | -0,4x | 0,1x  | -0,2x | -0,6x           | Transaktioner 12m            | ✓   |

## 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). Denna 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 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 14-15 kr per aktie.

## Kvartalet i korthet

Q1-resultatet påverkades kraftigt negativt av produktionsstörningar i Vallviks Bruk på grund av den stränga vinterkylan och vissa andra enskilda störningar. Produktionen föll med 15% till 51 600 ton (60 700) vilket påverkade EBIT negativt med cirka 30 mkr. Rottneros Bruk satte dock nytt produktionsrekord för CTMP-massa och ökade med 13% till 32 700 ton (28 900).

Nettoomsättningen var 688 mkr (744), vilket är en nedgång med 8%, men endast 3% exklusive slipmassa som inte längre ingår i produktportföljen. Efterfrågan på massa var god och försäljningsvolymerna, exklusive slipmassa, steg med 9% till 89 800 ton (82 600). Massapriset steg med 12% i USD-termer jämfört med Q4, vilket tillsammans med högre leveranser ökade omsättningen med 8%.

De rörliga kostnaderna är fortsatt på en hög nivå, drivet av kostnaden för massaved. Tillgången på ved är god och takten för prishöjningar för massaved har bromsats upp, men trenden är fortsatt uppåtriktad.

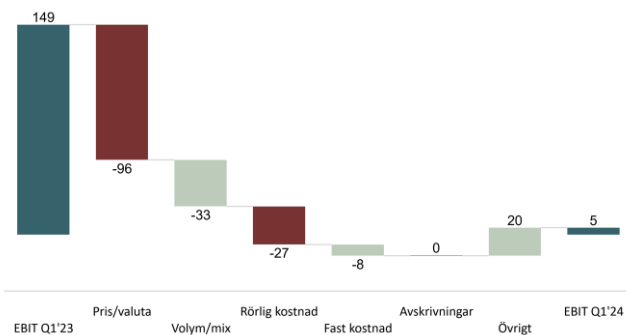
Positivt är att den underliggande massamarknaden är stark med prisökningar som effekt. Listpriset för NBSK steg med 16% eller USD 200 till USD 1 450 per ton från årsskiftet till mitten av april. Lagernivåerna har kommit ner och ligger på en normal nivå samtidigt som det skett ett tydligt trendsifte bland Rottneros kunder som vill ha allt större volymer.

Q1 EBIT blev 5 mkr (49), vilket påverkades kraftigt negativt av produktionsstörningar. Höga råvarupriser belastade lönsamheten medan en stark efterfrågan och högre priser kompenenserade något.

Kassaflödet från den löpande verksamheten var 60 mkr i Q1 (104). Investeringarna i kvartalet var 82 mkr och kan hänföras till utökad produktionskapacitet, förnybar energi och underhållsinvesteringar. Kassaflödet efter investeringar var -22 mkr (83).

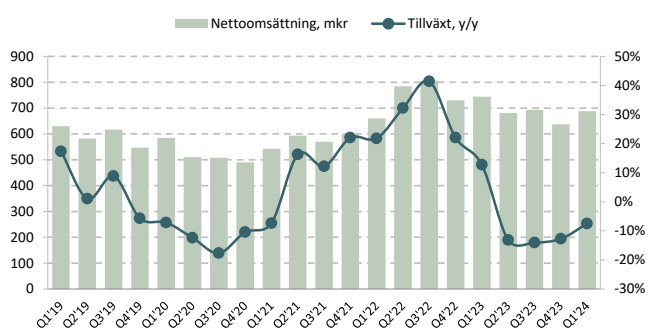
Nettokassan var 12 mkr, inkluderat utbetald utdelning på 76 mkr, och tillgänglig likviditet på 427 mkr (860). Balansräkningen är fortsatt stark med en soliditet på 65% (66).

Figur 1: EBIT-brygga Q1'24 vs Q1'23



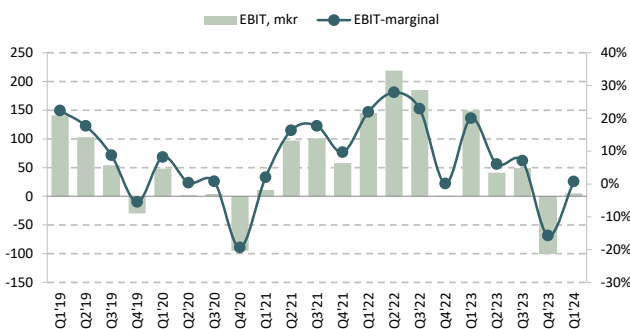
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 2: Nettoomsättning per kvartal



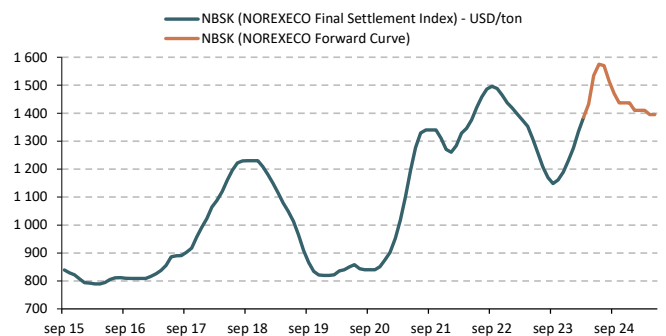
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 3: EBIT och EBIT-marginal per kvartal



Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

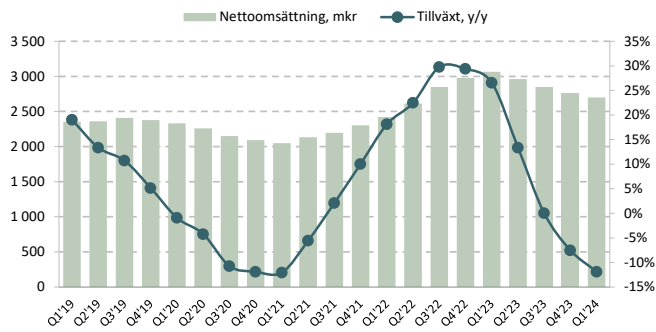
Figur 4: Massaprisindex



Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

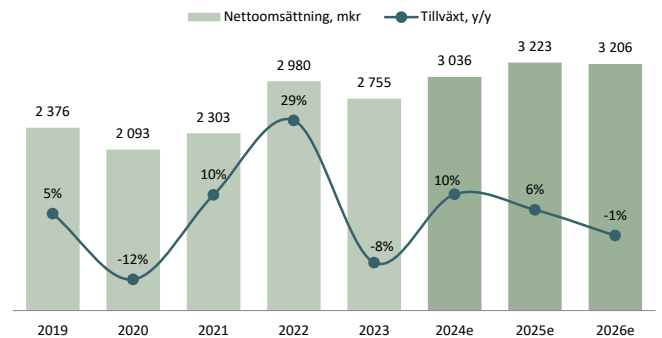
# Resultat- och prognosöversikt

Figur 5: Nettoomsättning, R12m



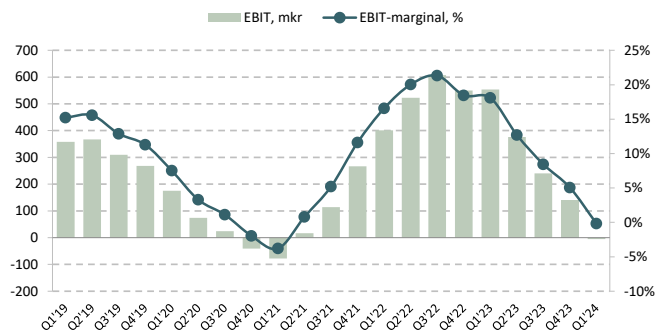
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 6: Nettoomsättning, estimat



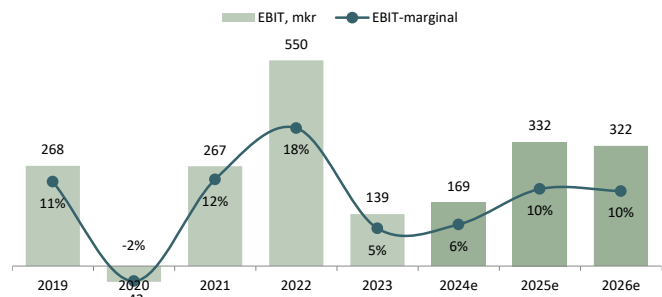
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 7: EBIT och EBIT-marginal, R12m



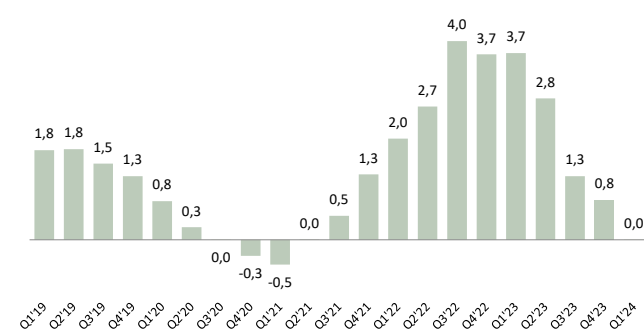
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 8: EBIT och EBIT-marginal, estimat



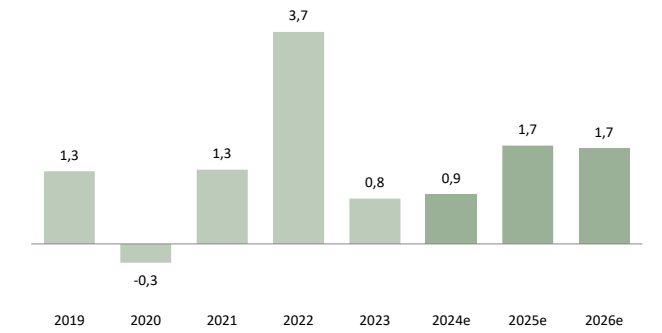
Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 9: Vinst per aktie i kr, R12m



Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

Figur 10: Vinst per aktie i kr, estimat



Källa: Rottneros, Penser Access by Carnegie

## Värdering

Vår uppdaterade DCF-värdering efter Q1-resultatet 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. Denna modell är givetvis mycket känslig för långsiktiga marginalantaganden och avkastningskrav, men vi bedömer att vi har varit förhållandevis konservativa i 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 med utgångspunkt i detta Rottneros ett motiverat värde på 14-15 kr per aktie.

Figur 11: DCF - antaganden och slutsatser

| Värdering                               |              | WACC-antaganden   |              | Antaganden terminalvärde        |       |
|---|--------------|-------------------|--------------|---------------------------------|-------|
| Nuvärdet av fria kassaflöden            | 1 412        | Risfri ränta      | 2,5%         | Långsiktig tillväxt             | 3,0%  |
| Nuvärdet av terminalvärde               | 896          | Riskpremie        | 5,5%         | Långsiktig EBIT-marginal        | 9,0%  |
| <b>Företagsvärde (EV)</b>               | <b>2 308</b> | Småbolagspremie   | 3,0%         | Terminalvärdets andel av EV     | 39%   |
| Nettoskuld, senast rapporterad          | -12          | Extra risk-premie | 0,0%         | Avskrivningar, % av omsättning  | 4,0%  |
| Skattemässiga underskottsavdrag         | 0            | <b>WACC</b>       | <b>11,0%</b> | Capex, % av omsättning          | 4,0%  |
| <b>Eget kapital</b>                     | <b>2 320</b> |                   |              | Rörelsekapital, % av omsättning | 21,0% |
| Antal utstående aktier, full utspädning | 153          |                   |              | Skattesats                      | 20,6% |
| <b>Eget kapital per aktie</b>           | <b>15</b>    |                   |              |                                 |       |

Källa: Penser Access by Carnegie

Figur 12: 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 | 9,0%  | 18,5                | 19,2 | 20,1 | 21,1 | 22,3 | WACC                     | 9,0%  | 18,5 | 19,3 | 20,1 | 20,8 | 21,6  |
|      | 10,0% | 16,2                | 16,7 | 17,3 | 18,0 | 18,8 |                          | 10,0% | 16,0 | 16,7 | 17,3 | 17,9 | 18,5  |
|      | 11,0% | 14,4                | 14,8 | 15,2 | 15,7 | 16,2 |                          | 11,0% | 14,2 | 14,7 | 15,2 | 15,7 | 16,2  |
|      | 12,0% | 13,0                | 13,3 | 13,6 | 13,9 | 14,3 |                          | 12,0% | 12,7 | 13,1 | 13,6 | 14,0 | 14,4  |
|      | 13,0% | 12,0                | 12,3 | 12,6 | 12,9 | 13,3 |                          | 13,0% | 12,0 | 12,3 | 12,6 | 12,9 | 13,3  |
|      | 14,0% | 10,8                | 11,0 | 11,2 | 11,4 | 11,6 |                          | 14,0% | 10,5 | 10,8 | 11,2 | 11,5 | 11,8  |

Källa: Penser Access 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>3 036</b> | <b>3 223</b> | <b>3 206</b> |
| Övriga rörelseintäkter               | 20           | (17)         | 0            | 132          | 44           | 39           | 58           | 57           |
| <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>3 075</b> | <b>3 281</b> | <b>3 263</b> |
| Kostnad sålda varor                  | -1 223       | -1 200       | -1 125       | -1 415       | -1 661       | -1 840       | -1 821       | -1 812       |
| <b>Bruttoresultat</b>                | <b>1 173</b> | <b>876</b>   | <b>1 178</b> | <b>1 697</b> | <b>1 138</b> | <b>1 235</b> | <b>1 460</b> | <b>1 451</b> |
| Övriga rörelsekostnader              | -799         | -799         | -793         | -1 006       | -886         | -946         | -993         | -995         |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>374</b>   | <b>77</b>    | <b>385</b>   | <b>691</b>   | <b>252</b>   | <b>289</b>   | <b>467</b>   | <b>457</b>   |
| <b>EBITDA, justerad</b>              | <b>374</b>   | <b>77</b>    | <b>385</b>   | <b>691</b>   | <b>252</b>   | <b>289</b>   | <b>467</b>   | <b>457</b>   |
| Avskrivningar                        | -106         | -119         | -118         | -141         | -113         | -120         | -135         | -135         |
| <b>EBITA, justerad</b>               | <b>268</b>   | <b>-42</b>   | <b>267</b>   | <b>550</b>   | <b>139</b>   | <b>169</b>   | <b>332</b>   | <b>322</b>   |
| <b>EBIT</b>                          | <b>268</b>   | <b>-42</b>   | <b>267</b>   | <b>550</b>   | <b>139</b>   | <b>169</b>   | <b>332</b>   | <b>322</b>   |
| <b>EBIT, justerad</b>                | <b>268</b>   | <b>-42</b>   | <b>267</b>   | <b>550</b>   | <b>139</b>   | <b>169</b>   | <b>332</b>   | <b>322</b>   |
| Finansnetto                          | -21          | -19          | -21          | 164          | 14           | -2           | 0            | 1            |
| <b>Resultat före skatt</b>           | <b>247</b>   | <b>-61</b>   | <b>246</b>   | <b>714</b>   | <b>153</b>   | <b>167</b>   | <b>332</b>   | <b>322</b>   |
| <b>Resultat före skatt, justerad</b> | <b>247</b>   | <b>-61</b>   | <b>246</b>   | <b>714</b>   | <b>153</b>   | <b>167</b>   | <b>332</b>   | <b>322</b>   |
| Total skatt                          | -53          | 11           | -48          | -149         | -32          | -35          | -70          | -68          |
| <b>Nettoresultat</b>                 | <b>194</b>   | <b>-50</b>   | <b>198</b>   | <b>565</b>   | <b>121</b>   | <b>132</b>   | <b>262</b>   | <b>255</b>   |
| <b>Nettoresultat, justerad</b>       | <b>194</b>   | <b>-50</b>   | <b>198</b>   | <b>565</b>   | <b>121</b>   | <b>132</b>   | <b>262</b>   | <b>255</b>   |
| Omsättningsstillväxt                 | Neg.         | -13%         | 11%          | 35%          | -10%         | 10%          | 7%           | -1%          |
| Bruttomarginal                       | 49,4%        | 41,9%        | 51,2%        | 56,9%        | 41,3%        | 40,7%        | 45,3%        | 45,3%        |
| EBIT-marginal, justerad              | 11,3%        | Neg.         | 11,6%        | 18,5%        | 5,0%         | 5,6%         | 10,3%        | 10,0%        |
| EPS, justerad                        | 1,27         | -0,33        | 1,30         | 3,70         | 0,79         | 0,87         | 1,72         | 1,67         |
| EPS-tillväxt, justerad               | N.m.         | N.m.         | N.m.         | 185%         | -79%         | 9%           | 98%          | -3%          |

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

| Kassaflödesanalys                                     |             |             |             |             |             |             |             |             |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023        | 2024e       | 2025e       | 2026e       |
| EBIT  | 268         | -42         | 267         | 550         | 139         | 169         | 332         | 322         |
| Övriga kassaflödesposter                              | 88          | 102         | 56          | 107         | 0           | 83          | 65          | 68          |
| Förändringar i rörelsekapital                         | 105         | 25          | -34         | -115        | -40         | -22         | -39         | 4           |
| <b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b> | <b>461</b>  | <b>85</b>   | <b>289</b>  | <b>542</b>  | <b>99</b>   | <b>230</b>  | <b>358</b>  | <b>393</b>  |
| 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           |
| <b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>         | <b>-109</b> | <b>-116</b> | <b>-125</b> | <b>-112</b> | <b>-301</b> | <b>-300</b> | <b>-160</b> | <b>-109</b> |
| <b>Fritt kassaflöde</b>                               | <b>352</b>  | <b>-31</b>  | <b>164</b>  | <b>430</b>  | <b>-202</b> | <b>-70</b>  | <b>198</b>  | <b>284</b>  |
| 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         |
| <b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>        | <b>-214</b> | <b>-15</b>  | <b>-332</b> | <b>-125</b> | <b>-226</b> | <b>-108</b> | <b>-108</b> | <b>-124</b> |
| <b>Kassaflöde</b>                                     | <b>138</b>  | <b>-46</b>  | <b>-168</b> | <b>305</b>  | <b>-428</b> | <b>-178</b> | <b>89</b>   | <b>161</b>  |
| <b>Nettoskuld</b>                                     | <b>35</b>   | <b>81</b>   | <b>-16</b>  | <b>-354</b> | <b>-105</b> | <b>41</b>   | <b>-80</b>  | <b>-273</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        | 1 454        | 1 479        | 1 454        |
| Finansiella anläggningstillgångar          | 69           | 52           | 101          | 290          | 175          | 175          | 175          | 174          |
| <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>1 650</b> | <b>1 675</b> | <b>1 649</b> |
| Varulager                                  | 375          | 355          | 327          | 436          | 493          | 486          | 516          | 513          |
| Kundfordringar                             | 267          | 219          | 322          | 451          | 406          | 425          | 451          | 449          |
| Övriga omsättningstillgångar               | 75           | 68           | 233          | 569          | 252          | 252          | 252          | 252          |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 376          | 330          | 161          | 465          | 196          | 18           | 107          | 268          |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>         | <b>1 093</b> | <b>972</b>   | <b>1 043</b> | <b>1 921</b> | <b>1 347</b> | <b>1 180</b> | <b>1 326</b> | <b>1 482</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>2 830</b> | <b>3 001</b> | <b>3 131</b> |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>            |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Eget kapital                               | 1 380        | 1 301        | 1 527        | 2 256        | 1 857        | 1 913        | 2 099        | 2 262        |
| <b>Summa eget kapital</b>                  | <b>1 380</b> | <b>1 301</b> | <b>1 527</b> | <b>2 256</b> | <b>1 857</b> | <b>1 913</b> | <b>2 099</b> | <b>2 262</b> |
| Långfristiga räntebärande skulder          | 411          | 411          | 145          | 111          | 59           | 27           | -5           | -37          |
| Övriga långfristiga skulder                | 176          | 150          | 207          | 325          | 223          | 223          | 223          | 223          |
| <b>Summa långfristiga skulder</b>          | <b>587</b>   | <b>561</b>   | <b>352</b>   | <b>436</b>   | <b>282</b>   | <b>250</b>   | <b>218</b>   | <b>186</b>   |
| Kortfristiga räntebärande skulder          | 0            | 0            | 0            | 0            | 32           | 32           | 32           | 32           |
| Leverantörsskulder                         | 202          | 204          | 220          | 285          | 284          | 273          | 290          | 289          |
| Övriga kortfristiga skulder                | 204          | 191          | 283          | 445          | 362          | 362          | 362          | 362          |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>          | <b>406</b>   | <b>395</b>   | <b>503</b>   | <b>730</b>   | <b>678</b>   | <b>667</b>   | <b>684</b>   | <b>683</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>2 830</b> | <b>3 001</b> | <b>3 131</b> |

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

|                           | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Intäktstillväxt           | Neg.  | -13%  | 11%   | 35%   | -10%  | 10%   | 7%    | -1%   |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg.  | -79%  | 400%  | 79%   | -64%  | 15%   | 62%   | -2%   |
| EBIT-tillväxt, justerad   | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 106%  | -75%  | 22%   | 96%   | -3%   |
| EPS-tillväxt, justerad    | N.m.  | N.m.  | N.m.  | 185%  | -79%  | 9%    | 98%   | -3%   |
| Bruttomarginal            | 49,4% | 41,9% | 51,2% | 56,9% | 41,3% | 40,7% | 45,3% | 45,3% |
| EBITDA-marginal           | 15,7% | 3,7%  | 16,7% | 23,2% | 9,1%  | 9,5%  | 14,5% | 14,2% |
| EBITDA-marginal, justerad | 15,7% | 3,7%  | 16,7% | 23,2% | 9,1%  | 9,5%  | 14,5% | 14,2% |
| EBIT-marginal             | 11,3% | Neg.  | 11,6% | 18,5% | 5,0%  | 5,6%  | 10,3% | 10,0% |
| EBIT-marginal, justerad   | 11,3% | Neg.  | 11,6% | 18,5% | 5,0%  | 5,6%  | 10,3% | 10,0% |
| Vinstmarginal, justerad   | 8,2%  | Neg.  | 8,6%  | 19,0% | 4,4%  | 4,4%  | 8,1%  | 7,9%  |

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Avkastning

|                | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad  | Neg. | Neg. | 14%  | 30%  | 6%   | 7%    | 13%   | 12%   |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | 16%  | 27%  | 6%   | 9%    | 16%   | 15%   |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | 18%  | 32%  | 8%   | 9%    | 17%   | 16%   |

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

|  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Varulager / totala intäkter                    | 16%  | 17%  | 14%  | 14%  | 18%  | 16%   | 16%   | 16%   |
| Kundfordringar / totala intäkter               | 11%  | 11%  | 14%  | 14%  | 15%  | 14%   | 14%   | 14%   |
| Leverantörsskulder / KSV                       | 17%  | 17%  | 20%  | 20%  | 17%  | 15%   | 16%   | 16%   |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 20%  | 20%  | 26%  | 30%  | 27%  | 24%   | 24%   | 24%   |
| Rörelsekapital / totala intäkter               | 13%  | 12%  | 16%  | 23%  | 18%  | 17%   | 17%   | 17%   |
| Kapitalomsättningshastighet                    | 1,3x | 1,2x | 1,4x | 1,3x | 1,4x | 1,6x  | 1,5x  | 1,4x  |

Källa: Rottneros, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

|                        | 2019 | 2020 | 2021 | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld             | 35   | 81   | -16  | -354  | -105  | 41    | -80   | -273  |
| Soliditet              | 58%  | 58%  | 64%  | 66%   | 66%   | 68%   | 70%   | 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 | 0,1x  | -0,2x | -0,6x |

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  | 0,87  | 1,72  | 1,67  |
| EPS, justerad                        | 1,27 | -0,33 | 1,30 | 3,70 | 0,79  | 0,87  | 1,72  | 1,67  |
| FCF per aktie                        | 2,31 | -0,20 | 1,07 | 2,82 | -1,32 | -0,46 | 1,30  | 1,86  |
| 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  | 14,8  |
| 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

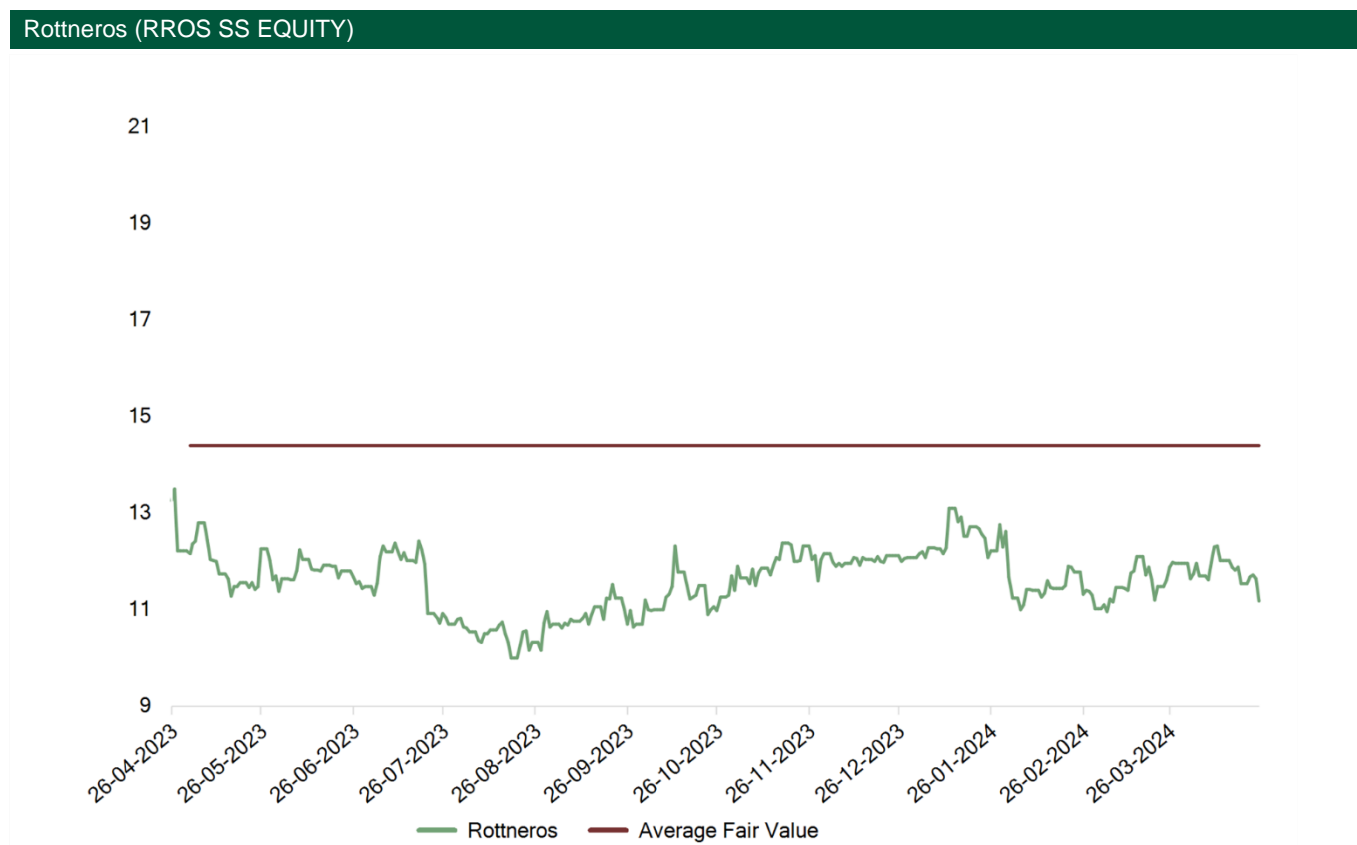
## Värdering

|                           | 2019  | 2020    | 2021  | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad             | 9,0x  | Neg.    | 8,0x  | 3,3x  | 15,4x | 13,0x | 6,6x  | 6,8x  |
| P/EK                      | 1,3x  | 1,0x    | 1,0x  | 0,8x  | 1,0x  | 0,9x  | 0,8x  | 0,8x  |
| P/FCF                     | 4,9x  | Neg.    | 9,7x  | 4,3x  | Neg.  | Neg.  | 8,7x  | 6,1x  |
| FCF-yield                 | 20%   | Neg.    | 10%   | 23%   | Neg.  | Neg.  | 11%   | 17%   |
| Direktavkastning          | 0,0%  | 5,5%    | 5,8%  | 11,5% | 4,1%  | 4,4%  | 5,3%  | 6,2%  |
| Utdelningsandel, justerad | 0,0%  | -137,3% | 46,2% | 37,8% | 63,1% | 57,7% | 34,9% | 41,9% |
| 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  | 3,7x  | 3,7x  |
| EV/EBIT, justerad         | 6,6x  | Neg.    | 5,9x  | 2,7x  | 12,6x | 10,1x | 5,1x  | 5,3x  |
| EV                        | 1 774 | 1 324   | 1 574 | 1 510 | 1 753 | 1 709 | 1 709 | 1 709 |
| Aktiekurs                 | 11,4  | 8,2     | 10,4  | 12,2  | 12,2  | 11,3  | 11,3  | 11,3  |

Källa: Rottneros, Penser by 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, 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