



UPPDRAGSANALYS
16 januari 2019

GUNNEBO

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Nya strukturen ger bättre läge	2
Temperatur.....	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Investment case.....	4
Gunnebo – historien.....	4
Säkerhetsbranschen	5
Gunnebos prioriterade produktgrupper	6
Kontanthantering (Cash Management).....	6
Tillträdeskontroll (Entrance Control)	10
Säkerhetsskåp & Valv (Safe Storage).....	13
Konkurrenter inom säkerhetsskåp & valv.....	16
Integrerad Säkerhet	16
Konkurrenter inom integrerad säkerhet	16
Gunnebos affärsområden	17
Enligt ny rapporterad struktur	17
Säkerhetsskåp & Valv (Safe Storage).....	17
Kontanthantering- (Cash Management)	19
Tillträdeskontroll – (Entrance Control)	21
Integrated Security	23
Prognoser & Värdering.....	24
Prognoser – bättre på sikt.....	24
Förväntningar på affärsområdena	26
Värdering.....	29
Relativvärdering	31
Sammanfattning värdering.....	31
Ägare och ledande befattningshavare	32
Ledning och Styrelseordförande	33
Disclaimer	34



Ny struktur ger bättre läge

Gunnebo har en hel del att bevisa. Tillväxten har varit svag och lönsamheten lider. Bolaget har avyttrat problemområden och strukturerat om rörelsen för ett ökat fokus på tillväxt och lönsamhet. I vårt basscenario ser vi ett värde på 29,4 kronor per aktie.



Säkerhet genomsyrar allt i Gunnebos verksamhet. Gunnebo har under ett flertal år kämpat med både tillväxt och lönsamhet. Efter en svag utveckling under 2017 har bolaget insett att något borde göras för att få upp tillväxt och lönsamhet. Lönsamheten förbättrades visserligen långsamt innan 2017 och

närmade sig bolagets uppsatta mål om sju procent EBIT-marginal (vilket uppnåttas exklusive eo-poster för helåret 2016). Den organiska tillväxten har däremot varit svag under de senaste åren.

Under juli 2018 meddelade bolaget att det avser att avyttrat rörelsen i Frankrike som har påverkat mest negativt över. Avyttringen stängdes i december 2018. Bolaget har identifierat att för att få ordning på tillväxt och lönsamhet bör stora förändringar genomföras, vilket nu har initierats. I samband med att den tänkta avyttringen som kommunicerades i juli 2018 har bolaget även vridit sin organisation och det strategiska fokuset mot utvecklingen för affärsområdena istället för ett geografiskt fokus. Ser man på hur det bästa affärsområdet Entrance Control har utvecklats är det troligen en bättre strategi. Detta affärsområde är det som genom åren har haft den mest autonoma rörelsen i koncernen och har utvecklats klart bäst.

Aktiekursen har utvecklats klart negativt på en rad svaga rapporter sedan mitten av 2017. Bolaget har arbetat fram lösningar, däribland avyttringar och affärsområdesfokus. Det är klart att problemen inte löses på kort sikt, men vi anser att aktien har fallit för mycket givet den långsiktiga potentialen även om risken fortfarande är stor givet historiken. Det är tydligt att marknaden ännu inte riktigt har tillräckligt förtroende att de åtgärder som bolaget har vidtagits kommer att ge resultat på medellång sikt. Vi initierar bevakning av Gunnebo med en riktkurs i ett basscenario på 29,4 kronor per aktie. Det finns en del utmaningar på medellång sikt som gör att kursen fortsatt kommer att vara volatil under 2018 och 2019.

Utfall och prognoser, Bas-scenari

	MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Nettoomsättning		6 088	5 991	5 151*	5 299	5 453
Tillväxt, %		0,6%	-1,6%	-14,0%	2,9%	2,9%
Rörelseresultat (EBIT)		366	304	292	329	351
Rörelsemarginal, %		6,0%	5,1%	5,7%	6,2%	6,4%
P/E (ej justerat EO)		14,1x	16,2x	10,7x	9,2x	8,8x

Källa: Gunnebo (utfall) och Jarl Securities (prognoser). För 2016 – 2017 är den under 2018 avyttrade verksamheten inkluderad. *Avyttrad verksamhet

Datum: 16 januari 2019

Analytiker: Mats Hyttinge, Jarl Securities

Företagsnamn: Gunnebo AB

Lista: Mid Cap

Vd: Henrik Lange

Styrelseordförande: Martin Svalstedt

Marknadsvärde: 1 753 MSEK

Senast: 22,65

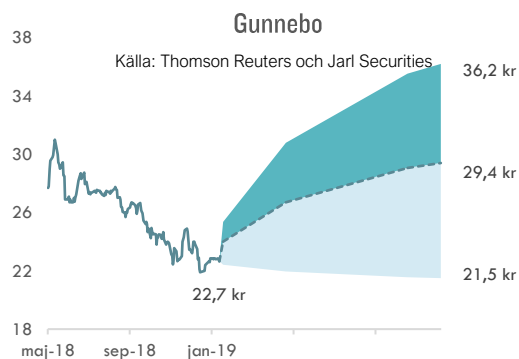
Kort om Gunnebo: Gunnebo tillverkar och säljer produkter relaterat till fysisk säkerhet. Bolaget är aktivt inom kontanthantering, tillträdeskontroll, säkerhetsskåp/valv och integrerad säkerhet. Inom vissa nischer är bolaget marknadsledande och har stora och kända varumärken. Gunnebo är närvarande på alla relevanta marknader i världen med sina produkter. Bolaget har strukturerat om sin rörelse efter affärsområde med produkt i fokus för att öka tillväxt och lönsamhet.

Möjligheter och styrkor: Bolaget är aktivt inom en bransch som totalt sett är fragmenterad. Det finns normal sett ett antal stora spelare inom varje delsegment som sätter agendan. Gunnebo är en sådan spelare inom produktgrupperna tillträdeskontroll, kontanthantering och till vissa delar även säkerhetsskåp & valv.

Gunnebo har långsamt förbättrat sina rörelsemarginaler. Samtidigt har den totala organiska tillväxten varit svag och här finns en klar förbättringsmöjlighet. Bolaget har stor kompetens inom de segment där de är verksamma, tillväxten i ibland annat Asien har varit uppmuntrande och där finns en stor tillväxtpotential. Gunnebo har även ett stort antal starka varumärken i sin portfölj vilket är attraktivt.

Risker och svagheter: Konkurrensen är hård och en ökad digitalisering ställer hårda krav på etablerade spelare att hänga med. En stor del av bolagets framtid hänger på en lyckad omstrukturering av rörelsen till ökat produktfokus.

Värdering: Bear 21,5 kr Bas 29,4 kr Bull 36,2 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Henrik Lange anställdes 2015 för att ordna upp den tidigare spretiga strukturen och fokusera på tillväxt under lönsamhet.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Gunnebo har en gedigen lista av institutionella ägare utöver de två största ägargrupperna, Stena och Västerledens Invest. Vi har inte sett några större förändringar bland ägarna under det senaste året.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Nettoskulden är i linje med vad bolaget har kommunicerat som mål och trots en på senare tid volatil utveckling i bolaget är skuldsättningsgraden i sig inget problem. Skuldsättningen har dock temporärt rört sig över bolagets mål under det tredje kvartalet 2018. Det begränsar möjligheterna till förvärv på kort sikt

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



På längre sikt, om bolaget lyckas komma i närheten av sitt mål om fem procent organisk tillväxt kan en större uppvärdering av bolaget ske. Detta riskerar att ta tid.

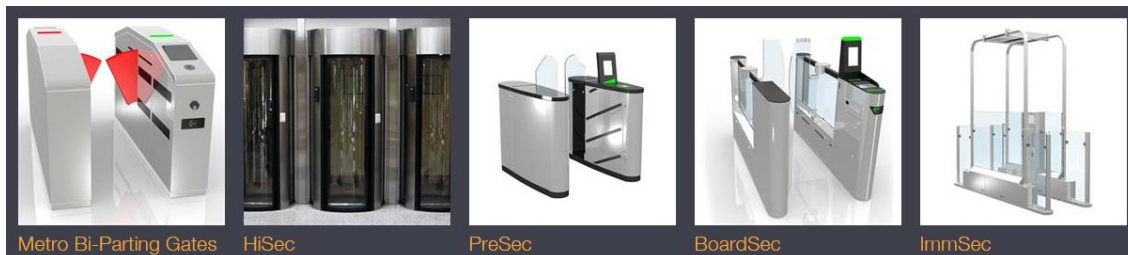
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Bolaget har långsamt förbättrat sina resultat under senare år. Dock kom ett bakslag under 2017 som bolaget nu arbetar på att rätta till. Bolagsrisken är på kort sikt något högre än vad den borde vara givet marknaden som bolaget befinner sig på och hur tillväxten bör vara.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Investment case

Gunnebo AB, (Gunnebo eller bolaget) är verksam i en marknad som är stor och normalt växer i linje med BNP, eller bättre på många marknader, som i Asien. De flesta delsegmenten är väldigt fragmenterade både lokalt och globalt. Bolaget har med vd Henrik Lange sedan 2015 fokuserat på att öka tillväxten till en förbättrad lönsamhet. Den organiska tillväxten har under de senaste åren varit högst marginell, det vill säga mellan noll och en procent per år. Bolaget lanserade redan under slutet av 2017 ett program för att komma till rätta med den låga organiska tillväxten och lönsamheten. I juli 2018 tog bolaget ett större steg mot att fokusera rörelsen med beslutet att avyttra bolagets verksamhet i Frankrike, Belgien och Luxemburg. Som en följd av detta rapporterar nu bolaget enligt den nya strukturen baserat på affärsområde istället för tidigare regionbaserat. Detta för att ge varje affärsområde utrymme att expandera sin rörelse och kunna fokusera på potentialen och möjligheterna inom respektive segment.

I den senaste rapporten för det tredje kvartalet 2018 uppvisades en klart bättre tillväxt och marginaler som ger hopp om en vändning. Fortfarande dras gruppen ned av det som är en blandning av lokala affärer som består bland annat av elektronisk säkerhet, lokala integratörsaffärer, elektroniska varularm och stora brandsäkerhetsprojekt. Allt detta går numera under samlingsbegreppet Integrerad Säkerhet. Kan bolaget få ordning på denna del finns det utrymme för positiva överraskningar och i förlängningen en högre värdering av bolaget och aktien. Samtidigt så har även de andra affärsområdena historiskt haft en varierande utveckling varför marknaden troligen vill se några kvartal med en bättre utveckling för att kunna tro på en vändning.

I vår värderingsansats har vi tagit fram ett basscenario med kassaflödesanalys och stämt av den med en relativvärdering på relevanta jämförelsebolag. I den kombinerade värderingen kommer vi fram till ett värde på 29,4 kronor per aktie i vårt basscenario på 6 till 12 månaders sikt.

Vi har även gjort två ytterligare scenarion baserat på ett mer positivt utfall (Bull) och ett negativt mer konservativt (Bear). Utfallet av dessa är 36,2 kronor för Bull och 21,5 kronor för Bear.

Gunnebo – historien

Gunnebo har som bolag en relativt kort historik då bolaget tog namnet 1995. Delar av bolaget har dock funnits under en väldigt lång tid innan dess. Grunden till det nuvarande Gunnebo lades i samband med finanskrisen under början på 1990-talet

då ett av de av staten uppsatta riskkapitalbolagen (HIDEF) förvärvade bolag inom säkerhetsbranschen.

De närmaste följande åren fram till 2005 förvärvade bolaget säkerhetsföretag både i Sverige och utomlands. De mer noterbara förvärven som skedde under denna tid var det av franska FichetBauche (1999) och Chubb Safes (2000).

Mellan 2006 och 2008 låg fokus på att integrera alla förvärv under ett varumärke. Mellan 2009 till 2015 var visionen att bli den ledande leverantören inom sin bransch. I samband med att nuvarande vd Henrik Lange tillträdde 2015 lanserades en ny strategi för lönsam tillväxt. Bolaget har under de senaste åren haft en tydlig motvind då de en del av de underliggande marknaderna för bolaget fortsätter att växa men detta då inte återspeglas i tillväxt för bolaget själva. Lönsamheten har långsamt förbättrats fram till 2018 då de strukturella problemen i Frankrike satte press på lönsamheten. Gunnebo har under sommaren 2018 accepterat ett bud för att avyttra delar av verksamheten som till stor del har varit tyngande för bolaget.

Säkerhetsbranschen

Säkerhetsbranschen inbegriper många delar, allt från de fysiska produkterna som till exempel grindar, kassaskåp, säkerhetsdörrar till väktare och elektroniska säkerhetssystem. Historiskt har det inneburit att marknaden för säkerhetsprodukter har varit väldigt fragmenterad då många av säkerhetsbehoven har uppstått lokalt.

Säkerhetsmarknaden har särskilt under 2000-talet genomgått en konsolidering med bland annat svenska Securitas och Assa Abloy i förarsätet. Gunnebo har även deltagit i detta om än på en lägre nivå. Konsolideringen har inte avtagit. Under senare tid är två intressanta affärer gjorda, sammanslagningen av Tyco med Johnson Controls i USA och samgåendet mellan Dorma och Kaba i Europa.

De underliggande drivkrafterna för utvecklingen av säkerhetsmarknaden är ekonomisk tillväxt, högre levnadsstandard och urbanisering. Utöver detta grundfundament som normalt ger en tillväxt något över BNP (runt 4 procent för de senaste åren) finns förstas en ökad osäkerhet rörande både terrorism och brottslighet som adderat till tillväxten.

Vid större händelser som till exempel terrorattacken i USA den 11 september har tillväxten tillfälligt varit mycket kraftig, men främst för snabbare lösningar som väktare. Uppskattningen av det totala marknadsvärdet för hela säkerhetsbranschen varierar beroende på källa men vi uppskattar hela branschens värde till 750 miljarder kronor. Den del av marknaden som Gunnebo är verksam i uppskattas till runt 500 miljarder kronor.

Givet att tillväxten i branschen främst kommer från ekonomisk tillväxt är det naturligt att den största tillväxten främst kommer från Asien där urbaniseringstrenden är stark. Tillväxten i övriga världen har dock även den varit bra, givet ett ökat terroristhot och allmän oro rörande kriminalitet. De andra svensk baserade bolagen inom sektorn, Assa och Securitas visar på bra organisk tillväxt. Det är av intresse även om de verkar på andra segment än Gunnebo.

Gunnebos prioriterade produktgrupper

Bolaget är aktivt inom fyra produktgrupper:



Kontanthantering (Cash Management) är storleksmässigt på en delad tredje plats i koncernen med 21 procents andel för de första nio månaderna 2018. Inom produktgruppen ingår egentligen allt inom kontanthantering utom själva transporten. De områden som Gunnebo verkar inom är lösningar för deponering, uttag och slutna kontanthantering vid såväl kassalinjen som på kassakontoret.



Tillträdeskontroll (Entrance Control) utgör 21 procent av omsättningen för de första 9 månaderna 2018. Inom denna produktgrupp ingår ett antal produkter för lösningar av tillträdeskontroll. Typiska produkter är snabbslussar, vändkors, dörrslussar och säkerhetsdörrar.



Säkerhetsskåp och valv (Safe Storage) är den absolut största produktgruppen och representerar 36 procent av omsättningen för de första nio månaderna 2018. I produktgruppen ingår säkerhetsskåp, valv, valvdörrar, lås och skåp för uttagsmaskiner. Även service ingår i erbjudandet. Gunnebo har traditionellt haft fokus på certifierade produkter, men håller på att bredda produktportföljen liksom försäljningskanalerna.



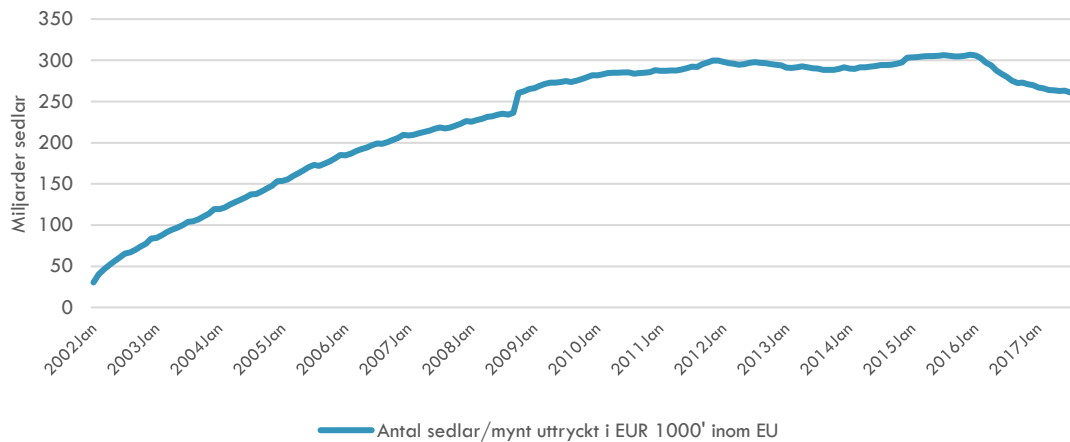
Integrerad säkerhet (Integrated Security) som sista del hade en 22 procentig andel av koncernens omsättning för de första nio månaderna 2018. Produktområdet är en lokal integratör inom elektronisk säkerhet, säkerhetsdörrar och skiljeväggar, varularm och brandskydd. En stor del av denna rörelse är föremål för avyttring under 2018.

Kontanthantering (Cash Management)

Det kommer nästan dagligen rapporter om att kontanter är på väg att försvinna – att vi är på väg mot ett helt kontantlöst samhälle. Det finns statistik som visar i lite olika riktningar men den genomgående trenden är att fler transaktioner sker utan någon inblandning av kontanter. Detta betyder dock inte att kontanter kommer försvinna. Det finns även en risk att utvecklingen i Sverige (där utvecklingen går relativt snabbt) för kontanter ger en för skev bild av helheten om man applicerar ett strikt lokalt perspektiv för resten av världen.

Kontanthanteringsbranschen är i detta fall uttryckt som hårdvara, mjukvara och service. Efterfrågan på dessa tjänster drivs primärt av mängden kontanter i omlopp. Utvecklingen för alternativen till kontanter är starkt positiv drivet av många faktorer där e-handel, enklare betalning med kort och andra förenklade elektroniska lösningar är en förklaring. Utvecklingen för kontanter inom bland annat EU har över tid varit positiv, dock har vi noterat en avmattning sedan 2016.

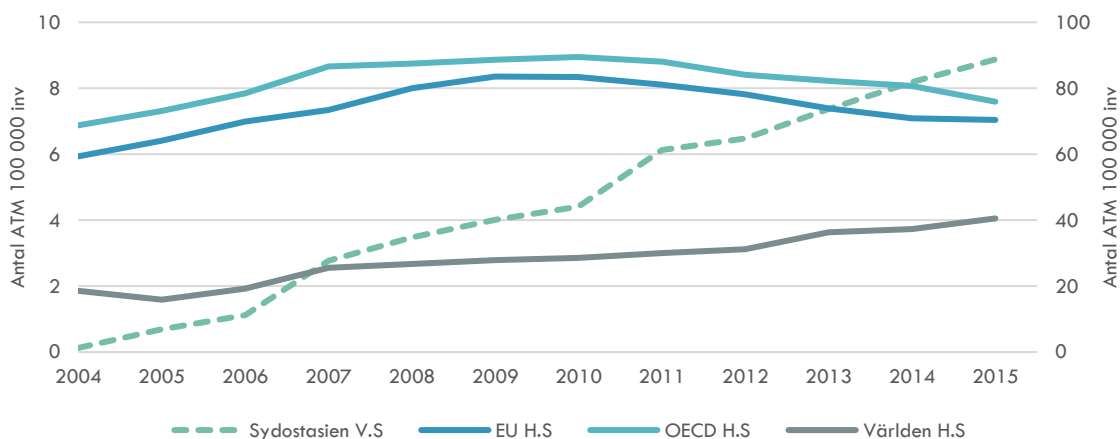
Antal sedlar i omlopp i EU



Källa: ECB och Jarl Securities

Ett annat sätt att se på användningen av kontanter är att titta på bankomater i världen. Där bekräftar bilden av att kontanter är något på tillbakagång i länder med hög ekonomisk standard, främst i västvärlden. Dock är tillväxten för kontanter globalt inte på nedgång. I Sydostasien växer antalet bankomater per 100 000 invånare fortfarande, vilket indirekt indikerar att mängden kontanter fortsätter att växa i Asien och därmed också totalt sett globalt.

ATM (Bankomater) per 100 000 invånare 2004 - 2015



Källa: World Bank, Jarl Securities

Enligt IMF förväntas hårdvara, mjukvara och service växa med fyra procent årligen även framöver. Visserligen bör man inte underskatta förändringstakten mot ett kontantlöst samhälle med tanke på den snabba tekniska utvecklingen. Det är ändå troligt att kontanter kommer att ha en betydande roll även fortsättningsvis. Dock

kommer vissa städer och länder ha en snabbare konvertering till kontantlöst samhälle. Sverige ligger helt klart i framkant av denna utveckling. Det kommer även att finnas ett naturligt motstånd från centralbanker som inte nödvändigtvis ser ett kontantlöst samhälle som optimalt för deras mål.

Ett tydligt exempel kan ses i nedanstående tabell som visar hur olika utvecklingen kan se ut i ett geografiskt område men även skillnaden mellan olika närliggande länder. De länder vars ekonomi antas fortsätta att växa med god fart behåller en relativt hög andel av kontantutgifter i relation till BNP.

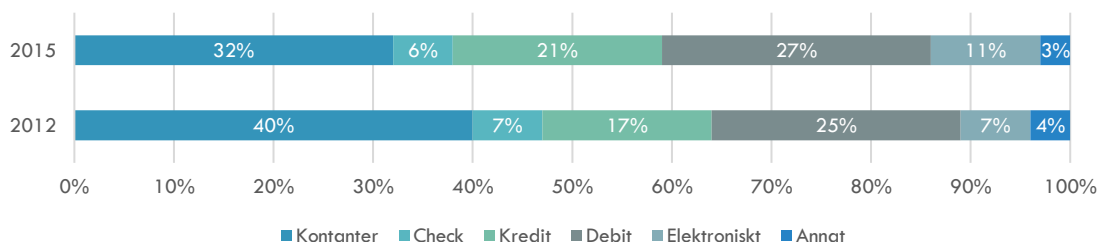
Kontantutgifter /BNP

	2007	2010	2015	2020
Australien	18%	16%	12%	8%
Kina	30%	35%	34%	34%
Indien	35%	49%	52%	51%
Japan	10%	6%	4%	3%
Syd Korea	6%	5%	5%	4%
Singapore		20%	17%	15%
Saudiarabien	43%	38%	25%	18%
Sydafrika		73%	58%	49%
Viktat genomsnitt		25%	27%	28%

Källa: PYMNTS.com

USA visar på också en trend där andel kontanter minskar i procent av betalningar även om den inte alls är lika markant som i vissa andra länder. Se tabell nedan:

Andel i % av betalningar i USA 2012/2015



Källa: US federal bank 2016, Jarl Securities

Det som ändå talar för att kontanthanteringsmarknaden kommer växa i linje med IMF:s prognos, är den totala marknadspenetrationen är mindre än fem procent samt att det totala värdet av kontanter fortsätter att öka. De ökade kostnaderna för hantering av kontanter i kontantintensiva branscher leder dock till ett ökat fokus på mer effektiva lösningar inom kontanthantering.

Kontanthanteringsmarknaden

Marknaden för kontanthantering omfattar lösningar för deponering, fördelning och återvinning av kontanter vid kassalinjen och kassakontor. De viktigaste kundsegmenten är detaljhandel, snabbmatskedjor, restauranger, kollektivtrafikföretag samt värdetransportföretag och banker.

Den globala marknaden för utrustning till kontanthantering beräknas vara värd cirka 50 till 55 miljarder kronor där cirka 40 procent av detta kan hänföras till detaljhandeln och 40 procent till självbetjäningssystem, till exempel bankomater. Resterande 20 procent är relaterat till central kontanthantering för banker och värdetransportföretag, till exempel Loomis. Den installerade basen av intelligenta kontanthanteringslösningar uppskattas till cirka 250 till 300 000 system globalt och där Americas utgör den största delen.

Gunnebos plats inom kontanthantering

Bolagets produktbjudande inom kontanthantering fokuserar på att göra kontanthantering säkrare och effektivare främst inom detaljhandel men lösningarna fungerar även på andra kontantintensiva branscher. Gunnebo säljer direkt via egna säljbolag och indirekt via partnerskap med värdetransportbolag, banker och distributörer. Den mest kända produkten och som syns mest mot den vanliga konsumenten i Sverige/Norden är kontanthanteringsystemet **SafePay**.

Konkurrenter inom kontanthantering

Inom kontanthantering finns det ett antal konkurrenter med både samma och delvis skiftande fokus i jämförelse med Gunnebo. Vi har gjort ett urval av vad vi ser som relevanta konkurrenter för Gunnebo inom kontanthantering.

DieboldNixdorf (DBD) är en av konkurrenterna i sektorn, dock är de verksamma inom fler områden riktade mot sina primära kunder inom den finansiella sektorn och detaljhandel. DBD är liksom Gunnebo världsomspännande och har en stark ställning på marknaden genom att de kan ta hand om hela värdekedjan. De fokuserar på tre olika områden inom Service, Software och System. Det är främst inom system som de konkurrerar med Gunnebo med deras kontanthanteringsprodukter, dock har DBD även en naturlig ingång även på software genom deras kassasystem. Som en stor tillverkare av bankomater, drygt 32 procent av världsmarknaden, finns det även där en relativt enkel införsäljningsprocess av kontanthanteringsystem mot slutkund vare sig det är en CIT (Cash in Transit) operatör som exempelvis Loomis eller ägaren av produkten. Drygt 73 procent av omsättningen härrör till den finansiella sektorn och resterande 27 från detaljhandeln.

Diebold och **Nixdorf** som under 2016 gick samman prognosticeras att omsätta 4,7 miljarder dollar under 2017 med ett rörelseresultat före avskrivningar 370 MUSD.

Det affärsområde som är mest relevant för jämförelsen mot Gunnebo är Systems. Inom området uppvisar Gunnebo för närvarande bruttomarginaler om drygt 20 procent. DBD:s Software har en bruttomarginal på drygt 36 procent. Med den jämförelsen är det klart varför andra konkurrenter till DBD, som till exempel Gunnebo, vill öka andelen mjukvara i sin försäljning som ett komplement till hårdvaran. DBD har i dagsläget ett marknadsvärde på cirka 1,7 miljarder dollar.

Ett annat lite mindre men intressant bolag är det privatägda Italienska **CIMA S.P.A** som tillverkar och säljer kontanthanteringsprodukter och är

**DIEBOLD
NIXDORF**



därmed en direkt konkurrent till Gunnebo inom kontanthantering. CIMA säljer över hela världen med undantag av delar av Asien. Bolaget startade 1955 och har därmed varit i branschen länge och är en av de största tillverkarna av säkerhetsprodukter i Italien, nummer två 2015. CIMA omsatte drygt 36 miljoner EUR under 2015 med en rörelsemarginal före avskrivningar på 15 procent.

Cash Processing Solutions Ltd (CPS) är ytterligare en konkurrent inom kontanthantering. CPS är en strategisk partner till De La Rue PLC. **CPS** är vad vi förstår positionerat högre upp i värdekedjan och deras fokus är främst inriktat på större flöden av kontanter, det vill säga att deras kunder är primärt centralbanker och större uppräkningscentraler. Detta kommer sig troligen av deras partnerskap med De La Rue som bland annat är producent (trycker) av sedlar och andra kvalificerade pappersprodukter som pass och andra typer av identifikationshandlingar. De La Rue har därmed typiskt centralbanker och större kontanthanterare bland sina främsta kunder.

En ytterligare viktig spelare inom hårdvara för kontanthantering är det japanska bolaget **Glory Global Ltd**. Glory har ett liknande produktutbud som Gunnebo inom kontanthantering med ungefär samma försäljningsargument. Glory är en direkt konkurrent till Gunnebo med sitt system Cashinfinity™. Glory har historiskt varit starka sitt hemland men har sedan år 2000 succesivt ökat sin närvaro globalt. Under det senaste räkenskapsåret kunde 47 procent av omsättningen hänföras till utanför Japan. Bolaget omsatte under samma period drygt 1,9 miljarder US-dollar med ett rörelseresultat på 181 miljoner dollar motsvarande en rörelsemarginal på cirka nio procent. Det finns ytterligare konkurrenter av varierande grad på många geografiska marknader. I Sverige är till exempel cashguard en av de mest kända.

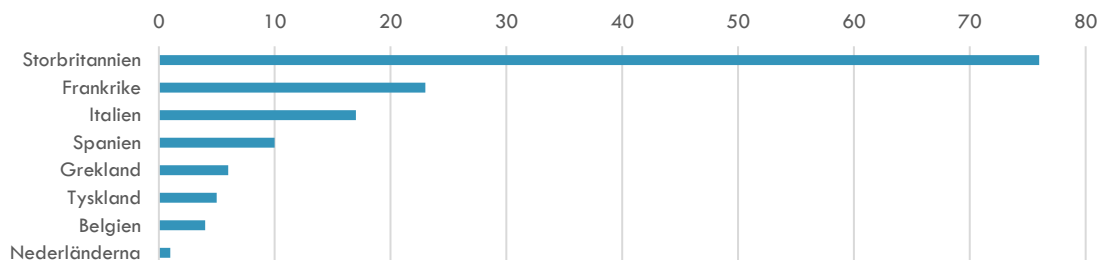
Tillträdeskontroll (Entrance Control)

Tillträdeskontrollsmarknaden för fotgängare är den del inom tillträdeskontroll som omfattar Gunnebos produkter. Den totala marknaden som inbegriper fler delar än den som Gunnebo adresserar förväntas omsätta 82 miljarder kronor under år 2020, med en årlig tillväxttakt på cirka 7,5 procent. Gunnebos fokusmarknad beräknas vara värd cirka 7 miljarder kronor varav EMEA står för knappt hälften. Tillväxten förväntas ligga mellan fyra och fem procent årligen. Gunnebo uppskattas ha 13 procent av världsmarknaden för utrustning gällande tillträdeskontroll för fotgängare och dom tio största aktörerna stod för drygt hälften av den globala marknaden mellan 2012 och 2015.

Det finns flera marknadsfaktorer som är drivkraften bakom tillväxten inom tillträdeskontroll. En av de mer viktiga faktorerna är en ökande takt av urbanisering det vill säga en utbyggnad av innerstadsstruktur av olika slag. Den ökande urbaniseringen ställer stora krav på underlättande av rörlighet men även ett ökat behov av centraliserade säkerhets och personkontroller men även krav på minskade personalkostnader för säkerhet. En ökad upplevd hotbild rörande brottslighet och terrorism har även det påverkat säkerhetsmarknaden i positiv riktning.



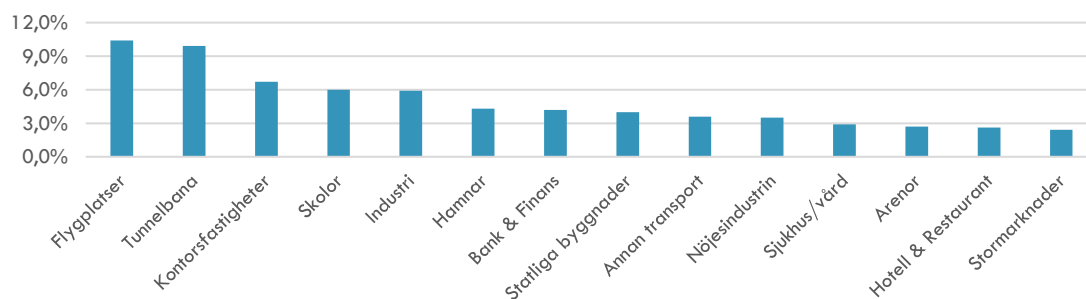
Antal terroristattacker i EU 2016



Källa: Statista, Jarl Securities

Då allt mer teknik byggs in i produkterna, allt från biometriska lösningar till molnbaserade tjänster, leder det till mer avancerade produkter och tjänster. Detta gynnar de större spelarna med större resurser för utveckling. Det pågår även en geografisk förskjutning från Europa till Asien och Americas. Det är spåren av den snabba urbaniseringen och tillväxten i främst Asien där bland annat kollektivtrafiken byggs ut i snabb takt. Som visas i grafen nedan kommer mycket av tillväxten från segment som gynnas av den snabba tillväxten i Asien. Det är där som de flesta nya flygplatser och tunnelbanor byggs. Den allmänna otrygghetsvågen i utvecklade länder adderar även till den totala tillväxten.

Årlig tillväxttakt i % per marknadssegment 2014 - 2020



Källa: IHS World Market 2015, Gunnebo, Jarl Securities

Gunnebos plats på marknaden

Bolaget är fokuserat på ett flertal kundsegment med sina erbjudanden inom tillträdeskontroll. Det segment som har ett mer specifikt erbjudande är flygplatser och kollektivtrafik där bolaget har en särskilt stark position. Med sitt bredare erbjudande inom tillträdeskontroll riktar sig Gunnebo till allt från kontor, offentliga byggnader till högriskanläggningar som till exempel fängelser och kraftverk. Koncernens utbud inkluderar entrégrindar, vändkors och dörrslussar med varierande grad av automatisering. Utöver detta erbjuds även

högsäkerhetsprodukter för yttre områdesskydd som vägblockerare och hydrauliska pollare på vissa marknader.

Konkurrenter inom tillträdeskontroll

Inom tillträdeskontroll finns det en uppsjö av konkurrenter om man tittar på den bredare definitionen av tillträdeskontroll (access control) där allt från tillverkare av lås till tekniskt avancerade tillträdeslösningar finns. Inom det område av tillträdeslösningar som Gunnebo primärt verkar är konkurrensen förstås inte lika stor men det finns en hel del stora och välkända namn på listan. Vi har precis som inom kontanthandling gjort ett urval av de mest intressanta konkurrenterna på marknaden som Gunnebo dagligen mäts emot.

Boon Edam är en av de främsta konkurrenterna inom de områden där Gunnebo har sitt fokus inom tillträdeskontroll. Boon Edam är privatägt av familjen Huber sedan 1940 talet. Givet att bolaget är privatägt är det inte lika öppet för insyn som Gunnebo och flera av deras andra konkurrenter. De är dock en konkurrent med högklassiga produkter som har funnits i branschen länge.

En annan stor spelare i säkerhetsbranschen är förstås **Assa Abloy** som är en global konkurrent inom tillträdeskontroll. Dock har Assa en bredare portfölj av lösningar mer inriktat på olika typer av dörrar för diverse industrier. Den direkta konkurrensen med Gunnebo sker främst via varumärket **Besam**. Eftersom produkterna endast till viss del överlappar Gunnebos produktutbud är den finansiella jämförelsen mest intressant som indikation på rörelsens storlek och vilken typ av lönsamhet denna har. Mest intressant är den starka organiska tillväxten. Det är klart att det finns andra områden inom Assas divisioner som även konkurrerar mer indirekt genom sina låslösningar.



Assa Abloy Entrance Systems

	2015	2016	2017
Omsättning, MSEK	17 957	19 789	21 681
Organisk tillväxt	5,0%	4,0%	7,0%
Rörelsemarginal %	13,6%	12,9%	14,2%

Källa: AssaAbloy

DormaKaba är ett schweiziskt bolag som sedan 2015 är en sammanslagning av Dorma och Kaba. De är verksamma inom tillträdeskontroll med ungefär samma geografiska spridning som Gunnebo. Deras affärsområden delar upp sig främst geografiskt med tillträdeskontroll (Access Solutions) och övriga efter funktion där låssystem (Kaba) är störst. Låsrörelsen är främst härstammat ur det gamla Kaba vilket är mer direkt jämförbart med AssaAbloy än Gunnebo.

DormaKaba har även under de senaste åren varit aktiva inom förvärv och dessa förvärv bidrog under det senaste rapporterade året med 5,4 procent av hela koncernens tillväxt på 9,4 procent. Den organiska tillväxten låg således på goda 4,3

Utöver dessa mer framträdande konkurrenter finns en större mängd andra



konkurrenter representerade. Automatic Systems som omsatte drygt 72 miljoner EUR under 2016 är en konkurrent som är fokuserad på samma segment inom fotgångarkontroll. Det finns även en del företag med kända varumärken som till exempel Schuco som har tillträdeskontroll som en mindre del i sin rörelse men som ändå kan räknas som konkurrenter med tanke på goda ingångar hos större kunder och beslutsfattare som arkitekter och systemintegratorer.

Säkerhetsskåp & Valv (Safe Storage)

Säkerhets-, kassaskåps- och valv-branschen genomgår även den en stor förändring. Det finns både utmaningar och möjligheter för de dominerande bolagen i branschen givet de olika trenderna i marknaden.

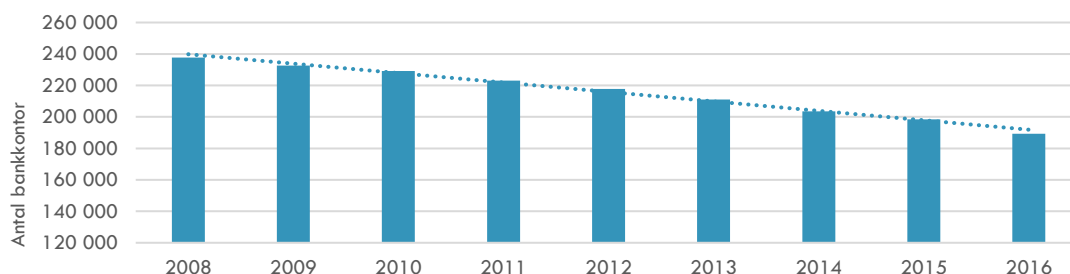
Den globala marknaden för säkerhetsskåp och valv uppskattas till ett värde över 32 miljarder kronor under 2020 och förväntas ha en tillväxttakt globalt på mellan fem till sex procent. I denna produktgrupp ingår säkerhetsskåp, valv, valvdörrar och bankfackssystem. De naturliga och viktigaste kundsegmenten är bank, detaljhandel, kontor, lager, datacenter och offentlig/statlig förvaltning.

En för branschen viktig parameter är säkerhetsklassificeringen där säkerhetsklassade och certifierade skåp står för cirka en tredjedel av den totala världsmarknaden. Det finns inte någon global certifieringsnorm på plats utan i nuläget används regionala normer, de mest kända är UL i USA och EN i Europa och CCC på den viktiga tillväxtmarknaden Kina.

Det är dock främst i det övre marknadssegmentet som säkerhetsklassificeringen gör stor skillnad vid införsäljningen.

Inom det högre segmentet av marknaden där Gunnebo primärt är positionerat har under senare år präglats av minskande investeringar, främst relaterat till banksektorn. Detta drivet av en kombination av faktorer, men främst beroende på ett minskat antal bankkontor i de flesta europeiska länder. Försäljningen av valv samt bankfack har påverkats negativt. Se grafen nedan som visar trenden för antalet bankkontor i EU sedan 2008.

Utvecklingen antalet bankkontor i EU 2008 - 2016



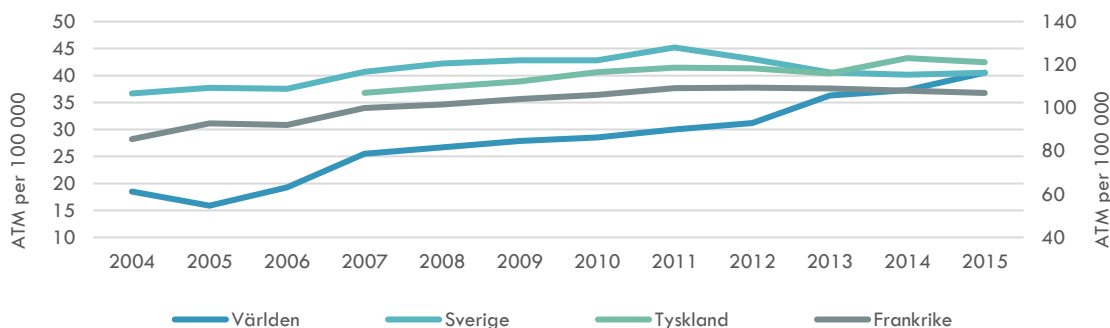
Källa: European Banking Federation, Jarl Securities

En viktig del av den globala säkerhetsmarknaden för skåp är marknaden för uttagsautomater (ATM) då ett säkerhetsskåp är en del av varje maskin. Trenden i de flesta europeiska länder rörande ATM är att banker minskar sina investeringar

samtidigt som andra så kallade IAD (Independent ATM Deployers) ökar sina investeringar.

Som bilden nedan indikerar faller antalet ATM per 100 000 tusen invånare främst i mogna västerländska länder, det är nog visserligen delvis en fråga om ett ökat antal invånare mer än att många försvinner. I västvärlden blir maskinerna istället mer avancerade. Samtidigt har bankomater en livslängd på cirka sju år, så här finns även en återkommande marknad.

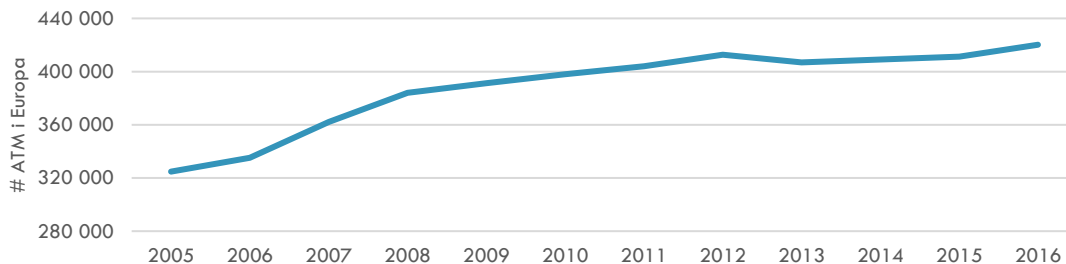
ATM (Bankomater) per 100 000 invånare 2004 – 2015



Källa: World Bank, Jarl Securities

Efter att antalet maskiner fallit från 2012 som en effekt av minskat antal bankkontor, ökar återigen antalet i Europa. Se graf nedan:

Antal uttagsautomater (ATM) i Europa 2006 - 2016



Källa: European Association for Secure Transactions, Jarl Securities

Den årliga globala tillväxttakten vad gäller uttagsautomater uppskattas till cirka sex procent, varav den största tillväxten kommer från Asien och Americas. Den installerade basen uppskattas ha uppgått till 3,2 miljoner enheter 2014 och enligt World Bank förväntas antalet växa till 3,5 miljoner enheter till 2020. Förutom att den generella urbaniseringen driver tillväxten har även nya typer av mer avancerade automater introducerats som kan göra diverse olika transaktioner och där även återanvändning av kontanter ingår. Denna nya trend att mer kan göras automatiskt

är något som bankerna självklart gillar då de hela tiden eftersträvar en ökad effektivitet och gör att de kommer ersätta gamla maskiner i god takt.

Som vi har diskuterat tidigare pågår det en större förändring i marknaden, vilket vi illustrerar i bilden till höger. Många nya aktörer kommer in och vill ta del av tillväxten i medel – låg säkerhetssegmentet. Ytterligare en faktor som positivt påverkar tillväxten i medel segmentet är nya regler och lagar som tvingar fram säkrare hantering av bland annat läkemedel. Där till exempel apotek i några länder har behövt öka sin säkerhetsnivå betydligt.

Denna trend mot ökad säkerhet har redan varit tydlig i detaljhandeln där antalet rån av dyra produkter har ökat markant i takt med att kontanter har blivit mer svåråtkomligt. Kan man inte komma åt kontanter går man på det näst bästa, nämligen produkter som är lätt att sälja vidare.

Den stora tillväxten förväntas komma från utvecklingsländer, där man oftast börjar med den lägsta klassen av säkerhetsprodukter och utvecklas uppåt i pyramiden ju mer förmöget samhället blir.

Gunnebos plats på marknaden

Det finns egentligen väldigt få bolag som kan mäta sig med Gunnebos bredd inom skåp och valv. Särskilt inom säkerhetsklassade produkter är bolaget extremt starkt. En stor del av detta härstammar från de starka varumärken som de har i sin portfölj.

Sedan det moderna Gunnebo grundades 1995 har bolaget haft starka varumärken i sin portfölj. Rosengren som förvärvades 1994 var först ut och följdes i snabb takt av varumärkena **Fichet-Bauche** (1999) och **Chubb** (2000). Båda dessa bolag har en lång och gedigen historia bakom sig. Med förvärvet av Chubb kom också det starka indiska varumärket Steelage.

Fichet-Bauche ingick i avyttringen av verksamheten i Frankrike, Belgien och Luxemburg, så det är numera utanför Koncernens portfölj.

Chubb grundades i England 1818 och var kända för sina säkerhetsskåp för banker och sinnrika låssystem. Chubb som varumärke är väldigt starkt och många i den anglosaxiska världen förknippar kassaskåp med just Chubb. Bolaget är starkt över hela världen men i synnerhet i Storbritannien, Nordeuropa och Sydostasien. Steelage grundades i Indien 1932 och är ett starkt varumärke bland landets banker och juvelerare. Under de senare åren har varumärket även börjat säljas i Mellanöstern och delar av Afrika.

Sedan 2012 finns även det amerikanska bolaget **Hamilton Safe** med i varumärkesportföljen. Bolaget som grundades 1967 har ett väldigt bra rykte i sitt hemland och är leverantör till bland annat den amerikanska militären men täcker upp de flesta sektorer med behov av säkerhetsprodukter.

Gunnebo har alltså starka varumärken i sin portfölj. Utmaningen är att utnyttja denna styrka samtidigt som bolaget fortsätter att vara innovativa nu när den tekniska utvecklingen går framåt i rasande fart. Bolaget uppskattar sin globala världsmarknadsandel till cirka 7 procent och ungefär en fjärdedel av den europeiska marknaden för certifierade säkerhetsskåp.



Chubbsafes

HAMILTON SAFE®



KASO®

 **ROSENGRENS**
We stand by you



Konkurrenter inom säkerhetsskåp & valv

Det finns fåtal globala konkurrenter till Gunnebo inom skåp och valv och bolaget innehar själva några av de starkaste globala varumärkena i detta segment. Precis som inom många segment i säkerhetsbranschen finns det en uppsjö av lokala konkurrenter och även om de inte alltid är direkta konkurrenter finns dom ändå i konkurrensbilden för globala jättar som Gunnebo på det lokala planet.

Det finns ändå några globala konkurrenter värda att nämna, som det Kinesiska **AIPU** som inte har varit i branschen så länge om man jämför med Gunnebos varumärken. **AIPU** startades 1995 och har växt kraftigt och är sedan 2005 den största leverantören i Kina. Bolaget exporterar dessutom över hela världen.

Andra noterbara tillverkare är det Finska **Kaso Safes** med över 100 år i branschen och **Diebold** som vi tidigare berört i kontanthanteringsdelen i denna analys. Det svenska **Robur Safe** är en högkvalitativ konkurrent även om de med en omsättning på cirka 120 miljoner är avsevärt mindre har de en rörelsemarginal på cirka 8,5 procent.

Integrerad Säkerhet

Marknaden för elektronisk och integrerad säkerhet (Integrated Security) är stor och varierad och som begrepp spänner det över många delar. I stort sett kan de sammanfattas som produkter för övervakning av fysiska miljöer, passagekontroll och brandlarm. Utöver detta omfattas även installation, övervakning och underhåll av dessa system. Marknaden består av många delar och är väldigt fragmenterad. Precis som inom tillträdeskontroll drivs marknaden till stor del av det växande hotet från terrorism, som leder till en ökad efterfrågan på säkerhet från både kommersiella fastigheter och offentlig verksamhet.

Tillväxten för både elektronisk och integrerad säkerhet förväntas vara stark även framöver, detta drivs både av den ökande hotbilden men även av stora tekniska framsteg, där skiftet från traditionell CCTV till skalbar IP-videoövervakning är en av de mer intressanta. Den största marknaden i värde är Nordamerika med Europa som tvåa. Den största tillväxten förväntas dock komma från Asien under de närmaste åren med kina som främsta tillväxtmotor. Den globala världsmarknaden för elektronisk säkerhet beräknas vara värd över 480 miljarder kronor 2022 med en årlig tillväxttakt på mellan fem procent i Europa och sju procent globalt. EMEA utgör cirka 40 procent av den marknaden.

Gunnebos plats på marknaden

Med en hög grad av fragmentering är Gunnebos totala världsmarknadsandel relativt låg. I vissa specifika kundsegment inom olika geografiska områden har bolaget en betydande andel även om bolaget nu har gjort en omfokusering mot den mer lokala integratörsmarknaden. I den rörelse som nu är under avyttring var bolaget en stor aktör mot franska banker och centralbanker i Nordafrika.

Konkurrenter inom integrerad säkerhet

Elektronisk/integrerad säkerhet är som tidigare nämnts en väldigt fragmenterad affär. Det finns en uppsjö av mindre lokala konkurrenter samt några få stora spelare.



Honeywell

tyco

Till gruppen större aktörer hör **Honeywell** som är ett gigantiskt konglomerat verksam inom många områden och har även ett fokus mot säkerhetslösningar. De arbetar brett och konkurrerar inom många områden inom elektronisk säkerhet. De är representerade inom i stort sett alla områden inom elektronisk säkerhet, men där vi ser dom som särskilt starka är inom integrerade lösningar.

TYCO International är ytterligare en jätte i branschen med verksamhet inom många grenar av säkerhet. Efter sammanslagningen med **Johnson Controls** är det gradvis detta namn som kommer användas som varumärke framöver. De är verksamma med sina säkerhetslösningar mot de flesta sektorer, bland annat detaljhandel, bank & finans och kommersiella fastigheter. De levererar lösningar inom de flesta segment inom säkerhet, värt att nämna är integrerade lösningar, tillträdeskontroll, videoövervakning samt övervakningstjänster. Tyco/Johnson Controls omsatte drygt 30 miljarder dollar under 2016.

Gunnebos affärsområden

Enligt ny rapporterad struktur

Gunnebo har gjort en strategisk översyn och har beslutat att fokusera affären kring de tre affärsenheterna vilket numera överensstämmer med hur bolaget rapporterar sedan det andra kvartalet 2018.

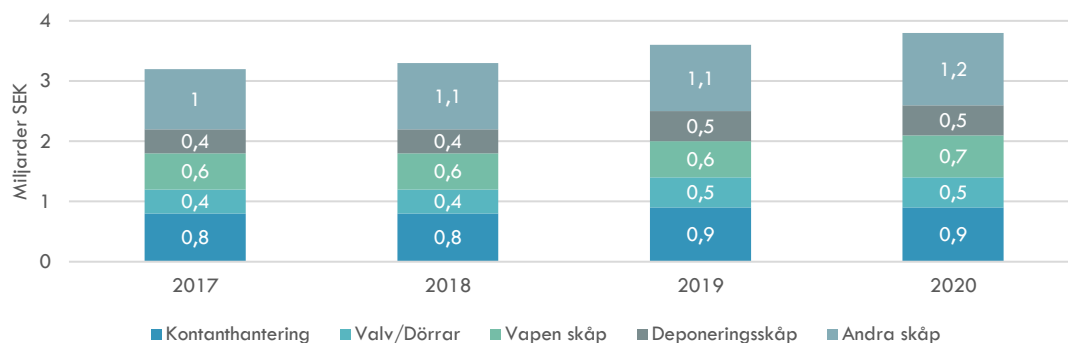
Säkerhetsskåp & Valv (Safe Storage)

Safe Storage är för Gunnebo det klart största affärsområdet och representerar drygt 36 procent av koncernens omsättning för de första nio månaderna 2018. Sett till omsättning är affärsområdet det största i Gunnebo, däremot är marginalerna över tid en av de lägsta bland affärsområdena. Bolaget är baserat på historiken stark i Europa genom de starka varumärken som bolaget har i både Frankrike och Storbritannien.

Gunnebo har tillverkning i fem fabriker utspridda globalt. Dessa fabriker sysselsätter drygt 1700 anställda.

Bolaget har en bred portfölj av produkter inom säkerhetsskåp och har starka varumärken i sektorn. Den traditionella köparen i form av banker för denna typ av produkter är på tillbakagång. Därför har det krävt ett större fokus på andra tillväxtområden inom sektorn. Tillväxten förväntas nu komma från andra källor där den offentliga sektorn är representerad genom sjukhus, skolor och andra högriskområden. Den allt mer digitala världen behöver skyddas även fysiskt samt förstås inom apotek och läkemedel där allt högre värden finns. Sektorn som helhet förväntas växa med 6 procent per år till 2022.

Världsmarknaden per produktgrupp 2017 – 2020p

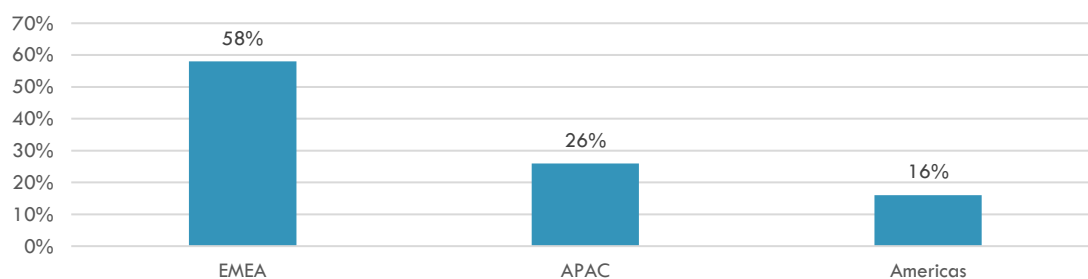


Källa: Gunnebo CMD, Jarl Securities

Som synes av grafen ovan är kontanthantering en viktig parameter då den är relativt stor och då det dessutom finns synergier med affärsområdet kontanthantering är det en viktig del. Det är främst tillväxten inom ATM (uttagsautomater) som är intressant genom ersättningsinvesteringar men även nyinstallationer.

I likhet med de andra affärsområdena är bolaget främst starkt i EMEA (Europa, Mellanöstern och Afrika) men uppvisar tillväxt också på de andra viktiga geografiska marknaderna.

Safe Storage försäljning per region 9 mån 2018



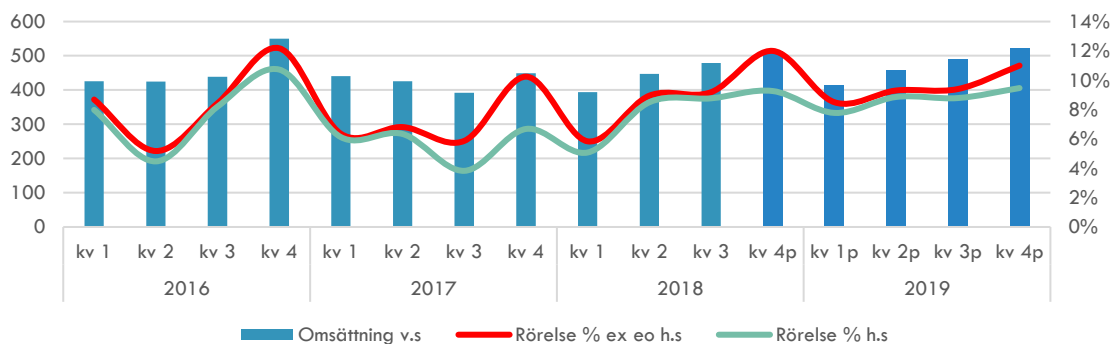
Källa: Gunnebo kv3 rapport, Jarl Securities

Omsättningstillväxten var stark under det tredje kvartalet 2018 med 15 procentig ökning, drivet av en stark utveckling för säkerhetsskåp till uttagsautomater och en generell god utveckling i USA. Resultatutvecklingen under det tredje kvartalet 2018 var stark och EBITA - marginalen utvecklades positivt till 9,2 procent jämfört med 5,9 procent för samma period föregående år. Det starka resultatet berodde på en positiv produktmix samt en god utveckling i USA.

Som illustreras i grafen nedan fluktuerar omsättning och rörelseresultat starkt under året, vilket vi även räknar med kommer att fortsätta i våra prognoser. Under

ett typiskt år är de tredje och fjärde kvartalen starkast både rörande omsättning och rörelseresultat vilket är naturligt givet hur affären är upplagd.

Safe Storage – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex Eo% (kvartalsdata) 2016 – 2019P



Källa: Gunnebo (utfall) och Jarl Securities (prognos)

Kontanthering - (Cash Management)

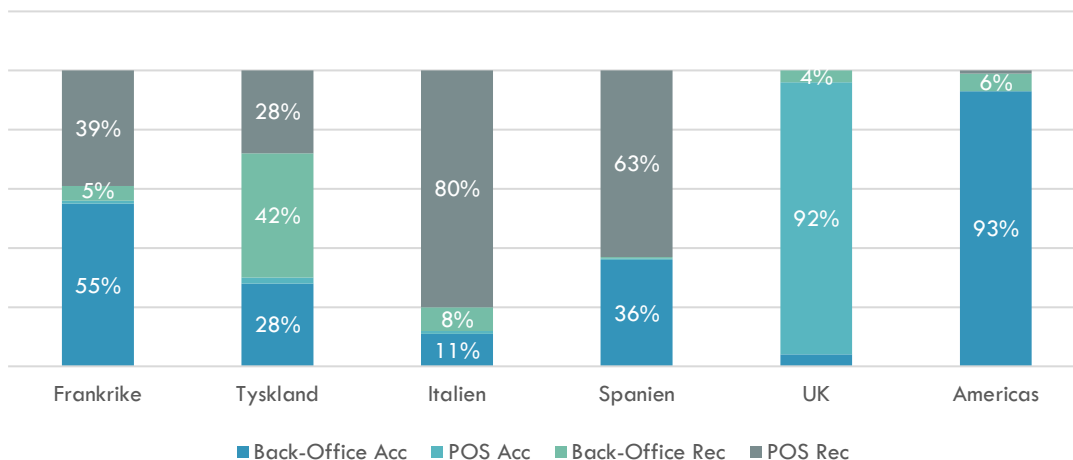
Kontanthering representerar drygt 21 procent av koncernens försäljning under de senaste nio månaderna. Kontanthering för Gunnebo innebär lösningar som minskar kostnader för handelns hantering av kontanter. Dessutom är både banker och värdepappersföretag kunder då bolagets lösningar förbättrar effektiviteten och breddar deras erbjudande. Lösningarna består av mjukvara, hårdvara och tjänster.

Globalt finns det cirka 50 000 Gunnebo smart safe solutions installerade varav cirka 15 000 är uppkopplade till CashControl mjukvara. Det som driver marknaden för kontanter är förstas skydd mot stöld och bedrägerier men även andra delar som optimering av processer både rörande anställda men även kassaflöde hos kunden. Även om vi ser ett minskande användande av kontanter i olika delar av världen är volymerna fortfarande växande globalt sett. Detta behöver hanteras och de trender som nu finns i marknaden pekar mot att det gäller att förbättra kundupplevelsen samt möjlighet att kunna integrera olika betalningssystem. Den allt mer uppkopplade världen och teknologiska framsteg ställer också stora krav på lösningar från kontanterhanteringsleverantörer som Gunnebo.

Tillverkning av bolagets produkter sker i främst i Spanien och sysselsätter ungefär 100 anställda på heltid.

Majoriteten av bolagets försäljning sker inom EMEA, vilket ter sig naturligt givet bolagets ursprung och varumärken. Trots en ökande bild av ett allt mer kontantlöst samhälle växer kontanterhantering i världen. Bolagets marknader är indelat i de två segmenten Bank och Detaljhandel. Det finns olika vägar till dessa kunder, dels genom direktförsäljning samt genom kontanterhanteringsbolagen (CIT) och genom olika partners. I detaljhandeln kan även banken vara en väg in till kunderna.

Olika förutsättningar på marknaderna



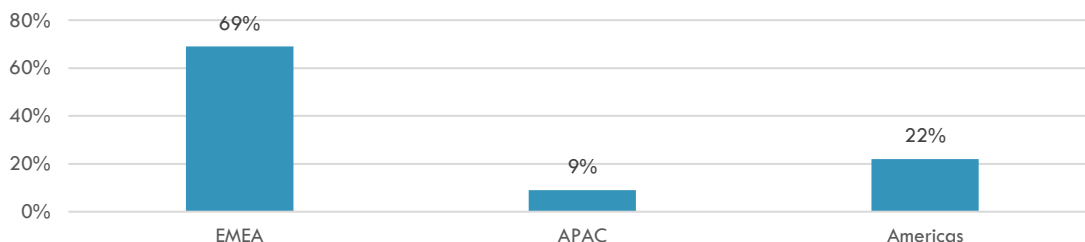
Källa: Gunnebo CMD, Jarl Securitas

De flesta marknader skiljer sig markant från varandra i form av vilka produkter som efterfrågas. (se graf ovan) Ofta har det med tradition och historik att göra där t.ex. USA har den största installerade basen med över 90 procent är så kallade Back-office acceptors (deponering av kontanter på kontoret). Det gör försäljningsinsatserna radikalt annorlunda mot t.ex. Storbritannien där över 90 procent utgörs av POS -acceptors (kassahanterings maskiner som förvarar kontanter).

Gunnebohar en stor mängd kända bolag som kunder inom både bank och detaljhandel och samarbetar tätt med de kända CIT leverantörerna som t.ex. Loomis.

Precis som för Safe Storage så är den geografiska mixen tungt övervägande mot EMEA vilket är naturligt med den långa historiken Gunnebo har i Europa. Tillväxten i denna marknad förväntas ligga runt 5 procent årligen.

Cash Management försäljning per region 9 mån 2018



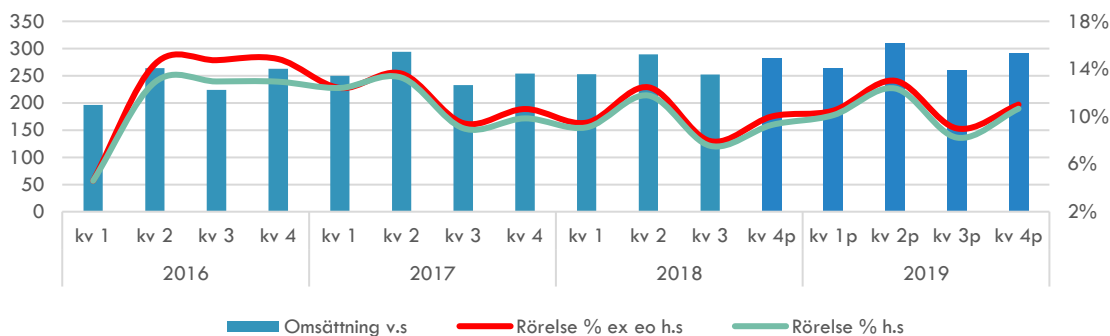
Källa: Gunnebo kv 3 rapport, Jarl Securities

Tillväxten inom kontanthantering drivs till viss del av att tyngdpunkten i marknads-

segmentet håller på att förändras från ett tidigare tydligt bankfokus mot att CIT och detaljhandeln tar ett större ansvar för hanteringen. Detta förändrar marknaden på många sätt där både CIT och detaljhandeln behöver förbättra sina processer för att möta kraven på säkerhet och kvalitet både för sina anställda men även sina respektive kundgrupper. Det ökade fokuset på smartare lösningar och ställer större krav på mjukvaran i produkterna där Gunnebo har både applikations- och övervakningsprogramvara. Här berörs detaljhandeln främst av applikations- och övervakningsprogramvara som är molnbaserad. Det ger bland annat finansiell information till CIT och Banker men även detaljhandlarna.

Utvecklingen för affärsområdet fluktuerar med stark försäljning och resultat under det andra och fjärde kvartalet. Rörelsemarginalen (EBITA) rör sig i ett spann mellan 7,5 till drygt 13 procent över kvartalet.

Cash Management – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex Eo% (kvartalsdata) 2016 – 2019P



Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser)

Under nio månadersperioden fram till den sista september 2018 har försäljningstillväxten varit svagare än föregående år. Tillväxten för det tredje kvartalet blev 2 procent att jämföra med en 6 procentig tillväxt för samma period 2017. Försäljningstillväxten var positiv på de flesta marknader under kvartalet, där Europa fortsatt att utvecklas väl. Asia-Pacific fortsätter också att visa tillväxt även om det fortfarande bara representerar en liten del av affärsområdets totala omsättning. Försäljningen i USA utvecklades svagt främst beroende på försenade investeringar i bankprojekt.

Marginalutvecklingen var även den svag jämfört med samma period föregående år. Utfallet blev 7,9 procent rörelsemarginal jämfört med 9,4 procent vilket är en klar försämring. Försvagningen kan främst hänföras till den svagare utvecklingen i USA under perioden.

Tillträdeskontroll – (Entrance Control)

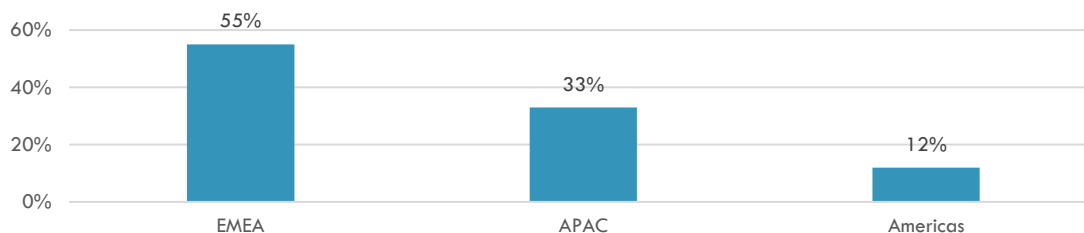
Tillträdeskontroll representerar drygt 21 procent av koncernens försäljning under de senaste 9 månaderna 2018. Affärsområdet fokuserar sin verksamhet på att skydda människor, tillgångar och byggnader från obehörigt tillträde genom lösningar för passerkontroll och detektering. Bolaget har ett bra produkt-erbjudande och har en stark ställning med ungefär 13 procent marknadsandel

globalt. Den installerade basen är över 70 000 olika typer av grindar som används av över 90 miljoner passerande per dag.

Försäljningen sker både direkt mot kund men även indirekt genom system-integratörer och olika partners. Försäljningen sker till många kundsegment, däribland banker, flygplatser, kontorsbyggnader, myndigheter och andra offentliga byggnader. Där företaget har varit särskilt lyckosam efter en fokuserad satsning under flera år är flygplatsmarknaden där senast en order från Sydkorea har presenterats. Bolaget är närvarande på marknaden med sina produkter som inkluderar bland annat snabbslussar, vändkors, dörrslussar samt fönster och dörrar som ger skydd mot fysiska angrepp.

Tillverkningen sker i nuläget på två platser, i Italien och i Kina. Dessa sysselsätter drygt 130 anställda. Som vi tidigare diskuterat i rapporten drivs tillväxten av bland annat växande städer och ökande osäkerhet vilket leder till växande investeringar i både infrastruktur och effektivitetshöjande åtgärder. Bolagets största marknader ligger i EMEA medan den största tillväxtpotentialen finns i Asien med en ökande urbanisering.

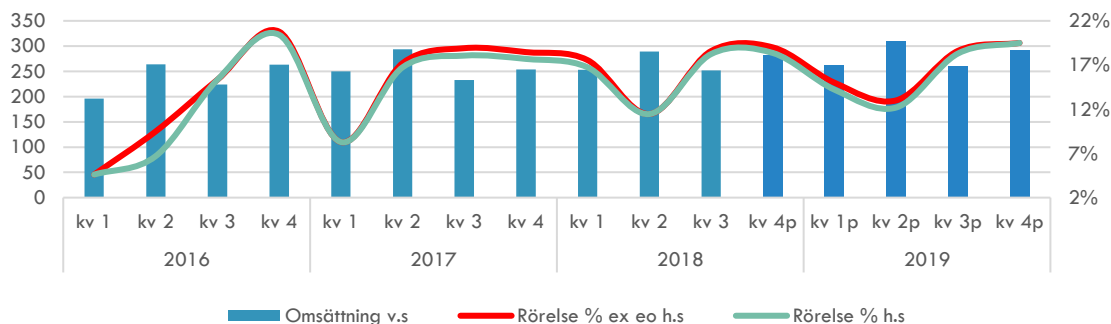
Entrance Control försäljning per region 9 mån 2018



Källa: Gunnebo kv 3 rapport, Jarl Securities

Under det tredje kvartalet 2018 fortsatte affärsområdet att leverera en stark tillväxt, på 17 procent mot föregående år. Det är imponerande givet att bolaget under samma kvartal 2017 år växte med hela 21 procent. De främsta orsakerna är en fortsatt god tillväxt i det största området Europa med leveranser till både flygplatser och kollektivtrafik samt en stark utveckling i Asien. Även i Asien är det till stor del kollektivtrafik som driver försäljningsutvecklingen, men där även högriskanläggningar uppvisade en god utveckling. Marginalerna var något lägre än motsvarande period föregående år och kom in på 18,6 (18,9) procent för det tredje kvartalet 2018. Den goda försäljnings-utvecklingen gjorde att det faktiska resultatet blev klart bättre än det tredje kvartalet 2017.

Entrance Control – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex Eo% (kvartalsdata) 2016 – 2019P



Källa: Gunnebo Kv3 (utfall), Jarl Securities (prognoser)

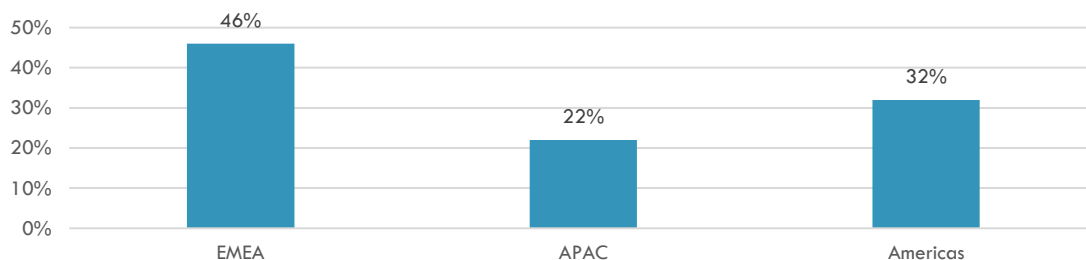
För nio månadersperioden är utvecklingen fortsatt positiv med en stark tillväxt och högre marginaler. Affärsområdet fortsätter att vara den klart lysande stjärnan i gruppen. Det visar hur en fokuserad organisation kan leverera i en tuff konkurrenssituation givet att rätt förutsättningar ges.

Integrated Security

Integrated Security är det område som har förändras mest efter beslutet att Gunnebo ska fokusera mer på de andra verksamheterna i gruppen. Försäljningen av verksamheterna i Frankrike, Belgien och Luxemburg är ett steg i att ta ett kliv bort från systemintegration inom sektorer där strukturella problem tynger utvecklingen. Affärsområdet kommer nu att främst fokusera på integration inom elektronisk säkert, säkerhetsdörrar och skiljeväggar som ger skydd mot fysiskt angrepp samt varularm för stöldskydd och brandskydd.

Största delen av omsättningen kommer från EMEA men här har även Americas en större andel än hur det ser ut inom de andra affärsområdena i koncernen.

Integrated Security försäljning per region 9 mån 2018



Källa: Gunnebo kv3, Jarl Securities

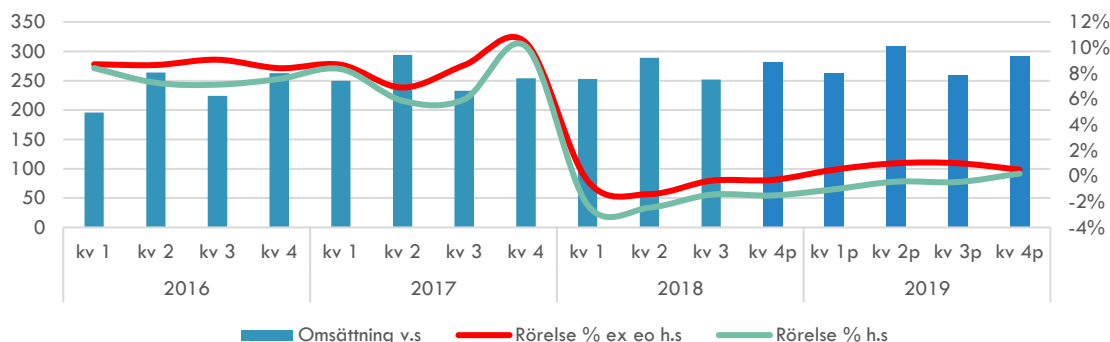
I motsats till de andra affärsområdena är Gunnebo inom detta affärsområde en liten spelare. Visserligen inriktar sig bolaget mot en avsevärt mindre del av marknaden än tidigare men konkurrerar ändå mot nästan samma bolag som

tidigare även om fokus nu är mer lokalt. Överflyttningen av varularm, säkerhetsdörrar och skiljeväggar från tillträdeskontroll till detta affärsområde är antagligen bra då dessa områden får större chans att växa på egen hand. Tillväxten för marknaden bedöms enligt bolaget ligga runt 3 procent per år.

I den tidigare strukturen var den franska delen ett stort sorgebarn som inte levererade varken tillväxt eller tillfredställande resultat. Så att Gunnebo har bestämt sig att avyttra denna del är enbart positivt även om det på kort sikt kan hämma kvarvarande rörelse inom det nya affärsområdet Integrated Security.

Tillväxten för de senaste nio månaderna 2018 är kraftig negativ och rörelseresultatet är också negativt. En del av tappet i tillväxt kan hänföras till en stor order av brandsäkerhetsutrustning till Sydostasien under 2017.

Integrated Security – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex Eo% (kvartalsdata) 2016 – 2019P



Källa: Gunnebo kv3 (utfall), Jarl Securities.

Under det tredje kvartalet 2018 uppvisades en blandad bild där Europa generellt visade på en svag utveckling. Bättre försäljning i Australien och Indien kompenserade inte bortfallet från brandsäkerhetsprojektet från föregående år. Detta påverkade även resultatutfallet som blev fortsatt svagt för det tredje kvartalet i rad. Dock blev marginalen något bättre än för det andra kvartalet 2018. Givet att de andra affärsområdena levererar rörelsemarginaler (EBITA) på mellan 7 och 20 procent beroende på kvartal kommer det att ge en stor förändring för hela företagets lönsamhet när och om lönsamheten kommer upp till en rimlig nivå. Risken finns att för stort fokus nu ligger på de tre andra affärsområdena och att inte tillräckliga ledningsresurser tilldelas för att få upp lönsamheten här. Ledningen är förstås medvetna om problemet, Frågan är om det kan lösas relativt snabbt eller inte.

Prognoser & Värdering

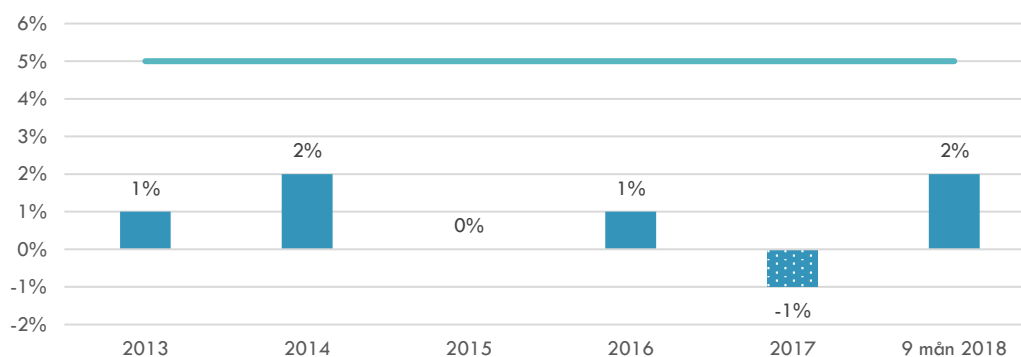
Prognoser – bättre på sikt

Ledningen har under 2018 tagit ett större grepp för att få upp både tillväxt och lönsamhet inom koncernen. I och med detta har fokus ändrats från landbaserat till affärsområdesbaserat. Bolaget har nu rapporterat enligt det nya förfarandet de

senaste två kvartalen. Utvecklingen under kvartalen innan dess präglades av svåra strukturella problem främst hänförligt till problem i Frankrike. Under året kommer även den del som främst har orsakat problemen inom Gunnebo att avyttras för att kunna få bolaget upp på tillväxts- och lönsamhetsspåret. Avyttringen förväntas genomföras under det fjärde kvartalet.

Ser vi tillbaka under ett par år har tillväxten varit minst sagt skral. En organisk tillväxt för hela koncernen mellan noll och två procent per år är inte tillräckligt och var långt ifrån bolagets egna mål om en årlig organisk tillväxt om fem procent. I flera av marknaderna för bolagets produkter är den underliggande tillväxten fortfarande god och med tanke på bolagets position borde den organiska tillväxten kunna vara avsevärt högre över tid. Nu har bolaget lanserat ett nytt tillväxtmål på 5 procent som täcker tillväxt inkluderat eventuella förvärv.

Organiska tillväxten jämfört med det tidigare målet om 5% organisk tillväxt – Nytt mål 5 % tillväxt ink förvärv

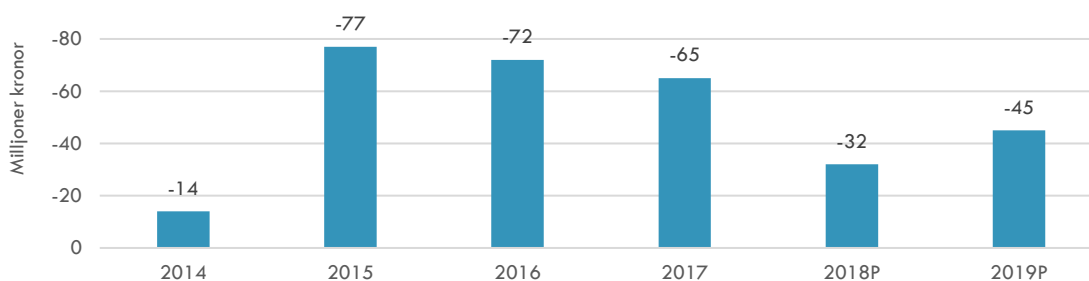


2017 justerat för avyttring

Källa: Gunnebo (utfall) och Jarl Securities

Lönsamheten har långsamt förbättrats de senaste åren fram till 2017 då ett bakslag i utvecklingen skedde. Detta föranledde den stora förändring som bolaget initierat sedan dess.

EO poster 2014 – 2019P



Källa: Gunnebo och Jarl Securities

Totalt sett förväntar vi oss inte några fantastiska tillväxttal framöver främst baserat på koncernens historik. Det behövs några kvartal i rad med tillväxt i närheten av företagets mål för att ändra vår något försiktiga syn på tillväxten. Samtidigt finns det en potential att växa bättre än marknaden för de olika affärsområdena, vilket syntes i den senaste kvartalsrapporten. Historiken av EO poster som illustreras av grafen ovan är inte en positiv läsning. Vi tror dock att EO-posterna kommer att minska på sikt även om vi fortfarande förväntar oss en nivå strax över 40 miljoner kronor för 2019.

Resultaträkning (utfall och prognos) för Gunnebo 2016 - 2020P

mnkr	2016	2017	2018P*	2019P	2020P
Omsättning	6 088	5 991	5 151	5 299	5 453
Safe Storage	3 907	3 831	1 836	1 863	1 900
Cash Management	1 129	1 091	1 076	1 121	1 154
Entrance Control	1 052	1 069	1 083	1 174	1 268
Integrated Security	1 288	1 228	1 156	1 142	1 130
EBITA (just)	379	375	351	396	418
Rörelseresultat (EBIT rapp)	366	304	292	329	351
Finansnetto	-53	-57	-46	-44	-50
Resultat före skatt	313	247	246	286	300
Skatt	-104	-87	-82	-95	-100
Resultat efter skatt	209	160	164	191	201
Resultat efter skatt (justerat)	209	225	196	236	262
Vinst/aktie (ej justerat)	2,74	2,08	2,13	2,48	2,60

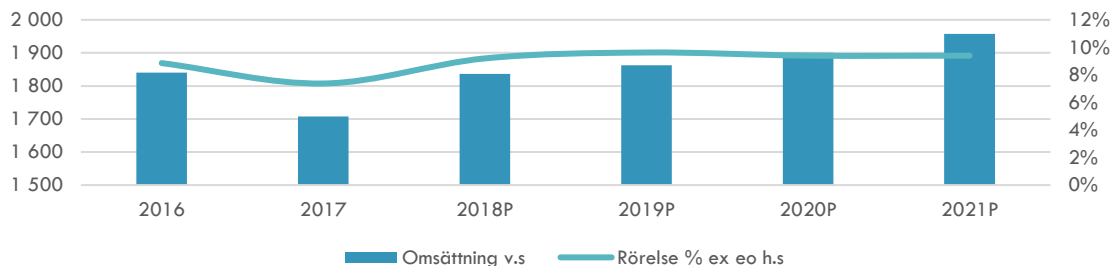
Källa: Gunnebo och Jarl Securities – I siffrorna för 2016 – 2017 är inkluderat den under 2018 avyttrade verksamheten i bla Frankrike. * Prognoser på kvarvarande verksamhet.

Vår förväntan för Gunnebo-koncernen framgår i tabellen ovan. Vi tror att resultatet kommer att förbättras med det ökade fokus på affärsområdena som bolaget har initierat. Försäljningen av verksamheterna i särskilt i Frankrike är positiv då vi anser att detta område har haft en negativ påverkan på hela rörelsen. Dock kan det ta tid att få fart på tillväxt och lönsamhet och få hela företaget att gå framåt. Bolaget har även lanserat ett nytt mål för lönsamheten. Tidigare var målet en EBIT marginal på 7 procent. Det nya målet är uppsatt som en EBITA marginal över 10 procent. Givet att flera affärsområden ligger över detta mål finns det möjligheter att nå målet. Detta även om det riskerar att ta tid, där nyckeln är utvecklingen inom Integrated Security.

Förväntningar på affärsområdena

Med ett ökat fokus på varje affärsområde kommer det att påverka både tillväxt och marginaler positivt. I våra prognoser för Safe Storage har vi lagt in en liten förbättring för marginalerna men räknar med en bättre tillväxt över tid.

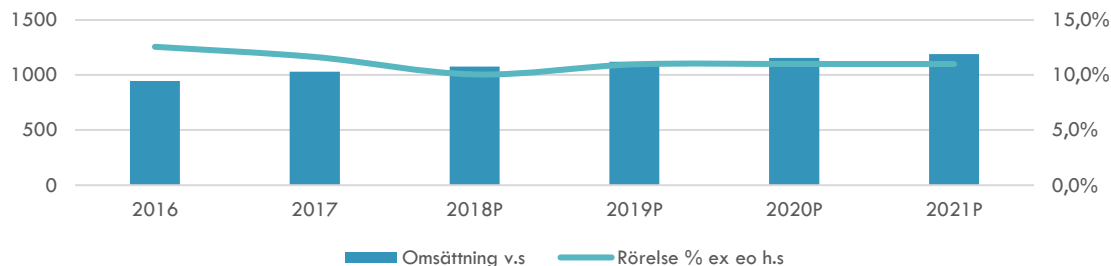
Safe Storage – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex Eo % 2016 – 2021P



Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser)

Vi räknar med att Safe Storage kommer att växa med drygt 1,5 procent under 2019 och med mellan 2,5 och 3 procent för 2020 och 2021. Marginalen (EBITA just) väntas öka till 9,6 % för 2019 för att falla tillbaka något under 2020 och 2021.

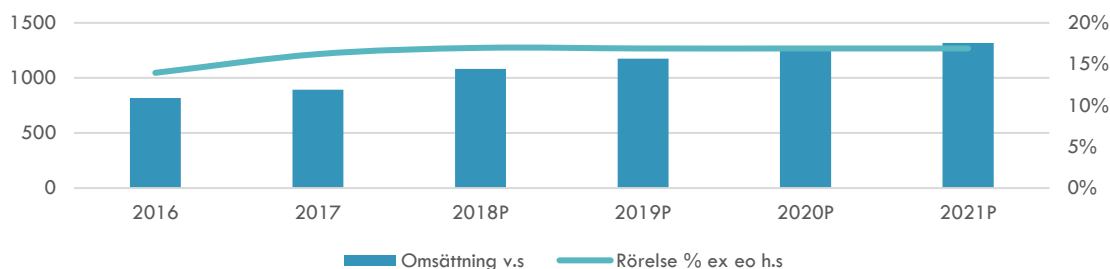
Cash Management – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex Eo % 2016 – 2021P



Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser)

För Cash Management förväntar vi oss en relativt odramatisk utveckling där tillväxten för 2019 blir 4,2 procent samt 3,0 procent för de följande två åren 2020 och 2021. Marginalerna (EBITA just.) väntas förbättras från 10,1 procent för 2018 till 11 procent för 2019 - 2021.

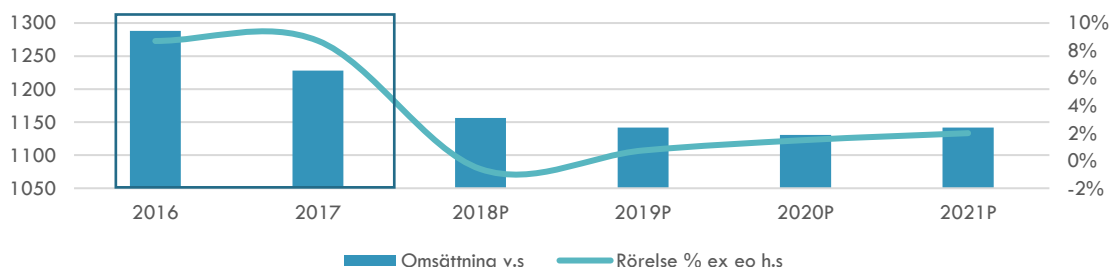
Entrance Control – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex Eo % 2016 – 2021P



Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser)

Entrance Control är den klart mest lysande stjärnan i koncernen. Entrance Control är det affärsområde som tidigare har haft mest frihet att anpassa sin rörelse efter hur marknaden ser ut och inte efter det egna företagets struktur. Detta är en av de faktorer som talar för att omstruktureringen kommer att bli positiv för samtliga affärsområden framöver om de kan ha samma utveckling som Entrance Control. Vi förväntar oss en fortsatt positiv utveckling avseende r tillväxten för detta affärsområde. Dock förväntar vi oss endast små förbättringar av marginalerna de närmaste åren då vi tror att marginalerna redan befinner sig på topp.

Integrated Security – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex Eo % 2016 – 2021P



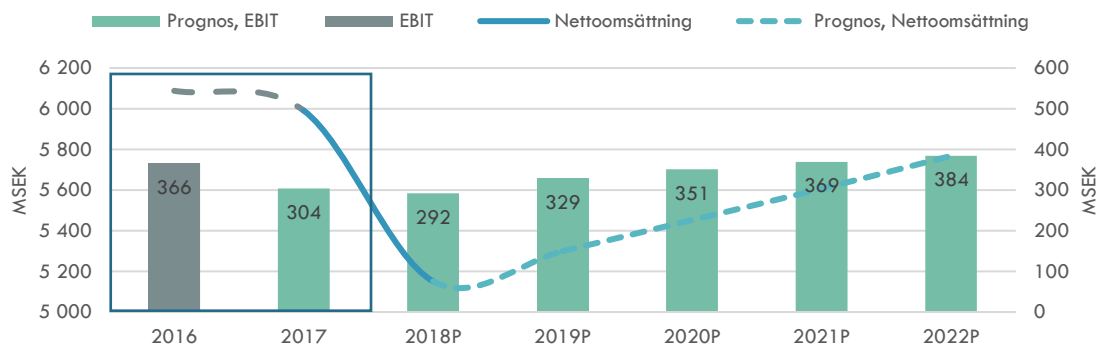
Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser) | siffrorna för 2016 – 2017 ingår den under 2018 avyttrade verksamheten

Integrated Security (före detta Electronic Security) har förändrats mest av alla affärsområden i och med avyttringarna av rörelser i bland annat Frankrike. Affärsområdet är en blandning av olika rörelser med marginella synergier med andra delar av koncernen. Det är i stort sett lokala rörelser inom integration. Denna marknad, inklusive elektronisk säkerhet är enorm och Gunnebo är en liten spelare här. Vi har låga förväntningar på en större förändring även om vi tror på en förbättring av marginalerna fram till 2021 till 2 procent. Tillväxte förväntas minska något då vi tror att marginalutvecklingen är viktigare för företaget än att driva tillväxten. Kan detta affärsområde förbättras från sina låga nivåer kan det bli den faktor som får fart på tillväxt och resultatutveckling för hela koncernen.

För Gunnebo som helhet förväntar vi oss en utveckling som illustreras av grafen

nedan där vi ser en gradvis återhämtning efter ett svagt 2017 och 2018.

Prognos för Gunnebo 2016 – 2022P



Avyttrad rörelse 2018

Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser). För 2016 – 2017 ingår den under 2018 avyttrade verksamheten. Prognoser för 2018 – 2022 är kvarvarande rörelse.

Värdering

I vår värderingsansats har vi använt oss av två värderingsmetoder, dels diskonterade prognostiserade kassaflöden (DCF) utifrån ett antaget basscenario, dels en relativvärdering. Utöver detta har vi gjort ett positivt (Bull) och ett negativt (Bear) scenario. Nedan redovisar våra antaganden i vår base-case DCF värdering.

DCF

I vår kassaflödesmodell för basscenariot har vi använt oss av en diskonteringsränta (WACC) på 7,3 procent och en långsiktig tillväxt på 1,5 procent. Detta kan te sig aningen lågt, men givet att den organiska tillväxten för koncernen både historiskt och på lång sikt är låg ser vi det inte som orimligt med en låg långsiktig tillväxt i modellen tills annat påvisats. Med dessa antaganden beräknar vi ett motiverat värde på 2,2 miljarder kronor vilket ger ett aktievärde på 29,4 kronor per aktie.

DCF-värdering

	mnkr	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TV
Omsättning		5151	5299	5453	5606	5768	5921	6079	6242	6409	6507
Rörelseresultat		292	329	351	369	384	395	414	429	444	421
Rörelsemarginal %		5,7%	6,2%	6,4%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%	6,5%
Fria Kassaflöden (FCF)		109	163	191	208	220	229	245	251	264	245
Nuvärde kassaflöde		1 129									
Nuvärde, restvärde		2 427									
Rörelsevärde		3 556									
Nettoskuld		-1 294									
Summa värde eget kapital		2 262									
Antal aktier (miljoner)		77									
Motiverat pris per aktie		29,4									

Källa: Jarl Securities

Se nedan känslighetsanalysen vid förändring av diskonteringsräntan (y-axeln) och det långsiktiga tillväxtantagandet (x-axeln) i DCF modellen.

Känslighetsanalys

	0,5%	1,5%	2,5%
5,3%	43	56	77
6,3%	32	40	51
7,3%	25	30	37
8,3%	19	22	27
9,3%	15	17	20

Källa: Jarl Securities

En förändring i rätt riktning på Gunnebos långsiktiga mål om fem procent tillväxt (tidigare organisk tillväxt) skulle kunna sätta igång en riktig omvärdering av aktien. Blir den långsiktiga tillväxten två och en halv procent justeras värdet i vår modell till 37 kronor. Det borde inte vara omöjligt givet hur marknaden totalt sett växer. I vår modell skulle en tillväxt för bolaget på fem procent på lång sikt innebära ett aktievärde över 65 kronor per aktie (allt annat lika). Detta är dock inte realistiskt i nuläget men visar ändå hur mycket tillväxt är värt i värderings-sammanhang.

För att aktien skall handlas upp från nuvarande pressade nivåer kommer det att krävas att resultat börjar synas. De förbättringsprogram som bolaget har lanserat och som har kommunicerats under året både i kvartalsrapporter och i samband med den senaste kapitalmarknadsdagen i november kommer att ta tid, men har förutsättningar att lyckas. För att få till en ordentlig omvärdering behöver marknaden ytterligare bevis på att koncernens nya strategi med fokus på affärsområdena och avyttringen har varit rätt väg att gå.

Relativvärdering

Som ett komplement till kassaflödesvärderingen har vi även tittat på hur liknande bolag värderas på börsen idag. Generellt värderas Gunnebo till rabatt på alla parametrar som vi har observerat. Detta är rimligt med tanke på den kortsiktiga osäkerheten, dock kanske värderingsskillnaden blivit väl stor.

Relativvärdering

Bolag - Svenska	Aktiekurs	Marknadsvärde	EV/omsättning		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
			Msek	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P
Assa Abloy	161	169 440	2,2x	2,2x	12,2x	12,2x	13,8x	13,8x	17,5x	17,5x
Loomis	300	21 602	1,3x	1,3x	6,9x	6,9x	10,8x	10,8x	12,8x	12,8x
Securitas	143	49 634	0,6x	0,6x	9,1x	9,1x	12,0x	12,0x	13,3x	13,3x
Troax	273	5 492	2,9x	2,9x	12,8x	12,8x	13,9x	13,9x	20,4x	20,4x
Genomsnitt			1,8x	1,8x	10,2x	10,2x	12,6x	12,6x	16,0x	16,0x
Median			1,8x	1,8x	10,6x	10,6x	12,9x	12,9x	15,4x	15,4x

Bolag - utländska	Aktiekurs	Marknadsvärde	EV/omsättning		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
			Msek	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P
Brink's	70		1,3x	1,3x	7,7x	7,7x	10,9x	10,9x	16,3x	16,3x
De La Rue	428		1,1x	1,1x	6,1x	6,0x	8,3x	8,1x	9,2x	9,1x
Diebold Nixdorf Inc	4		0,6x	0,6x	7,6x	7,6x	13,8x	13,8x	-38,8x	-38,8x
Dormakaba	638		1,1x	1,1x	6,9x	6,7x	8,1x	7,7x	17,9x	17,0x
Prosegur	2		1,9x	1,9x	8,6x	8,6x	10,5x	10,5x	14,4x	14,4x
Stanley	129		1,6x	1,6x	9,8x	9,8x	11,6x	11,6x	14,7x	14,7x
Untied Technologies	111		1,6x	1,6x	9,0x	9,0x	11,8x	11,8x	14,2x	14,2x
Genomsnitt			1,3x	1,3x	8,0x	7,9x	10,7x	10,6x	6,8x	6,7x
Median			1,3x	1,3x	7,7x	7,7x	10,9x	10,9x	14,4x	14,4x

	Aktiekurs	Marknadsvärde	EV/omsättning		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
			Msek	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P
Gunnebo (ojusterat)	22,7	1 751	0,61	0,6	8,0	7,4	10,57	9,3	10,7	9,2
Gunnebo rel genomsnitt utl.			-51%	-51%	12%	6%	-2%	-13%	57%	38%
Gunnebo rel median utl.			-49%	-49%	15%	9%	-4%	-15%	-26%	-36%
Gunnebo rel genomsnitt Sverige			-63%	-64%	-22%	-28%	-17%	-26%	-33%	-42%
Gunnebo rel medel Sverige			-63%	-63%	-25%	-31%	-19%	-28%	-30%	-40%

Källa: Reuters, Jarl Securities

Skillnaden i värdering är förklarlig i nuläget givet att bolaget ännu inte har levererat nämnvärd tillväxt trots en växande marknad. Resultatet har utvecklats positivt fram till 2017 då det blev ett bakslag främst hänförligt till problem i Frankrike som genom avyttringen nu bör vara åtgärdat.

Sammanfattning värdering

Sammanfattningsvis ser vi en långsiktig potential i bolaget. Potentialen i nuläget är cirka 29 procent mot vårt basscenario. Samtidigt är osäkerheten fortfarande betydande medan potentialen till förbättring finns där. Bolaget har identifierat utmaningar som bolaget har just nu och har gjort förändringar. Frågan är hur

lyckosamma dessa blir och hur snabbt det kan gå. Kan Gunnebo öka tillväxten och få en lönsamhet som inte fluktuerar som idag kan en större uppvärdering av aktien ske. I den relativa värderingen är rabatten stor mot både svenska och internationella jämförelsebolag. Rabatten är stor mätt på de flesta parametrar om än inte alla då eo poster stör bilden. Rabatten i aktien kommer att kvarstå så länge tilltron till bolagets strategi är låg på marknaden.

Vi initierar bevakningen med en ett värde per aktie om 29,4 kronor per aktie i vårt basscenario. I vårt Bear scenario där tillväxten blir marginell under perioden samt en evig tillväxt om 0,5 procent blir värdet 21,5 kronor per aktie. I det positiva Bull scenariot med en tillväxt om 1,3 procent för perioden samt en evig tillväxt på 2 procent ger ett värde på 36,2 kronor per aktie.

Sammanfattning – BEAR – BASE - BULL

	BEAR	BASE	BULL
WACC	7,3%	7,3%	7,3%
CAGR, 2018P - 2022P	0,9%	2,3%	3,3%
Tillväxt, evighet	0,5%	1,5%	2,0%
Rörelsevärde	2 951	3 556	4 084
Restvärde (TV), %	67%	68%	70%
Kassa, Dec-2018	343	654	548
Räntebärande skulder, Dec-2018	1701	1948	1948
Nettokassa/skuld, Dec-2018	-1294	-1294	-1294
Aktievärde	1657	2262	2789
Antal aktier, miljoner	77,1	77,1	77,1
Motiverat värde per aktie, SEK	21,5	29,4	36,2

Källa: Jarl Securities

Ägare och ledande befattningshavare

Gunnebo har en ytterst stabil ägarbild med Stena och Vätterleden Invest som dominerande ägare som tillsammans äger nästan 43 procent av kapitalet. Vad dessa två ägare har för syn och tålamod är väldigt viktigt för Gunnebos utveckling framöver. Det är även av stort intresse att se hur de andra institutionella ägarna fortsatt agerar nu när bolaget upplever en svacka, kommer de att stanna kvar eller lämna bolaget? Vad vi kan se är det endast små förändringar under året för de tio största ägarna.

DE TIO STÖRSTA ÄGARNA, 2018-09-30

	Ägare	Kapital, %
	Stena	25,7
	Vätterledens Invest	16,9
	If Skadeförsäkring AB	10,5
	Fidelity	6,8
	Öhman Fonder	2,4
	AFA Försäkring	2,3
	Dimensional Fund Advisors	1,7
	Ålandsbanken Fonder	1,3
	Handelsbanken Liv Försäkring AB	0,9
	Gunnebo AB	0,8

Källa: Holdings.se

Ledning och Styrelseordförande

Henrik Lange har varit VD för Gunnebo sedan 2015. Han kom in i bolaget vid en tidpunkt då bolaget behövde ett ökat fokus på tillväxt och lönsamhet. Han har lång erfarenhet från främst SKF, där han har haft många roller, däribland vice VD och CFO men även en mängd andra befattningar. Han har även en civilekonomutbildning från Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

CFO **Susanne Larsson** är också anställd sedan 2015 och har precis som VD en lång bakgrund inom SKF i olika roller. Utbildad civilekonom.

Styrelsens arbete leds av ordförande **Martin Svalsted** som även är VD för Stena Adactum AB och Stena Sessan AB. Han har tidigare erfarenhet som bland annat CFO på Capio AB.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities

bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Mats Hyttinge äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.