



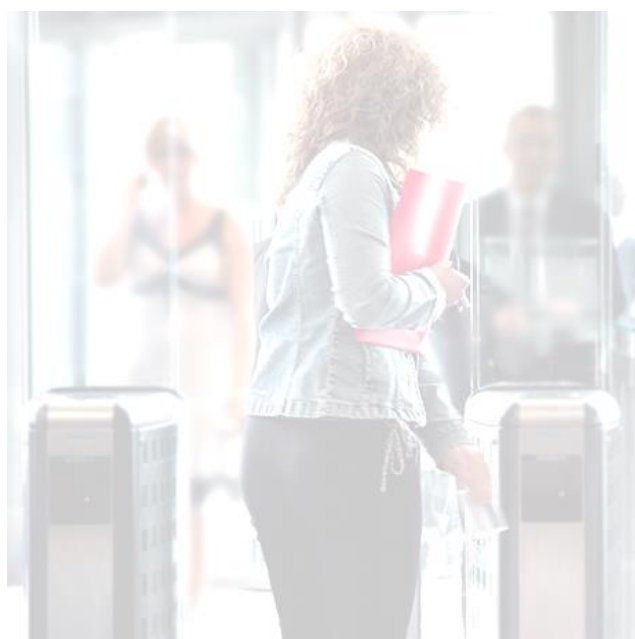
ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS
10 maj 2019

GUNNEBO

ORDERINGÅNGEN VAR POSITIV

Innehåll

Orderingången var positiv	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Investment case	4
Prognoser & Värdering	5
Prognoser – orderingång indikerar stabilitet	5
Förväntningar på affärsområdena	7
Värdering	10
Sammanfattning värdering	10
Disclaimer	12



Orderingången var positiv

Gunnebos rapport för det första kvartalet 2019 uppvisade ett justerat resultat som var svagare än väntat, Omsättningen var dock drygt 2 procent bättre. Våra justerade estimat och balansräkningsjusteringar höjer vårt motiverade värde för aktien i basscenariot till 29,5 (27,9) kronor.



I rapporten för det första kvartalet uppvisade bolaget en tillväxt på 4 procent jämfört med motsvarande kvartal föregående år. Vi förväntade oss en tillväxt om drygt 2 procent för kvartalet. Justerat för valuta blev det nolltillväxt vilket är något svagt men det första kvartalet är historiskt ett svagt

kvartal. Inför rapporten förväntade vi oss ett justerat EBITA för kvartalet på drygt 70 miljoner kronor. Det skall jämföras med utfallet på 47 miljoner kronor. Avvikelsen beror främst på sämre kostnadstäckning inom Cash Management och Entrance Control som hade en sämre utveckling omsättningsmässigt under det första kvartalet. Det är inte troligt att detta är en ny trend utan att ett normalt svagt kvartal fick extra motvind. De nya publicerade orderingångssiffrorna pekar på en normal utveckling under resten av året. Precis som vi diskuterat kring i våra tidigare rapporter så tar det tid att lösa de problem som Gunnebo tampas med. Precis som i förra kvartalsrapporten finns det ändå vissa ljuspunkter i rapporten. Integrated Security visar fortsatt livstecken med ett plusresultat i kvartalet med en marginal som faktiskt börjar återhämta sig, om än från låga nivåer. Orderingången var även den totalt sett bra vilket pekar på att omsättningen under resten av året bör återhämta sig. Avvikelsen mot våra prognoser för det första kvartalet påverkar förväntningarna på helårsresultatet för 2019. Vi höjer omsättningsprognosen baserat på bättre utfall i första kvartalet (valuta) men sänker prognosen för justerade EBITA något till 352 (358) miljoner kronor vilket representerar en justerad EBITA marginal om 6,7 procent. Sammantaget ser bilden ungefär likadan ut som tidigare med ett bolag i stor förändring där resultatet troligtvis kommer vara slagigt utöver de normala säsongsvariationerna. Skuldsättningen är, givet ett svagare resultat, ett orosmoln men är fortfarande enligt vår syn ett hanterbart problem. Vi justerar upp vår riktkurs i basscenariot till 29,5 (27,9) kronor per aktie och likaså för våra två andra scenarion till 22,1 (20,9) för Bear och 34,3 (32,6) för Bull. En del av dessa förändringar är hänförliga till balansräkningsförändringar rörande IFRS16.

Utfall och prognoser, Bas-scenario

	MSEK	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Nettoomsättning		5 991	5 128	5 281	5 431	5 583
Tillväxt, %		-1,6%	2,6%	2,8%	2,8%	2,9%
Rörelseresultat (EBIT)		304	265	287	338	359
Rörelsemarginal, %		5,1%	5,2%	5,4%	6,2%	6,4%
P/E (ej justerat EO)		14,1x	14,5x	14,3x	11,7x	11,0x

Källa: Gunnebo (utfall) och Carlsquare (prognoser). 2017 ink. avyttrad rörelse.

Datum: 10 maj 2019

Analytiker: Mats Hyttinge, Carlsquare

Företagsnamn: Gunnebo AB

Lista: Mid Cap

Vd: Henrik Lange

Styrelseordförande: Martin Svalstedt

Marknadsvärde: 2 161 MSEK

Senast: 28,5

Kort om Gunnebo: Gunnebo tillverkar och säljer produkter relaterat till fysisk säkerhet. Bolaget är aktiva 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.

Senast uppdaterad Grundanalys: För senast uppdaterade grundanalys klicka [här](#).

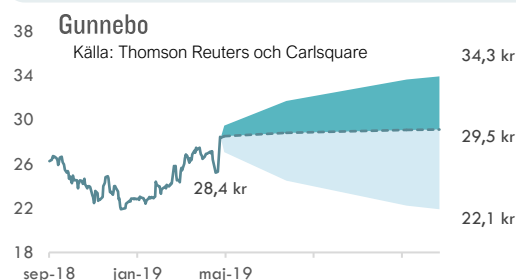
Möjligheter och styrkor: Bolaget är aktivt inom en bransch som totalt sett är fragmenterad. Det finns normal sett ett antal stora spelare inom varje delsegment som sätter agendan. Gunnebo är en sådan spelare inom produktgrupperna tillträdeskontroll, kontanthantering och till vissa delar även säkerhetsskåp & 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: Konkurrenten 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** 22,1 kr **Bas** 29,5 kr **Bull** 34,3 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Henrik Lange anställdes 2015 för att ordna upp den tidigare sprötiga 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 Vätterledens 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 även om den är något för hög för att vara helt nöjd. Skuldsättningen har dock temporärt rört sig över bolagets mål under det fjärde kvartalet 2018. Det begränsar det finansiella utrymmet under 2019 vilket gör att vi sänker betyget ett steg.

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.

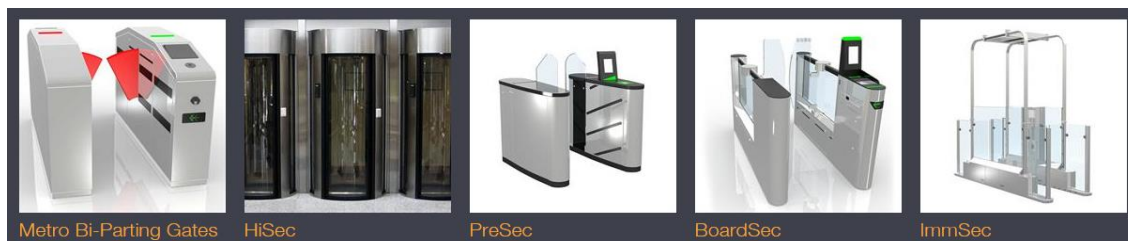
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna 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. Bolaget är fortfarande i en vändningsfas och det riskerar att ta tid innan resultaten visar sig.

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 verksamt 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 vilket också gick igenom i december 2018. 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 rapporten för det första kvartalet 2019 uppvisades en tillväxt på 4 procent och nolltillväxt justerat för valuta. Vi hade förväntat oss en tillväxt på 2,3 procent ojusterat. Det justerade EBITA-resultatet var svagare än vi trott eller 47 miljoner kronor för kvartalet mot vår prognos om 70 miljoner kronor. I motsats till vad som tidigare har varit vanligt förekommande var utfallet svagare för Cash Management och Entrance Control. En svag försäljning gjorde att täckningen för de fasta kostnaderna var sämre, med lägre marginaler som följd. Safe Storage kom in enligt vår förväntan på 24 miljoner kronor i EBITA resultat även om marginalen var något svagare på 5,3 procent. Segmentet Integrerad Säkerhet kom in bättre än vi väntade oss på 7 miljoner kronor EBITA för kvartalet mot vår förväntan på drygt 1,5 miljoner kronor. Så även om nivån ännu inte är tillfredställande inom Integrated Security är riktningen åt rätt håll.

Koncerngemensamma kostnader var i stort sett i linje med föregående år och uppgick till 24 miljoner kronor för kvartalet. De extraordinära posterna var lägre än vi väntat oss men är notoriskt svåra att förutsäga. Kan bolaget få ordning på främst Integrerad Säkerhet 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 vilket även var fallet i det första kvartalet. Precis som vi tidigare hävdade vill marknaden troligen se några kvartal med en bättre utveckling för att kunna tro på en permanent vändning. Ett medel som bolaget nu lanserar är även att publicera orderingången vilket kan ge en viss bättre transparens givet volatiliteten i omsättning och resultat baserat på beroendet av stora projekt.

I vår värderingsansats har vi tagit fram ett basscenario med kassaflödesanalys och stämt av den med en relativvärdering på relevanta jämförelsebolag. I vår kassaflödesanalys kommer vi fram till ett värde på 29,5 (27,9) 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 34,3 (32,6) kronor för Bull och 22,1 (20,9) kronor för Bear.

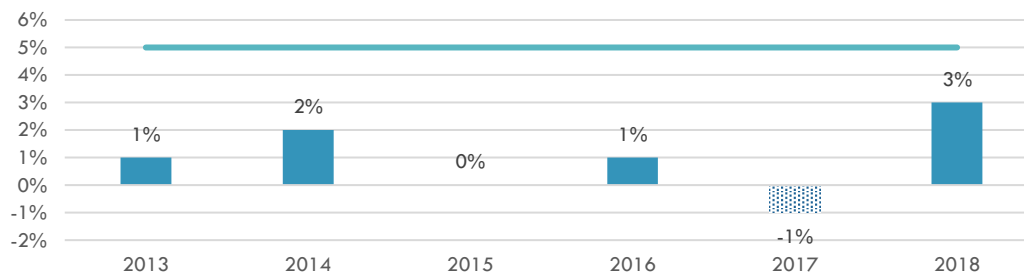
Prognoser & Värdering

Prognoser – orderingång indikerar stabilitet

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 fyra kvartalen.

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. I det första kvartalet 2019 var tillväxten något bättre än vi förväntat oss. Det var delvis drivet av valutaeffekter. Dock var det en nolltillväxt organiskt, men vi justerar upp omsättningen för helåret då den totala omsättningen under det första kvartalet var bättre än väntat. Den svaga organiska tillväxten är inte bra i det korta perspektivet även om det första kvartalet alltid är relativt svagt för Gunnebo.

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

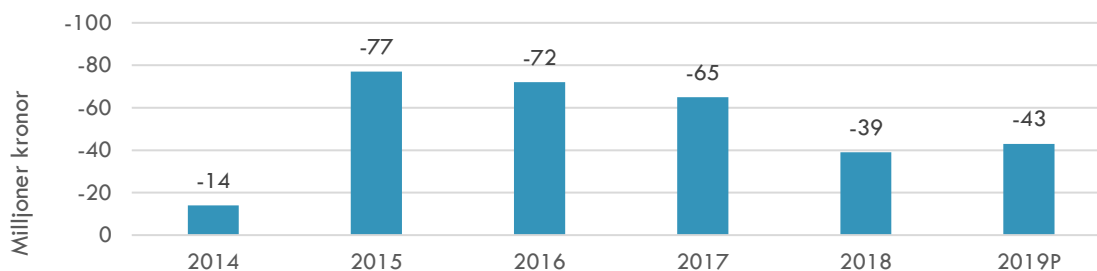


2017 justerat för avyttring

Källa: Gunnebo (utfall) och Carlsquare

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. I spåren av en lägre nivå på EO-posten under första kvartalet har vi i sänkt vår förväntning på EO-poster under 2019 från 47 miljoner till 43 miljoner på årsbasis.

EO poster 2014 – 2019P



Källa: Gunnebo och Carlsquare

Totalt sett förväntar vi oss fortfarande inte några fantastiska tillväxttal framöver, främst baserat på koncernens historik. Samtidigt skall noteras att det fjärde kvartalet visade tillväxt över bolagets mål på 5 procent. På helåret blev tillväxten 3 procent, vilket ändå är en klar förbättring mot tidigare. Som vi indikerade i vår tidigare rapport i början av 2019 kommer det att behövas ytterligare några kvartal i rad med tillväxt i närheten av företagets mål för att ändra vår och marknadens något försiktiga syn på tillväxten. Denna syn har inte förändrats av utfallet av tillväxten under det första kvartalet 2019 då den organiska tillväxten var obefintlig. 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, vilket även utvecklingen under det första kvartalet indikerade. Vi har efter kvartalsrapporten justerat ned nivån för 2019 till 43 miljoner kronor med en avtagande takt under efterföljande år.

Resultaträkning (utfall och prognos) för Gunnebo 2016 - 2021P

Mnkr	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Omsättning	6 088	5 991	5 128	5 281	5 431	5 583
Safe Storage	3 907	3 831	1 826	1 900	1 938	1 996
Cash Management	1 129	1 091	1 090	1 124	1 158	1 193
Entrance Control	1 052	1 069	1 048	1 116	1 205	1 254
Integrated Security	1 288	1 228	1 164	1 141	1 129	1 141
EBITA (just)	379	375	344	352	403	424
Rörelseresultat (EBIT rapp)	366	304	265	287	338	359
Finansnetto	-53	-57	-53	-61	-61	-65
Resultat före skatt	313	247	212	227	278	294
Skatt	-104	-87	-92	-75	-92	-98
Resultat efter skatt	209	160	120	151	186	196
Resultat efter skatt (justerat)	209	225	159	196	231	241
Vinst/aktie (ej justerat)	2,74	2,08	1,56	1,96	2,41	2,55

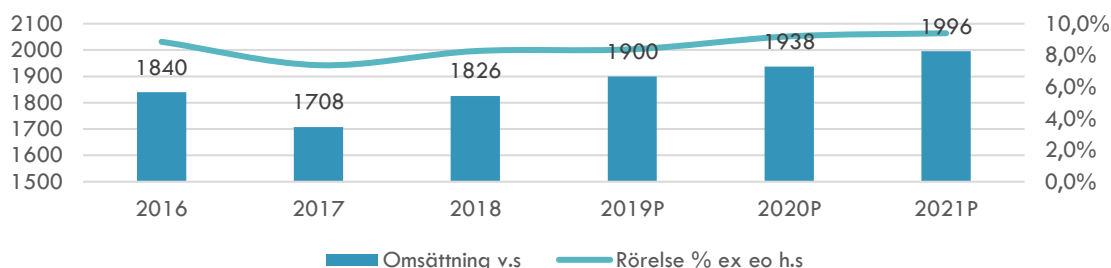
Källa: Gunnebo och Carlsquare – I siffrorna för 2016 – 2017 är inkluderat den under 2018 avyttrade verksamheten i bla Frankrike. * Prognoser på kvarvarande verksamhet.

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 även om vi justerar ned vår resultatförväntan marginellt för 2019. Detta efter ett svagare resultatmässigt utfall i det första kvartalet trots en ökad total omsättning för helåret samt att vi tror på ett bättre andra halvår, vilket till viss del väger upp det normalt svaga första kvartalet. Det finns här potential för positiva överraskningar när förbättringsprogrammen får större fäste, det är dock inte troligt att det kommer ske förrän andra halvan av 2019. Det gäller här att ha ett visst tålamod. Försäljningen av verksamheterna i särskilt i Frankrike är positiv då vi anser att detta område har haft en negativ påverkan på hela rörelsen. 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 normalt 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, vilket under det senast kvartalet överraskade med att visa en större vinst än väntat även om det är långt kvart till en bra nivå.

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.

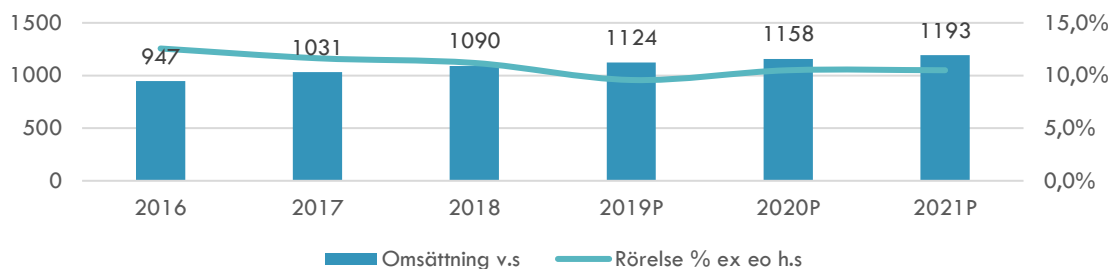
Safe Storage – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex EO % 2016 – 2021P



Källa: Gunnebo (utfall), Carlsquare (prognoser)

Vi räknar med att Safe Storage kommer att växa med drygt 4,0 (1,2) procent under 2019 justerat för en starkare än väntat första kvartal omsättningsmässigt, och med mellan 2,0 och 3,0 procent för 2020 och 2021. Marginalen (EBITA just) väntas öka till 8,4 procent för 2019 för att stabiliseras sig runt 9,2 – 9,3 procent 2020 och 2021.

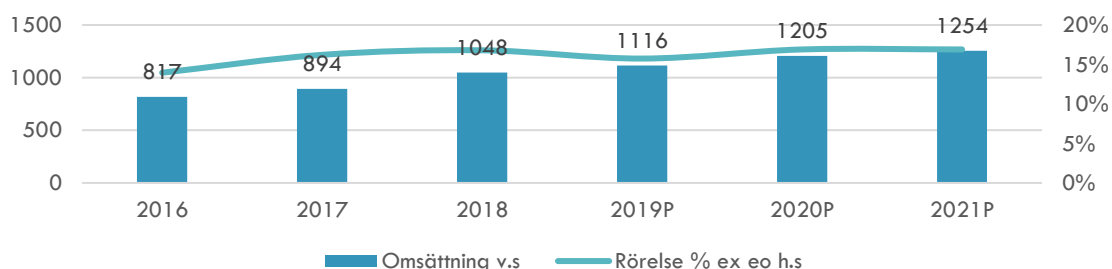
Cash Management – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex EO % 2016 – 2021P



Källa: Gunnebo (utfall), Carlsquare (prognoser)

För Cash Management förväntar vi oss en relativt odramatisk utveckling där tillväxten för 2019 blir 3,2 (3,6) procent samt 3,0 procent för de följande två åren 2020 och 2021. Marginalerna (EBITA just.) väntas sjunka något under 2019 för att åter förbättras under 2019 - 2021.

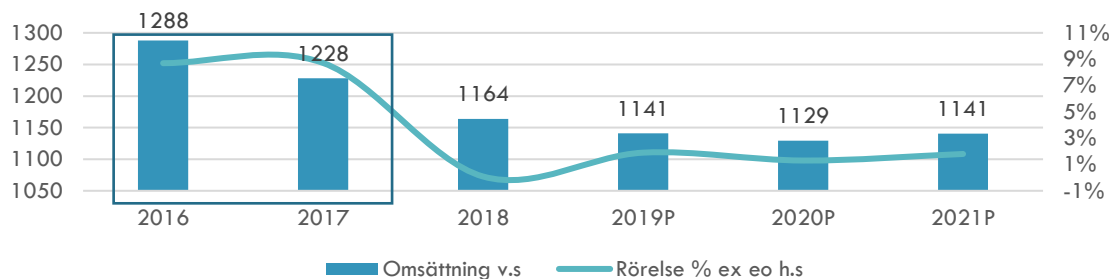
Entrance Control – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex EO % 2016 – 2021P



Källa: Gunnebo (utfall), Carlsquare (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 företagens 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. 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

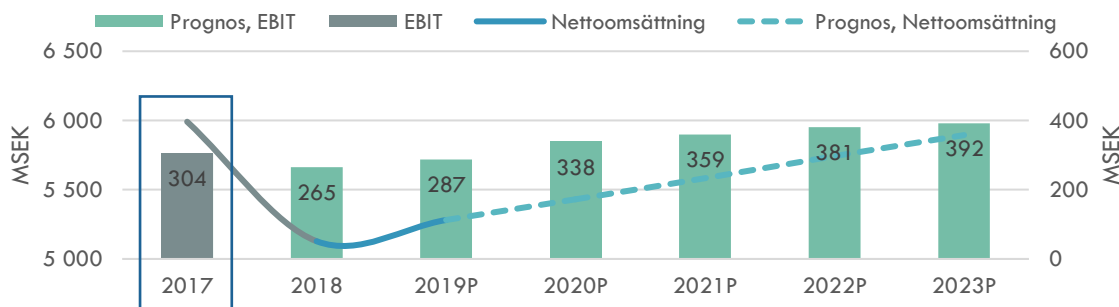


Källa: Gunnebo (utfall), Carlsquare (prognoser) I siffrorna för 2016 – 2017 ingår den under 2018 avyttrade verksamheten.

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. Tillväxten förväntas minska något då vi tror att marginalutvecklingen är viktigare för företaget än att driva tillväxten. I det första kvartalet 2019 uppvisades i likhet med det fjärde kvartalet 2018 ett positivt resultat på justerad EBITA nivå, som överträffade våra förväntningar. Kan detta affärsområde förbättras från sina låga nivåer kan det bli den faktor som får fart på tillväxt och resultatutveckling för hela koncernen även om det riskerar att bli en volatil utveckling.

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 2017 – 2023P



Avyttrad rörelse 2018

Källa: Gunnebo (utfall), Carlsquare (prognoser) För 2017 ingår den under 2018 avyttrade verksamheten. Prognoser för 2019 – 2023 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 basscenario har vi använt oss av en diskonteringsränta (WACC) på 7,1 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 29,5 (27,9) kronor per aktie.

DCF-värdering

	mnkr	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV
Omsättning		5281	5431	5583	5743	5895	6051	6211	6377	6547	6676
Rörelseresultat		287	338	359	381	392	410	424	439	459	458
Rörelsemarginal %		5,4%	6,2%	6,4%	6,6%	6,6%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	6,9%
Fria Kassaflöden (FCF)		-156	268	181	335	236	297	251	272	290	287
Nuvärde kassaflöde		1 253									
Nuvärde, restvärde		2 933									
Rörelsevärde		4 186									
Nettoskuld		-1 913									
Summa värde eget kapital		2 273									
Antal aktier (miljoner)		77									
Motiverat pris per aktie		29,5									

Källa: Carlsquare

Aktien har handlats upp från de absoluta bottenivåer som noterades under slutet av 2018 och början av 2019. För att aktien skall kunna lyfta ytterligare krävs enligt vår mening ett par kvartal med bättre organisk tillväxt och stabila marginaler. Vi har förtroende i bolagets program för förbättring som bolaget har lanserat och som har kommunicerats tidigare vilket 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.

Sammanfattning värdering

Sammanfattningsvis ser vi en långsiktig potential i bolaget. Potentialen i nuläget är begränsad mot vårt basscenario, dock finns här potential för förbättringar som vi ännu inte har lagt in våra prognoser. 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.

Efter rapporten för det första kvartalet 2019 justerar vi upp vårt motiverade värde per aktie till 29,5 kronor i vårt basscenario. Det är främst baserat på en något bättre tillväxt i år genom valuta samt omdisponeringar i balansräkningen givet IFRS 16-redovisningsregler. I vårt Bear scenario där tillväxten landar marginellt under perioden samt en evig tillväxt om 0,5 procent per år blir värdet 22,1 kronor per aktie. I det positiva Bull scenariot med en tillväxt om 3,2 procent för perioden samt en evig tillväxt på 2 procent per år ger ett värde på 34,3 kronor per aktie.

Sammanfattning – BEAR – BASE – BULL

	BEAR	BASE	BULL
WACC	7,0%	7,0%	7,0%
CAGR, 2019P - 2022P	0,8%	2,2%	3,2%
Tillväxt, evighet	0,5%	1,5%	2,0%
Rörelsevärde	3 617	4 186	4 555
Restvärde (TV), %	71%	70%	73%
Kassa, Dec-2019	424	375	405
Räntebärande skulder, Dec-2019	2288	2288	2288
Nettokassa/skuld, Dec-2019	-1913	-1913	-1913
Aktievärde	1704	2273	2643
Antal aktier, miljoner	77	77	77
Motiverat värde per aktie, SEK	22,1	29,5	34,3

Källa: Carlsquare

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.com, nedan benämnt Carlsquare, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare

bedömer som tillförlitliga. Carlsquare 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 Carlsquare. Carlsquare 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 Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare 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.