ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 9 November 2020

Mekonomen

Styrkebesked om marginalerna

Stark återhämtning i Q3

Mekonomen redovisade en stark återhämtning i Q3, med organisk tillväxt på 3% yoy (vs -5% i Q2) och en EBIT-marginal före omstruktureringskostnader på 8,0% (vs 6,5% i Q3 2019). Omsättningen blev 2% bättre än vår förväntan och justerad EBIT hela 62% bättre, då vi inte trott på ett så snabbt genomslag av de åtgärder bolaget genomför. Kvartalet bjöd på stark valutamotvind (-5% effekt på omsättningen) som bör lätta framöver.

Ökar konfidensen om framtiden

Rapporten ger oss ökad konfidens i vår tro om Mekonomens möjligheter att öka marginalerna (vi räknar med 7,7% EBIT på helårsbasis 2024e). Särskilt Inter-Teams marginalförbättring från 1,7% till 4,6% ex statliga stöd är tecken på att den värsta priskonkurrensen i Polen kan vara över. Vi är dock något bekymrade över utvecklingen i Sverige som visar fortsatt negativ tillväxt på en tuff marknad.

Motiverat värde oförändrat

Vi gör endast smärre justeringar av våra estimat och bibehåller motiverat värde per aktie på 110-114 kr, men ser ökade möjligheter att höja detta om tillväxten i Sverige kommer igång. Nettoskuldsättningsgraden har minskat under kvartalet (3,3x ex IFRS 16 per 9M 2020) och man är nu komfortabelt inom kovenanterna, vilket minskat den finansiella risken i bolaget. Medelhög risk bibehålls dock.

Estimatändring (SEK)

	Nu	Förr	
EPS, just 20e	7.45	5.62	32.5%
EPS, just 21e	9.99	9.88	1.1%
EPS, just 22e	10.82	10.84	-0.1%

Kommande händelser

Bokslutskommuniké 2020	2021-02-12
Delårsrapport Q1 2021	2021-05-07
Delårsrapport Q2 2021	2021-08-20
Delårsrapport Q3 2021	2021-10-29
Bokslutskommuniké 2021	2022-02-11

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	56.4m
Market cap	5,585
Nettoskuld	4,651
EV	10,237
Avg. No. of Daily Traded Sh.	304.4(k)
Reuters/Bloomberg	MEKO.ST/MEKO:SS

Prognos (SEK)

	19	20e	21e	22e
Sales,m	11,842	11,562	11,936	12,195
Sales Growth	52.2%	(2.4)%	3.2%	2.2%
EBITDA, m	1,531	1,534	1,641	1,707
EBIT, m	704.6	704.6	839.4	887.9
EPS, adj	7.47	7.45	9.99	10.82
EPS Growth	(3.8)%	(0.3)%	34.1%	8.3%
Equity/Share	76.3	82.0	92.0	102.8
Dividend	0.00	0.00	0.00	6.00
EBIT Marginal	5.9%	6.0%	6.9%	7.2%
ROE (%)	10.1%	8.9%	11.5%	11.1%
ROCE	7.6%	7.2%	8.6%	8.9%
EV/Sales	0.86x	0.89x	0.86x	0.84x
EV/EBITDA	6.7x	6.7x	6.2x	6.0x
EV/EBIT	14.5x	14.5x	12.2x	11.5x
P/E, adj	13.3x	13.3x	9.9x	9.1x
P/Equity	1.3x	1.2x	1.1x	1.0x
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%
FCF yield	9.6%	9.8%	8.0%	11.2%
Net Debt/EBITDA	3.6g	3.0g	2.5g	2.1g

Risk och Avkastning

Motiverat värde	110.00 - 114.00
Current price	SEK99.00
Risknivå	Medium

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

oscar.holm@penser.se
Analysavdelningen

This report was completed and disseminated 9 November 2020: 12:00 CET

Sammanfattning

Styrkebesked om marginalerna

Investment Case

Mekonomen är Nordens ledande grossist och distributör av bildelar. Bolaget har en stark position på en stabil marknad som kan konsolideras ytterligare. Marknaden har låg strukturell tillväxt, men goda kassaflöden och potential till lönsamhetsförbättringar gör att vi tycker bolaget är intressant för långsiktiga investerare.

Marknadsledare i Norden

Mekonomen är störst på reservdelsmarknaden i Sverige, Danmark och Norge och en av de största aktörerna totalt i Europa. Marknaden genomgår en konsolideringsfas som i våra ögon innebär att storlek kommer att bli allt viktigare för att hävda sig konkurrensmässigt, vilket gör att Mekonomen har en bra position att utgå ifrån.

Stabil marknad

Bilflottan kommer elektrifieras och potentiellt minska i storlek på lång sikt, men det kommer ta decennier innan denna effekt blir synlig. Samtidigt finns mobilitetsbehovet kvar och antalet körda mil kan förväntas öka totalt sett, vilket innebär att bildelsmarknaden borde kunna visa låg men stabil tillväxt även med beaktande av marknadsförändringarna. Nästan 90% av bolagets försäljning är till företagskunder – primärt verkstäder – vilket gör Mekonomen mindre känsligt för onlinekonkurrens i konsumentledet. Därtill inkluderar verkstädernas leverans till slutkund oftast ett tjänsteelement, vilket ytterligare minskar disruptionsrisken i ekosystemet.

Starka kassaflöden

Mekonomen har låga underliggande investeringsbehov och starka kassaflöden, vilket ger förutsättningar för att amortera ner lån och på sikt återuppta utdelningen. FCF-yielden är mycket god, vilket gör att man kan utgöra ett attraktivt uppköpsobjekt även om skuldsättningen inte är låg.

Högre lönsamhet är inom räckhåll

Det nya centrallagret för MECA/Mekonomen representerar ett bra exempel på de effektiviseringar som Mekonomen kan genomföra, och på sikt tror vi att det kommer fler liknande initiativ. Även om rörelsemarginalmålet om 10% troligen är alltför utmanande att nå under vår prognosperiod så bör marginalen kunna lyftas mot åtminstone 7% från dagens ~6%, och på lång sikt tror vi 8% är möjligt.

Värdering

Vi ser medelhög potential i Mekonomen-aktien till medelhög risk, baserat på ett motiverat värde per aktie på 110-114 kr. Värderingen utgår från en kassaflödesvärdering i kombination med en relativvärdering. Risknivån motiveras av att nettoskuldsättningsgraden förväntas ligga över bolagets finansiella mål under de närmaste åren. Kan Mekonomen nå sina mål om tillväxt och lönsamhet och då värderas mer i linje med jämförbara svenska bolag så finns ytterligare potential i aktien på sikt.

Kvartalet i detalj

Per segment så utvecklades norska **Sørensen & Balchen** mycket starkt, med 22% organisk tillväxt och justerad EBIT-marginal på 25%. Pga den svaga norska kronan var dock endast den redovisade omsättningsökningen i SEK 10%. Danska **FTZ** visade också styrka och växte 4% organiskt (1% redovisat) med en justerad EBIT-marginal på 11%. Både Sørensen & Balchen och FTZ uppges ta marknadsandelar från redan starka positioner. Polska **Inter-Team** växte 3% organiskt (-2% redovisat) och nådde 6% EBIT-marginal inklusive statliga stöd. **MECA/Mekonomen** visade en mixad bild, med 0% organisk tillväxt och hela 6% lägre omsättning yoy i Sverige. Den justerade EBIT-marginalen sjönk också yoy från 9% till 7%.

Den svaga utvecklingen i Sverige beror enligt bolaget på en svag underliggande marknad i kombination med hög konkurrens, framförallt från lågprisdistributörer. De rationaliseringsåtgärder man genomför i Sverige med nytt centrallager och nerstängning av olönsamma butiker och verkstäder inom MECA / Mekonomen ska därför i våra ögon ses som ett svar på detta, och bör ha positiv inverkan. Den underliggande marknaden tror vi också kan få en positiv skjuts under de närmaste åren av den ökande försäljningen av begagnade bilar (+14% yoy under Q3 enligt MRF).

I Polen noterar vi att konkurrenter har redovisat högre marginaler och gjort kommenterar som kan tolkas som att man inte längre är villig att acceptera marginalpress till varje pris, utan att nuvarande lönsamhetsnivå bör kunna bibehållas. Det återstår att se om denna inställningen håller i sig även efter Covid-19-pandemin är över, men vi betraktar utvecklingen positivt då Polen varit ett sänke för Mekonomens marginaler tidigare.

Slutligen så har Mekonomen slutit ett intressant avtal i Norge med den kinesiska elbilstillverkaren Xpeng som står i begrepp att lansera sig i landet. Avtalet innebär att Mekonomen Group kommer bli Xpeng:s partner avseende grossistförsäljning av reservdelar, medan utvalda MECA-verkstäder kommer bli auktoriserade service- och reparationsverkstäder. Det är idag svårt att sia om vad avtalet kan betyda för Mekonomen (för referens så såldes omkring 80 000 rena elbilar i Norge under 2019 och marknadsledaren i år har ~15% andel) och ett enskilt avtal av detta slag kommer i vår bedömning troligen inte påverka koncernen materiellt, utan vi tycker istället avtalet är intressant då det breddar den adresserbara marknaden till att omfatta nyare bilar och därtill ökar inslaget elektrifierade bilar. På sikt tror vi att det finns potential till fler sådana här samarbeten i såväl Norge som på andra marknader, vilket bör understödja tillväxtutsikterna.

Avvikelseanalys Q3 (mkr)

Koncernen	Utfall	EPB estimat	*Diff*	*Kommentar*
Omsättning	2 863	2 800	*2%*	*Norge och Polen bättre tillväxt än väntat*
Bruttoresultat	1 331	1 288	*3%*	*Något högre bruttomarginal*
Personalkostnader	(581)	(616)	*-6%*	*Tydligare besparingseffekter än väntat*
Övriga externa kostnader	(329)	(336)	*-2%*	
EBITDA	421	336	*25%*	
EBIT (adj inkl IFRS 16)	232	144	*62%*	
Resultat före skatt	167	114	*47%*	
EPS	2,19	1,56	*40%*	
Tillväxt	-0,6%	-2,8%	*220 bps*	*Bättre organisk tillväxt än väntat*
Bruttomarginal	46%	45%	*199 bps*	*Prisökningar har gett önskad effekt*
EBIT-marginal (adj inkl IFRS 16)	8,0%	5,1%	*295 bps*	
Jämförelsestörande poster i EBIT				
Omstrukturering MECA / Mekonomen	(24)	n/a	*n/a*	
Omsättning per segment				
FTZ	808	792	*2%*	*Tar marknadsandelar i Danmark*
Inter-Team	524	499	*5%*	*Bra återhämtning i Polen jmf Q2*
MECA / Mekonomen	1 310	1 305	*0%*	
Sørensen & Balchen	210	196	*7%*	*Norge fortsatt mycket starkt*

Källa: Bolaget, EPB

Estimatförändringar

Vi justerar upp våra estimat för 2020 med anledning av det starka kvartalet, men låter estimaten för 2021-2024 vara i stort sett oförändrade.

Estimatförändringar (kr)

Nya estimat	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Tillväxt	-2%	3%	2%	2%	2%
Bruttomarginal	44,9%	44,8%	44,3%	44,2%	44,1%
Rörelsemarginal (adj)	6,2%	6,9%	7,2%	7,5%	7,7%
EPS (adj)	7,45	9,99	10,8	11,9	12,5
DPS	-	-	6,00	6,25	6,50

Tidigare estimat	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Tillväxt	-3%	3%	2%	2%	2%
Bruttomarginal	44,6%	44,4%	44,3%	44,2%	44,1%
Rörelsemarginal (adj)	4,9%	6,9%	7,2%	7,5%	7,7%
EPS (adj)	5,62	9,88	10,8	11,8	12,4
DPS	-	-	6,00	6,25	6,50

Förändring i %	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT (adj)	26%	1%	0%	0%	0%
EPS (adj)	32%	1%	0%	0%	0%
DPS	n/a	n/a	0%	0%	0%

Källa: EPB

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	**5 786**	**5 850**	**7 779**	**11 842**	**11 562**	**11 936**	**12 195**	**12 460**	**12 730**
Övriga intäkter	151	150	172	174	175	179	183	187	191
Kostnad sålda varor	-2 686	-2 654	-3 901	-6 535	-6 373	-6 595	-6 793	-6 953	-7 116
Bruttovinst	**3 251**	**3 346**	**4 050**	**5 482**	**5 364**	**5 521**	**5 585**	**5 694**	**5 805**
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-2 595	-2 635	-3 413	-3 951	-3 830	-3 879	-3 878	-3 906	-3 965
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	**656**	**711**	**637**	**1 531**	**1 534**	**1 641**	**1 707**	**1 788**	**1 840**
Avskrivningar	-175	-187	-230	-826	-829	-802	-819	-834	-847
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerad)	**539**	**524**	**496**	**716**	**733**	**839**	**888**	**954**	**992**
Jämförelsestörande poster	-58	0	-89	-11	-28	0	0	0	0
EBIT	**481**	**524**	**407**	**705**	**705**	**839**	**888**	**954**	**992**
Finansiella intäkter	5	4	6	12	9	7	11	12	12
Finansiella kostnader	-40	-52	64	-162	-166	-116	-108	-100	-92
Resultat före skatt	**446**	**476**	**477**	**555**	**548**	**730**	**791**	**866**	**913**
Skatter	-105	-107	-209	-134	-131	-155	-168	-184	-194
Minoritetsintressen	-7	-7	-8	-8	-17	-12	-12	-14	-14
Nettoresultat (rapporterat)	**334**	**362**	**260**	**413**	**399**	**564**	**611**	**669**	**705**
Nettoresultat (justerat)	**377**	**362**	**309**	**421**	**420**	**564**	**611**	**669**	**705**

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	1 883	1 872	3 688	3 770	3 794	3 794	3 794	3 794	3 794
Övriga immateriella tillgångar	874	814	2 057	1 927	1 766	1 665	1 566	1 469	1 373
Materiella anläggningstillgångar	181	254	490	465	473	566	645	713	771
Räntebärande anläggningstillgångar	123	155	77	101	100	100	100	100	100
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	1 818	1 661	1 661	1 661	1 661	1 661
Summa anläggningstillgångar	**3 061**	**3 095**	**6 312**	**8 081**	**7 795**	**7 786**	**7 766**	**7 737**	**7 700**
Varulager	1 279	1 382	2 816	2 854	2 832	2 893	2 956	3 020	3 085
Kundfordringar	821	823	1 530	1 580	1 568	1 602	1 636	1 672	1 708
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	291	254	205	355	384	464	718	701	713
Summa omsättningstillgängar	**2 391**	**2 459**	**4 551**	**4 789**	**4 784**	**4 959**	**5 310**	**5 392**	**5 506**
SUMMA TILLGÅNGAR	**5 452**	**5 554**	**10 863**	**12 870**	**12 579**	**12 745**	**13 076**	**13 129**	**13 205**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	2 311	2 363	3 828	4 303	4 628	5 192	5 802	6 133	6 485
Minoritetsintressen	14	16	25	32	49	60	73	87	101
Summa eget kapital	**2 325**	**2 379**	**3 853**	**4 335**	**4 677**	**5 252**	**5 875**	**6 219**	**6 586**
Långfristiga finansiella skulder	1 334	1 451	3 227	3 326	2 933	2 592	2 250	1 909	1 568
Pensionsavsättningar	27	21	24	27	95	95	95	95	95
Uppskjutna skatteskulder	163	168	474	428	377	377	377	377	377
Övriga långfristiga skulder	0	0	1	1 323	1 215	1 215	1 215	1 215	1 215
Summa långfristiga skulder	**1 524**	**1 640**	**3 726**	**5 104**	**4 620**	**4 279**	**3 937**	**3 596**	**3 255**
Kortfristiga finansiella skulder	404	255	1 079	748	405	405	405	405	405
Leverantörsskulder	1 105	1 182	2 088	2 130	2 345	2 277	2 327	2 377	2 428
Skatteskulder	94	84	86	75	75	75	75	75	75
Övriga kortfristiga skulder	0	14	31	478	457	457	457	457	457
Summa kortfristiga skulder	**1 603**	**1 535**	**3 284**	**3 431**	**3 282**	**3 214**	**3 263**	**3 314**	**3 365**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**5 452**	**5 554**	**10 863**	**12 870**	**12 579**	**12 745**	**13 076**	**13 129**	**13 205**

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	334	362	260	413	399	564	611	669	705
Icke kassaflödespåverkande poster	155	248	193	777	857	814	832	848	862
Förändringar i rörelsekapital	54	-113	-123	-48	239	-162	-48	-49	-50
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**543**	**497**	**330**	**1 142**	**1 496**	**1 215**	**1 395**	**1 468**	**1 517**
Investeringar	-77	-170	-210	-642	-656	-766	-772	-777	-783
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	**466**	**327**	**120**	**500**	**839**	**448**	**623**	**691**	**734**
Utdelningar	-259	-258	-260	0	0	0	0	-338	-353
Nyemission / återköp	0	0	1 574	-2	0	0	0	0	0
Förvärv	-17	-59	-4 196	-64	-60	-27	-28	-28	-28
Lånefinansiering och övriga justeringar	-208	-37	2 731	-287	-745	-341	-341	-341	-341
Kassaflöde	**-18**	**-27**	**-31**	**147**	**34**	**80**	**254**	**-17**	**12**
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (ex IFRS 16)	**1 464**	**1 478**	**4 126**	**3 737**	**2 954**	**2 533**	**1 937**	**1 613**	**1 259**
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	**1 464**	**1 478**	**4 129**	**5 517**	**4 604**	**4 183**	**3 588**	**3 264**	**2 910**

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	3%	1%	33%	52%	-2%	3%	2%	2%	2%
EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16)	-16%	-3%	-5%	40%	2%	15%	6%	8%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-14%	-4%	-23%	-4%	0%	34%	8%	10%	5%
Bruttomarginal	53,6%	54,6%	49,9%	44,8%	44,9%	44,8%	44,3%	44,2%	44,1%
EBITDA-marginal (ex IFRS 16)	11,0%	11,9%	8,0%	8,4%	8,4%	9,0%	9,3%	9,7%	9,9%
EBITDA-marginal (inkl IFRS 16)	11,0%	11,9%	8,0%	12,7%	13,1%	13,5%	13,8%	14,1%	14,2%
EBIT-marginal (justerad, ex IFRS 16)	9,1%	8,7%	6,2%	5,8%	6,0%	6,7%	7,0%	7,4%	7,5%
EBIT-marginal (justerad, inkl IFRS 16)	9,1%	8,7%	6,2%	6,0%	6,2%	6,9%	7,2%	7,5%	7,7%
Skattesats	24%	22%	44%	24%	24%	21%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	17%	15%	10%	10%	9%	11%	11%	11%	11%
ROCE, justerad (inkl IFRS 16)	13%	12%	8%	8%	7%	9%	9%	9%	10%
ROIC	9%	10%	5%	7%	7%	8%	8%	9%	9%
Investeringar (ex IFRS 16)	111	164	221	131	439	251	256	262	267
Investeringar / omsättning	2%	3%	3%	1%	4%	2%	2%	2%	2%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	22%	24%	36%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Kundfordringar / omsättning	8%	8%	11%	7%	0%	0%	0%	0%	0%
Leverantörsskulder / omsättning	11%	11%	18%	11%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	17%	17%	29%	19%	18%	19%	19%	19%	19%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x

Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld (ex IFRS 16)	1 464	1 478	4 126	3 737	2 954	2 533	1 937	1 613	1 259
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	1 464	1 478	4 129	5 517	4 604	4 183	3 588	3 264	2 910
Soliditet (ex IFRS 16)	43%	43%	35%	39%	43%	47%	51%	54%	57%
Soliditet (inkl IFRS 16)	43%	43%	35%	34%	37%	41%	45%	47%	50%
Nettoskuldsättningsgrad (ex IFRS 16)	63%	62%	107%	86%	63%	48%	33%	26%	19%
Nettoskuldsättningsgrad (inkl IFRS 16)	63%	62%	107%	127%	98%	80%	61%	52%	44%
Nettoskuld / EBITDA (ex IFRS 16)	2,2x	2,1x	6,5x	3,7x	3,0x	2,3x	1,7x	1,3x	1,0x
Nettoskuld / EBITDA (inkl IFRS 16)	2,2x	2,1x	6,5x	3,6x	3,0x	2,5x	2,1x	1,8x	1,6x

Data per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	9,30	10,08	6,55	7,32	7,09	9,99	10,82	11,86	12,49
EPS, justerad	10,51	10,08	7,77	7,47	7,45	9,99	10,82	11,86	12,49
FCF per aktie	12,03	9,28	2,74	8,94	9,72	7,95	11,04	12,24	13,01
Utdelning per aktie	7,00	7,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6,00	6,25	6,50
Eget kapital per aktie	64,4	65,8	67,9	76,3	82,0	92,0	102,8	108,7	114,9
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	35,9	35,9	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	13,6x	12,3x	11,8x	12,5x	13,3x	9,9x	9,1x	8,4x	7,9x
P/EK	2,2x	1,9x	1,3x	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x
P/FCF	11,9x	13,4x	33,3x	10,4x	10,2x	12,5x	9,0x	8,1x	7,6x
Direktavkastning	4,9%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	6,3%	6,6%
Utdelningsandel, justerad	67%	69%	0%	0%	0%	0%	55%	53%	52%
EV/Sales (ex IFRS 16)	1,1x	1,0x	1,2x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/Sales (ink IFRS 16)	1,1x	1,0x	1,2x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA (ex IFRS 16)	10,0x	8,3x	14,6x	8,9x	8,7x	7,5x	6,5x	5,8x	5,3x
EV/EBITDA (inkl IFRS 16)	10,0x	8,3x	14,6x	7,0x	6,6x	6,0x	5,4x	4,9x	4,6x
EV/EBIT, justerat (ex IFRS 16)	12,2x	11,3x	18,7x	12,9x	12,0x	9,9x	8,7x	7,7x	7,1x
EV/EBIT, justerat (inkl IFRS 16)	12,2x	11,3x	18,7x	15,0x	13,9x	11,6x	10,3x	9,3x	8,6x
Aktiekurs, årets slut	142,7	124,1	91,5	93,1	99,0	99,0	99,0	99,0	99,0
EV, årets slut (ex IFRS 16)	6 585	5 935	9 288	8 987	8 539	8 118	7 523	7 198	6 845
EV, årets slut (inkl IFRS 16)	6 585	5 935	9 291	10 767	10 190	9 769	9 173	8 849	8 495

Data per kvartal (mkr)

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20
Nettoomsättning	**1 432**	**1 633**	**1 850**	**2 864**	**2 909**	**3 100**	**2 879**	**2 954**	**2 874**	**2 894**	**2 863**
Övriga intäkter	36	40	37	59	40	44	50	40	42	53	36
Kostnad sålda varor	-673	-724	-900	-1 604	-1 585	-1 721	-1 576	-1 652	-1 611	-1 582	-1 568
Bruttovinst	**795**	**949**	**987**	**1 319**	**1 364**	**1 423**	**1 353**	**1 342**	**1 305**	**1 365**	**1 331**
Försäljningskostnader											
Administrationskostnader	-690	-729	-809	-1 184	-988	-979	-954	-1 029	-1 042	-940	-910
Forskning- och utvecklingskostnader											
Övriga kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	**105**	**220**	**178**	**135**	**376**	**444**	**399**	**313**	**263**	**425**	**421**
Avskrivningar	-46	-46	-60	-78	-204	-203	-209	-210	-205	-214	-213
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	**59**	**174**	**118**	**57**	**172**	**241**	**190**	**103**	**58**	**211**	**208**
Jämförelsestörande poster	-20	-25	-4	-40	-5	0	0	-6	0	-4	-24
EBIT (justerad)	**79**	**199**	**122**	**97**	**177**	**241**	**190**	**109**	**58**	**215**	**232**
Finansiella intäkter	1	1	2	3	3	3	3	3	3	2	2
Finansiella kostnader	-3	-5	113	-42	-45	-41	-47	-30	-73	-20	-43
Resultat före skatt	**57**	**170**	**233**	**18**	**130**	**203**	**146**	**76**	**-12**	**193**	**167**
Skatter	-15	-38	-147	-9	-33	-45	-34	-22	-3	-46	-40
Minoritetsintressen	-2	-5	-3	1	-2	-4	-3	1	-2	-7	-4
Nettoresultat (rapporterat)	**40**	**127**	**83**	**10**	**95**	**154**	**109**	**55**	**-17**	**140**	**123**
Nettoresultat (justerat)	**54**	**146**	**84**	**32**	**99**	**154**	**109**	**59**	**-17**	**143**	**141**

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20
Omsättningstillväxt	-3%	7%	35%	95%	103%	90%	56%	3%	-1%	-7%	-1%
EBIT-tillväxt (justerad)	-37%	15%	2%	-6%	124%	21%	56%	12%	-67%	-11%	22%
Bruttomarginal	53%	56%	51%	44%	46%	44%	45%	44%	44%	45%	45%
EBITDA-marginal (ex IFRS 16)	7%	13%	9%	5%	8%	10%	9%	6%	5%	10%	10%
EBIT-marginal (justerad)	5%	12%	6%	3%	6%	8%	6%	4%	2%	7%	8%
Skattesats	26%	22%	63%	50%	25%	22%	23%	29%	-25%	24%	24%

Denna publikation (nedan ”Publikationen” har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan ”Banken”) exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan ”bolaget”) läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.
Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.
Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk
Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/ för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.
Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.
Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be¬rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru¬ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.
Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.
För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten ”Penser Access”. Klicka här https://epaccess.penser.se/ för mer information om tjänsten.
Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se