



Svedbergs Group AB

Ett nytt större bolag

Ut i Europa

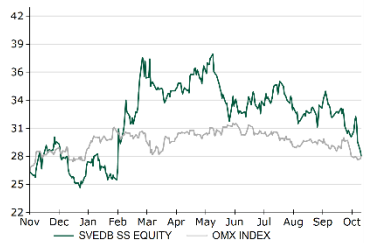
Svedbergs Group, en ledande tillverkare av badrumsprodukter, har genom förvärvet av Roper Rhodes i Storbritannien vuxit till en större aktör med ett väsentligt minskat beroende av den skandinaviska marknaden. Det nyligen annonserade förvärvet av Thebalux Holding är ett kvitto på bolagets tillväxtresa ut i Europa. Badrumsmarknaden i Europa växer med omkring tre till fyra procent över tid och är fragmenterad med skilda konsumentpreferenser. Detta ger bolaget fortsatta möjligheter att växa genom fler förvärv i syfte att öka i skala, diversifiering och stabilitet.

Stabil intjäning

Historiskt har Svedbergs Group uppvisat en relativt stabil intjäning, trots en känslighet för både nybyggnads och renoveringsmarknaderna. Med den rådande konjunkturella svackan, vilken vi förväntar oss bottenar ur under 2024, har bolaget möjligheten att effektivisera verksamheten, samt utvärdera och förbättra produktportföljen. Utsikter om resultatförbättringar under senare delen av 2024, en potentiell lättnad i inflation och räntor samt en låg värdering ger sammantaget en gynnsam mix för en omvärdering av bolaget.

Uppside i värdering

Vi bedömer att det långsiktiga motiverade för värdet för Svedbergs Group är 50-55 kr per aktie. Denna värdering bygger på både en DCF-värdering och en multipelvärdering. Med en förväntad långsiktig försäljningstillväxt på 3%, en EBIT-marginal på 13% samt ett avkastningskrav på 12%, summerar vi Svedbergs Groups DCF-värde till 50 kr per aktie. En EV/EBIT multipel på 11-13x, i linje med liknande svenska bolag, ger ett motiverat värde på omkring 60 kr per aktie. För närvarande handlas Svedbergsaktien i 28 kr per aktie, vilket på våra 2024-25 prognoser motsvarar en EV/EBIT multipel om 5.9-6.5x och en direktavkastning på 4.3-5.0%.

Estimatändring				Prognos (mSEK)					Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	50,0 - 55,0 SEK													
Totala intäkter	-	-	-	Totala intäkter	1 833	1 796	1 868	1 924	Aktiekurs	28,0 SEK													
EBITDA, just.	-	-	-	Tillväxt	>100%	-2%	4%	3%	Riskenivå	Medium													
EPS, just.	-	-	-	EBITDA, just.	298	277	303	333	Kursutveckling 12 mån 														
Kommande händelser				EBIT, just.	234	212	230	254															
Q4 - rapport				09 februari 2024	EPS, just.	4,7	3,9	4,3			5,0												
Q1 - rapport				24 april 2024	EPS-tillväxt, just.	>100%	-16%	10%	15%	Intressekonflikter <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																					
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
Bolagsfakta (mSEK)				EK/aktie	26,5	28,9	32,3	36,0															
				Utdelning per aktie	1,5	1,0	1,2	1,4															
Antal aktier		35m		EBIT-marginal	12,8%	11,8%	12,3%	13,2%															
Börsvärde		989		ROE, just.	27,5%	14,2%	14,2%	14,6%															
Nettoskuld		513		ROCE, just.	14,3%	12,5%	13,0%	13,7%															
EV		1 502		EV/Sales	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x															
Free float		60%		EV/EBITDA	5,1x	5,4x	5,0x	4,5x															
Daglig handelsvolym, snitt		28k		EV/EBIT	6,4x	7,1x	6,5x	5,9x															
Bloomberg Ticker		SVEDB SS EQUITY		P/E, just.	5,4x	7,1x	6,4x	5,6x															
				P/EK	1,0x	1,0x	0,9x	0,8x															
Analytiker				Direktavkastning	6,0%	3,6%	4,3%	5,0%															
Magnus Behm				FCF yield	23%	17%	17%	20%															
magnus.behm@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	2,1x	1,9x	1,3x	0,8x															

Investment case

Vi inleder bevakning av Svedbergs Group med ett långsiktigt motiverat värde om 50-55 kr per aktie. Utsikter om resultatförbättringar under senare delen av 2024, en potentiell lättnad i inflation och räntor samt en låg värdering gör Svedbergs Group attraktivt. Det nyligen annonserade förvärvet av nederländska Thebalux Holding ingår inte i våra prognoser i denna analys.

Ett nytt större bolag

Marknaden för badrum har historiskt uppvisat en tillväxt på tre till fyra procent, men ett fortsatt behov av nya bostäder, rätt produktmix, ny teknik och förvärv kan addera tillväxt för Svedbergs Group. Bolaget har genom förvärvet av brittiska Roper Rhodes förvandlat bolaget från ett stort beroende av Sverige till att nu ha drygt halva omsättningen i Storbritannien och knappt en tredjedel i Sverige. Övriga marknader står för mindre än 20% av bolagets försäljning.

Det annonserade förvärvet av nederländska Thebalux Holding, med en omsättning på 376 mkr och en EBITA på 95 mkr samt ett skuldfritt transaktionsbelopp om 557 mkr, är ett kvitto på bolagets strategi och bör ge positiva effekter på nyckeltal och lönsamhet. Förvärvet finansieras med en nyemission om 400 mkr, att beslutas om på bolagsstämma i december, och är villkorat av godkännande av konkurrensmyndigheter.

Fortsatt väl avvägda förvärv kan, likt Roper Rhodes och Thebalux Holding, visa sig bli en gynnsam faktor för tillväxt och lönsamhet och därmed en omvärdering av bolaget.

Räntetopp i annalkande

Även om den närmaste framtiden för Svedbergs Group kommer att påverkas negativt av konjunkturutvecklingen, med fallande volymer och marginaler, gör vi bedömningen att efterfrågan kan börja repa sig under loppet av nästa år. En lättnad i inflationstrycket kan innebära att vi närmar oss en global topp i räntor och att centralbanker därmed kan lätta på bromspedalen vad gäller finansiell åtstramning. Lägre räntor kommer att lätta på trycket för hela ekonomin och påverka konsumtion och investeringar i en positiv riktning, och träffar särskilt bostads- och byggmarknaden. Svedbergs Groups försäljning gynnas i en detta scenario. I ett scenario där inflation och räntor förblir på en hög nivå under en längre tid, kommer en volymuppgång och därmed stigande försäljning att skjutas på framtiden.

Solid strategi

Svedbergs Groups strategi är solid, väl genomtänkt och innebär, enligt vår bedömning, en relativt låg risk. Bolaget har som mål att växa med 10% i genomsnitt per år, fördelat på omkring 3-4% organiskt och 6-7% genom förvärv, samt att uppnå en långsiktig EBITA-marginal över 15%. Bolaget har en uttalad hållbarhetsstrategi som syftar till att attrahera nya kunder genom att fokusera på produkter som är miljövänliga och energieffektiva, vilket över tid skall driva försäljning och marknadsandelar. Förvärv är alltid förenat risk, men sker genom en mångfacetterad process, vilket begränsar risktagandet. Dessutom är den europeiska badrumsmarknaden delvis mogen och till stora delar icke-konsoliderad. Förvärvet av Roper Rhodes 2021 ser ut att vara väl genomfört och stärker därmed bolaget på den fortsatta tillväxtresan.

Bolagsprofil

Svedbergs Group grundades 1920 och tillverkar sedan 1962 ett brett sortiment av badrumsprodukter såsom badrumsmöbler, badkar, duschar, blandare, toaletter, belysning och handdukstorkar. Svedbergs driver sin verksamhet genom bolagen Svedbergs, Macro Design, Cassoe och Roper Rhodes. Företaget är idag en av de ledande spelarna i sina respektive marknader, som domineras av Storbritannien och Sverige. Företagets långa historik och stora kunskapsbank kan utnyttjas för produktutveckling och möjliggör synergier inom bolaget. Svedbergs strategi är att växa genom att förvärva självständiga, innovativa och hållbara varumärken som kompletterar gruppen geografiskt och inom produktutbud.

Värdering

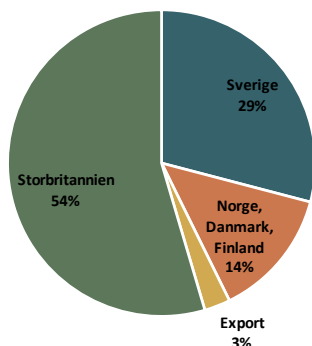
Vårt motiverade långsiktiga värde för Svedbergs Group är 50-55 kr per aktie och grundar sig på vår kassaflödesmodell och multipelvärdering för liknande svenska bolag och motsvarar en EV/EBIT på 10-12x på våra 2024-25 prognoser. Detta skall jämföras med dagens aktiekurs på 28 kr och en EV/EBIT multipel på 5.9-6.5x för 2024-25.

Innehållsförteckning

Investment case	2
Bolagsöversikt	5
Svedbergs Groups segment	7
Svedbergs	7
Macro Design	8
Cassoe	8
Roper Rhodes	9
Badrumsmarknaden i Europa	10
Marknadstillväxt	10
Marknadsstruktur i Europa	10
Byggmarknaden och efterfrågan på badrum	11
Svedbergs Group i Sverige och Storbritannien	12
Olika länder, olika badrum	13
Ny teknologi kan driva tillväxten för badrum	14
Prognoser	15
Värdering	17
ESG-agenda	20
Ägarbild, styrelse och ledning	21
SWOT-analys	23

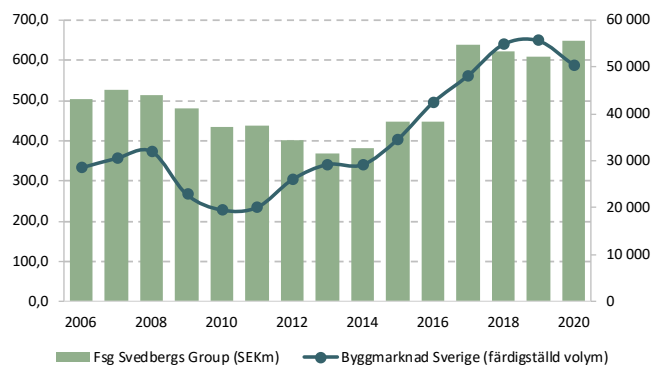
Investment case i bilder

Svedbergs Group – Försäljning per marknad



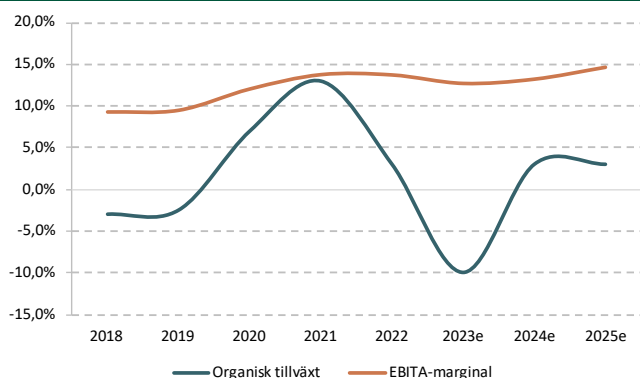
Källa: EPB

Svedbergs Group – Försäljning och byggmarknad



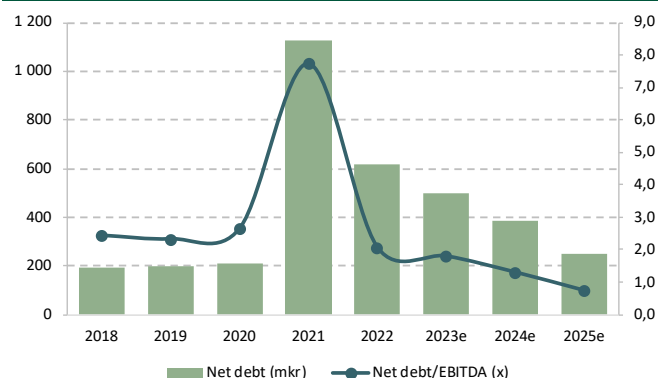
Källa: EPB, Factset

Svedbergs Group – Organisk tillväxt och EBITA-marginal



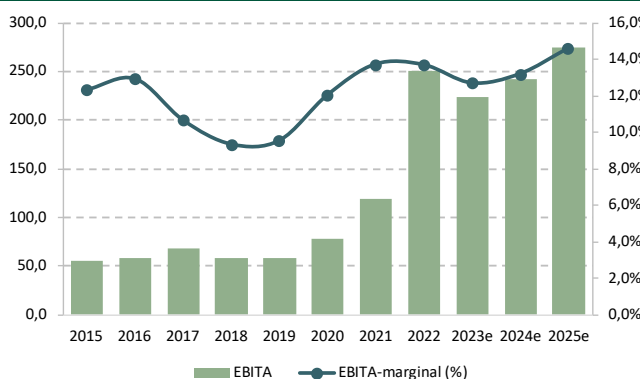
Källa: EPB

Svedbergs Group – Nettoskuld och skuldsättning



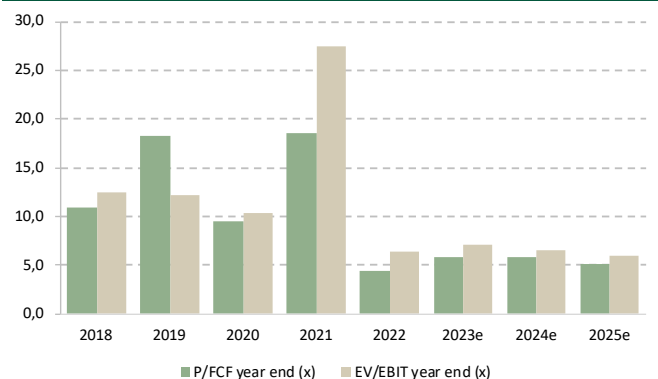
Källa: EPB

Svedbergs Group – EBITA och marginal



Källa: EPB

Svedbergs Group – Börsens värdering



Källa: EPB

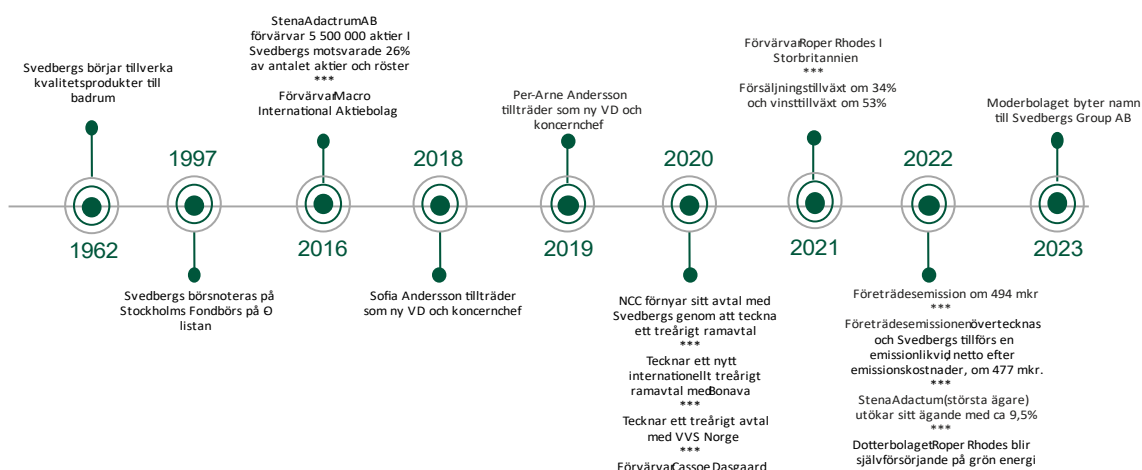
Bolagsöversikt

Svedbergs Group startades 1920 som ett bleckslageri och övergick 1962 till att tillverka badrumsskåp. Sedan 80-talet har bolaget utvecklats till att också tillverka produkter till det kompletta badrummet. Svedbergs Group blev ett publikt bolag 1997, noterat på Stockholmsbörsen.

Svedbergs Group siktar på att bli erkända som Europas ledande koncern av innovativa varumärken som designar, tillverkar och marknadsför hållbara produkter och tjänster för badrummet. Idag är Svedbergs Group en ledande tillverkare i Skandinavien och Storbritannien av badrumsprodukter såsom badrumsmöbler, badkar, duschar, blandare, toaletter, belysning och handdukstorkar.

Företagets långa historik och stora kunskapsbank kan utnyttjas för produktutveckling och möjliggör synergier inom bolaget. Svedbergs Group driver sin verksamhet genom segmenten och tillika bolagen Svedbergs, Macro Design, Cassoe och Roper Rhodes. Koncernens nuvarande fyra segment har sex varumärken - Svedbergs, Macro Design, Cassoe, Roper Rhodes, Tavistock och R2 i Sverige, Norge, Danmark, Finland och Storbritannien samt med viss export till Irland och övriga Europa. Med Thebalux Holding bildas sannolikt ett femte segment när väl förvärvet är genomfört.

Svedbergs Group - Historisk tidslinje



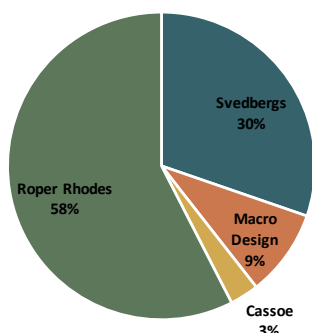
Källa: Svedbergs Group

Svedbergs Groups strategi är att växa genom att förvärva självständiga, innovativa och hållbara varumärken som kompletterar gruppen geografiskt och inom produktutbud. Denna strategi syftar också till att bolagen skall samarbeta utan att blanda ihop verksamheterna samtidigt som försäljningskanalerna skall vara heltäckande och bidra till en lägre konjunkturkänslighet i försäljningen. Ett syfte är att bibehålla de olika varumärkenas identitet och entreprenörsandan i respektive bolag. Detta samtidigt som koncernen kan vinna synergier på grupp nivå samt inom inköp och produktion.

Under de senaste åren har Svedbergs Group inte bara vuxit med förvärvet av Roper Rhodes 2021. Cassoe, det danska bolaget för kvalitetsprodukter för badrum, kom in i koncernen 2020 och Macro Design, det svenska bolaget med fokus på design och äkta hantverk, förvärvades 2016.

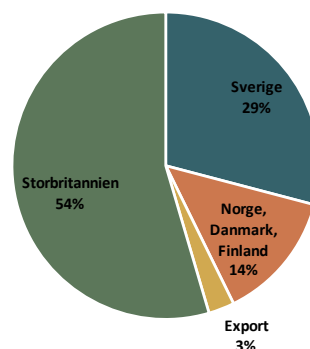
Bolagets olika segment kompletterar varandra väl geografiskt. Segmenten Svedbergs och Macro Design, med sina inbördes skillnader, domineras av Sverige men har båda också en viss försäljning i Norge. Svedbergs säljer också till Finland. Cassoe domineras helt av Danmark och Roper Rhodes försäljning går nästan helt uteslutande till Storbritannien. Detta bidrar till att bibehålla starka varumärken och försäljning på respektive marknad utan att blanda verksamheterna.

Svedbergs Group - Försäljning per segment 1H 2023



Källa: Svedbergs Group

Svedbergs Group - Försäljning per marknad 1H 2023



Källa: Svedbergs Group

Bolaget lägger stor vikt vid att produkterna når respektive kunder i ett heltäckande nät av försäljningskanaler. Badrumsprodukter kan efterfrågas av professionella kunder såsom byggföretag för nybyggnation och renoveringar, av bad och byggfackhandeln, av hantverkarfirmor och enskilda hantverkare och rörmokare samt av privatpersoner. De olika segmenten inom Svedbergs Group arbetar proaktivt med egna strategier för sina försäljningskanaler för att säkerställa ett optimalt attraktivt badrumserbjudande. Försäljningskanalerna för Roper Rhodes i Storbritannien skiljer sig något från kanalerna i Sverige, främst inom större avtal direkt med byggföretag.

Svedbergs Group - Försäljningskanaler

Sverige		Storbritannien	
Försäljningskanal	Slutkunder	Försäljningskanal	Slutkunder
Badfackhandeln	Hela badrummet via återförsäljare	Nationella bygghandlare	Alla tre levererar till:
Byggfackhandeln	Små/medelstora byggföretag	Regionala bygghandlare	1) Stora byggföretag/projekt
Grossister	Hantverkare o rörmokare	Lokala bygghandlare	2) Små byggföretag/ROT
Professionella avtal	Byggföretag o bostadsutvecklare		3) Enskild slutkund fysiskt butik samt e-handel
Gör-det-själv	Enskild slutkund i fysisk butik	Distribution	Byggföretag, grossister, e-handel
E-handel	Enskild slutkund via nätet	Gör-det-själv	Enskild slutkund i fysisk butik
		E-handel	Enskild slutkund via nätet

Källa: Svedbergs Group

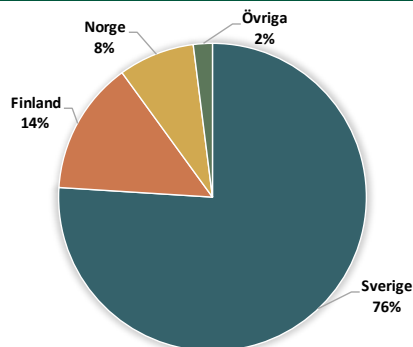
Sammanfattningsvis så vilar företagets grund på värderingar som att arbeta tillsammans för långsiktig kundlojalitet, i en organisation som främjar mångfald, hög kompetens, hållbarhet och kreativitet. Sammantaget skall detta ge, enligt Svedbergs Group, en tillväxt till gagn för aktieägarna. Svedbergs Group skall driva en hållbar organisk tillväxt och samtidigt köpa kompletteterande verksamheter, driva bolagen i koncernen i samarbete utan sammanblandning, driva ett heltäckande nät av försäljningskanaler och avslutningsvis säkerställa en sund finansiering för genomförandet av strategin.

Svedbergs Groups segment

Svedbergs

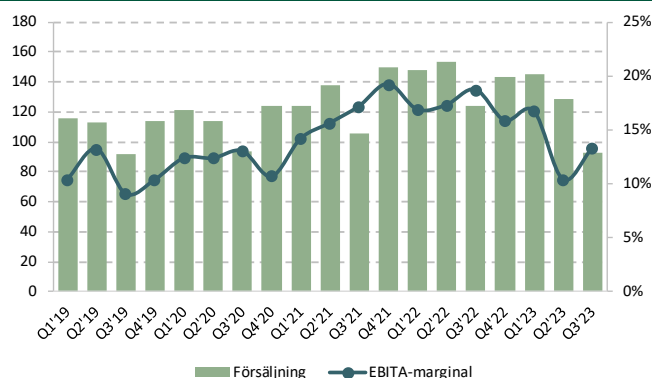
Svedbergs är ursprunget och grundpelaren i företagets nuvarande fyra segment. I år kan Svedbergs fira 103 år som varumärke. Få konsumentvarumärken har gjort en lika framgångsrik resa. Från att ha varit ett bleckslageri 1920 som tillverkade mjölkkanor till att idag vara en nordisk badrumstillverkare med hög varumärkeskänedom och gott rykte. Företaget är stolt över att erbjuda badrumsmiljöer som inspirerar till liv och lust, som erbjuder människor att rå om sig själva, må bra och samla krafter, både för vardag och fest. Det genomgående temat är välmående, vilket Svedbergs tillfredsställer genom tidlös design, god funktionalitet och hög kvalitet.

Svedbergs (segment) - Försäljning per marknad 2022



Källa: Svedbergs Group

Svedbergs (segment) - Försäljning och lönsamhet



Källa: Svedbergs Group

Design, kundanpassning och hållbarhet i fokus

Företagets badrumsmöbler kännetecknas av det estetiska, praktiska och hållbara. Svedbergs arbetar kontinuerligt med att utveckla nya, kundanpassade och innovativa produkter. Genom att utgå från konsumentens behov och önskemål är målet att alltid erbjuda väldesignade, funktionella, hållbara och smarta lösningar som möter dessa behov. Genom samarbeten med kända designers har Svedbergs lyft sitt sortiment till en ny högre nivå under de senaste åren. Här har bland annat målsättningen varit att överraska konsumenten, både vad gäller form och funktion. Givet de goda erfarenheterna av designsamarbeten, kommer Svedbergs att fortsätta samarbeten med fler spännande skandinaviska formgivare under kommande år.

Hållbarhetsarbetet inom Svedbergs grundar sig på företagets tradition och kultur. All produktutveckling inkluderar hållbarhets och cirkulationstänkande. Företaget går så långt som möjligt för att möta krav på energiomställning och klimatanpassning. Stor andel egen tillverkning ger full kontroll över av resursutnyttjande, miljöpåverkan, förädling och avfallshantering. Att slutkunden vet att produkten är hållbar och miljöanpassad gynnar också Svedbergs själva genom återkommande affärer och potentiellt ökade marknadsandelar. Exempel på detta arbete är att transporter skall ha hög fyllnadsgrad, att råvaror som virke är miljömärkt, att produkterna är cirkulära genom att delar kan bytas ut i stället för att kassera hela produkten samt att det finns rutiner för återvinning och sortering.

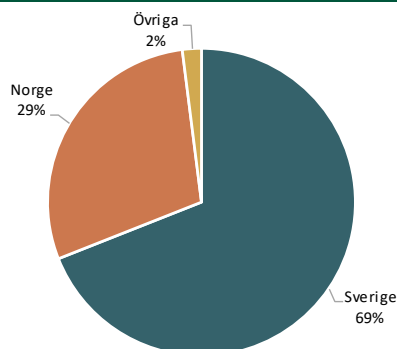
Under 2022-23 genomför Svedbergs en investering om 35 mkr i fabriken i Dalstorp. Investeringen innebär både att kapaciteten och effektiviteten i produktionen ökar genom högre automatiseringsgrad. Den nya tekniken innebär att bolaget kan göra fler materialval och resulterar i ökad hållbarhet, leveransförmåga och kortare ledtider. Svedbergs hävdar att detta ytterligare kommer att stärka bolagets ställning då hög leveransprecision och flexibilitet i kundanpassning är viktiga konkurrensmedel.

Svedbergs satsar på utbildning för både sin egen säljpersonal och återförsäljare för att knyta dessa närmare företaget. Utbildningen syftar till att säkerställa rätt kunskap om produktsortimentet, produktionsprocessen och materialval. Bolaget riktar också in sina utbildningsinsatser mot arkitekter och bostadutvecklare, uppdelat på respektive skandinaviska marknader. Försäljningsorganisationen har också nyligen styrts upp striktare geografisk i syfte att förbättra uppföljningsarbetet. Under de senaste åren har Svedbergs utvecklat sin webbsida och närvaro i sociala medier med sikten inställt på att komma närmare slutkunden, förbättra säljprocessen och kunna interagera. Svedbergs har också introducerat en digital plattform där kunder såsom arkitekter, installatörer och bostadutvecklare kan förbättra sin kundupplevelse och köp genom att rita badrum digitalt.

Macro Design

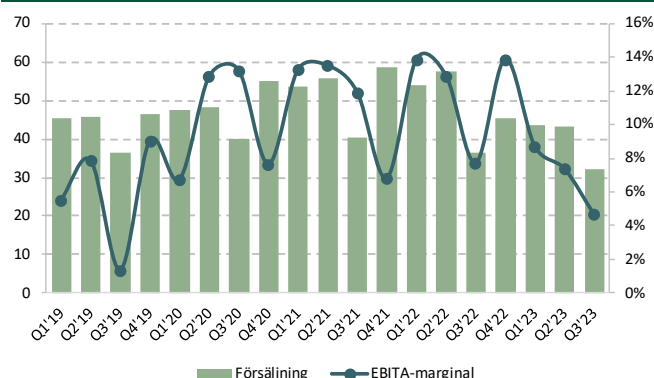
Macro design har funnits med Svedberg sedan förvärvet 2016. Företagets produkter är svenskdesignade och bygger på äkta hantverk. Bolaget lägger stor vikt vid design och kvalitet som syftar till att bygga badrum för livet. Macro Design tillverkar badrum för att hålla länge, där fokus ligger på material, design, produktion och hållbarhet, och därför lämnas produktgarantier på inte mindre än 20 år. Företaget utvecklar och tillverkar sina produkter i Laholm sedan 1985.

Macro Design - Försäljning per marknad 2022



Källa: Svedbergs Group

Macro Design - Försäljning och lönsamhet



Källa: Svedbergs Group

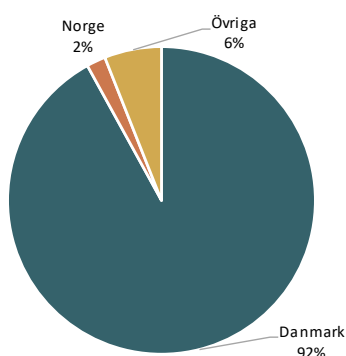
Design, innovation och kvalitet i fokus

Macro Designs säkerställer sin vision om ett badrum för livet genom att all produktion sker i Laholm där företaget också har sin produktutveckling och också kan säkerställa kvaliteten genom omfattande produkttester. En av de viktigaste grundbultarna i Macro Designs verksamhet är innovation. Här har man en ständig ambition att alltid ligga steget före och utveckla produkter som faller väl in i trender för användarvänlighet och kvalitet. Macro Designs försäljning riktar främst in sig på återförsäljare inom badfackhandeln, men har också försäljning till grossister, i butiker och på nätet. Därutöver inriktar sig bolaget på samarbeten med ett flertal VVS-kedjor, där man ser en stor tillväxtpotential.

Cassoe

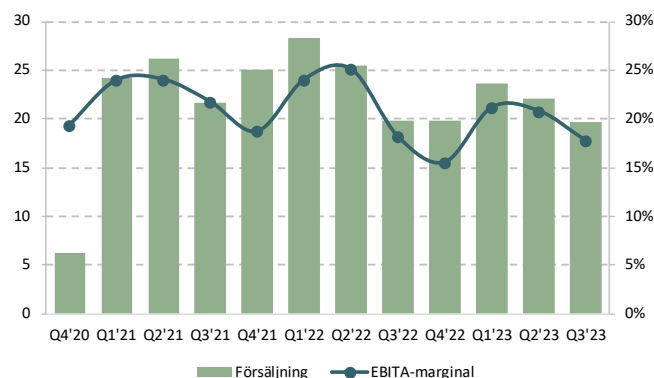
Cassoe blev en del av Svedbergs Group genom förvärv 2020. Bolaget grundades 1997 och är i dag Danmarks ledande tillverkare av kvalitativa produkter till badrum och kök, baserat i Herning i Danmark. Cassoe erbjuder ett brett sortiment av badrumsinredning som duschväggar, speglar och blandare, både till badrum och kök.

Cassoe - Försäljning per marknad 2022



Källa: Svedbergs Group

Cassoe - Försäljning och lönsamhet



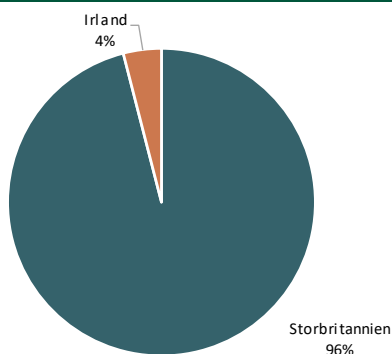
Källa: Svedbergs Group

Cassoe är en av de främsta tillverkarna av kvalitetsprodukter till badrum i mellan och premiumsegmenten på den danska marknaden. Företaget genomförde under 2022 en flytt till nya större lokaler där allt är samlat under ett enda tak, allt i syfte att säkerställa framtida tillväxt, kvalitet och lönsamhet. Cassoes inriktar sig på att växa i sin nisch, designade kvalitetsprodukter, genom fokus på innovation, kundnöjdhet och hållbarhet.

Roper Rhodes

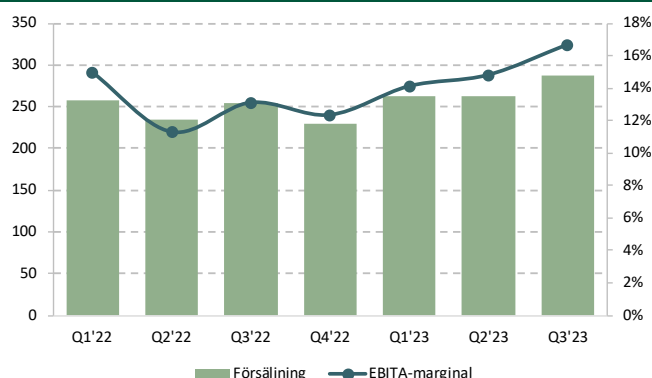
Roper Rhodes har över 40 års erfarenhet av att designa och utveckla badrum och är en av de ledande tillverkarna i Storbritannien av badrumsmöbler och badrumsprodukter genom varumärkena Roper Rhodes, Tavistock och R2. Företaget har sin bas lokaliserat till Bath, England och sortimentet innehåller modern och klassisk design av badrumsmöbler, sanitetsporslin, speglar och skåp med belysning, blandare och duschar samt tillbehör.

Roper Rhodes - Försäljning per marknad 2022



Källa: Svedbergs Group

Roper Rhodes - Försäljning och lönsamhet



Källa: Svedbergs Group

Kundnöjdhet, service och innovation i fokus

Roper Rhodes grundades 1979 och har under lång tid, genom framgångsrik produktutveckling och försäljning, tagit marknadsandelar i Storbritannien. Bolaget är väldiversifierat genom att de tre varumärkena kompletterar varandra; Roper Rhodes är positionerat i premium till övre mellansegmentet medan Tavistock är positionerat i låg till mellansegmenten och R2 är ett i lågprissegmentet. Roper Rhodes har fem produktkategorier; badrumsmöbler, sanitetsporslin, skåp/speglar, duschar/kranar samt tillbehör.

All utveckling och design sker i Bath och med utlagd tillverkning i framför allt i Kina, Storbritannien och Spanien. I Portbury, Bristol har Roper Rhodes en större central för lager och distribution, stor nog för att klara en betydande expansion av volymerna från dagens nivåer. Anläggningen i Bristol har under 2022-23 genomgång omfattande investeringar i hållbarhet genom att hela anläggningen snart kommer att drivas av solceller på taket samt skötas av en eldriven vagnpark. Dessutom pågår ett arbete, tillsammans med bolaget leverantörer, med att minimera användningen av plastförpackningar av engångskaraktär i verksamheten. Båda dessa åtgärder i hållbarhetsarbetet ger inte bara lägre kostnader och en högre lönsamhet, utan ger också avtryck hos kunder där hållbarhet kan ge ökad försäljning och högre marknadsandelar.

Centrala delar i Roper Rhodes framgångar är produktlanseringar och kundnöjdhet. Innovationsförmågan följs kontinuerligt upp genom att mäta hur stor del av försäljningen som består av produkter som har lanserats de senaste tre åren. Kundupplevelsen mäts genom externa undersökningar där kunder ger omdömen i poängsystem.

I försäljningskanalerna ligger fokus på att öka försäljningen till installatörer och rörmokare och till större byggbolag. Initiativ som kampanjer till fackhandeln och på digitala kanaler som riktar in så på fackmän, samt en stark närvaro på hemfixatedjor, väntas öka försäljningen. Bland de större byggbolagen, där koncentrationen i Storbritannien är stor, har en mängd nya kontrakt varit ett kvitto på ökad närvaro och konkurrenskraftigt erbjudande.

Badrumsmarknaden i Europa

Marknadstillväxt

Den europeiska marknaden för badrumsprodukter har över tid uppvisat en tillväxt på omkring tre till fyra procent. Hela den europeiska marknaden värderades 2021 till omkring 15.5 miljarder euro. Enligt vissa marknadsdata är tillväxten inom badrumsporslin och kranar är lägre än den inom badrumsmöbler och duschar, områden där just Svedbergs Group är starka.

Ny teknologi börjar också så smått sitt inträde i badrummen, vilket potentiellt kan driva på tillväxten. Som exempel kan nämnas smarta badrum med uppkopplade digitala enheter samt sensorstyrda duschar och blandare. Ny teknologi och hållbarhet går ofta hand i hand. Tekniska lösningar som syftar till effektivitet, låg energi och vattenförbrukning samt till lång livslängd är exempel på detta, se vidare avsnittet ny teknik nedan.

Marknadsstruktur i Europa

Europa är en mångfacetterad kontinent med många olika länder och regioner, och badrumsmarknaden varierar kraftigt mellan olika länder och städer. Kulturella preferenser, ekonomiska förhållanden och byggtraditioner kan alla påverka hur badrummen utformas och vilka produkter som efterfrågas.

Många europeiska länder har sina egna inhemska badrumsföretag som är aktiva på den lokala marknaden, där bland andra Tyskland utmärker sig. Dessa företag har ofta en stark position och förtroende bland kunderna i sina respektive länder. Inom enskilda länder kan det finnas regionala skillnader i badrumspreferenser och byggpraxis. Detta innebär att företag ibland måste anpassa sina produkter och marknadsföringsstrategier för att passa de specifika behoven i olika regioner.

Samtidigt som det finns många lokala aktörer på den europeiska badrumsmarknaden, finns det också flera stora internationella företag som har en betydande marknadsandel. De största aktörerna är:

- Geberit AG är en schweizisk tillverkare sanitetsprodukter och badrumprodukter. Företaget är känt för sina spol och avloppsteknologier.
- Grohe AG är en av Tysklands största tillverkare av badrumsprodukter, såsom sanitetsutrustning, duschar och kranar och tillbehör.
- Villeroy & Boch är ett tyskt bolag och ett av de största i Europa. Företaget tillverkar badrumsmöbler och sanitetsprodukter.
- Roca Sanitario är en spansk tillverkare av badrumsmöbler och sanitetsporslin och är en av de största i Europa.
- Ideal Standard är ett Belgiskt bolag med en lång historik och som tillverkar toaletter, handfat och badkar.
- Duravit är en tysk tillverkare av badrumsprodukter och är känt för sin design och höga kvalitet.

Dessa företag kan ofta vara aktiva i flera europeiska länder och har möjlighet att påverka marknaden på bred front. Trender inom badrumsdesign och standarder inom branschen är relativt enhetliga över hela Europa. Till exempel kan fokus på energieffektivitet, hållbarhet och tillgänglighet vara gemensamma nämnare som påverkar badrumsmarknaden i hela regionen. Många badrumsprodukter och komponenter tillverkas och exporteras över gränserna inom Europa, vilket skapar en viss grad av integration på marknaden.

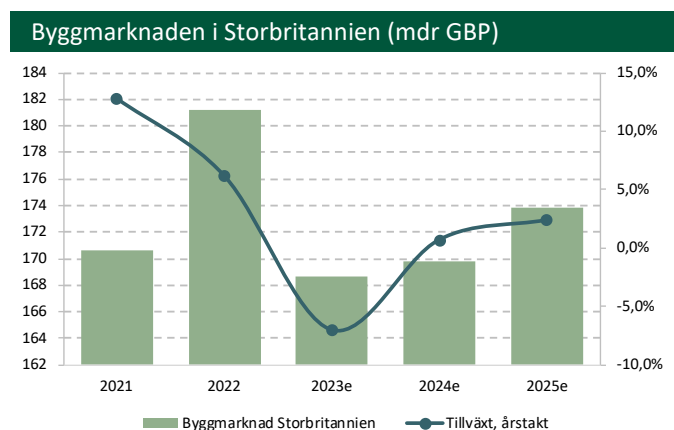
Sammanfattningsvis kan man säga att den europeiska badrumsmarknaden är splittrad när det gäller geografiska och kulturella faktorer, men den har också koncentrerade aspekter med stora internationella aktörer och gemensamma trender. Detta erbjuder Svedbergs Group många valmöjligheter när man siktar på att växa genom förvärv. Den europeiska badrumsmarknaden är långt ifrån att nå en hög koncentration och det finns en mängd större och mindre aktörer som skulle kunna var till salu.

Bygghandelsmarknaden och efterfrågan på badrum

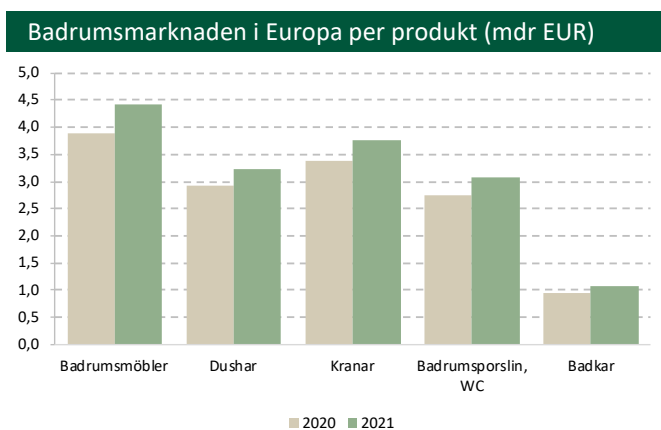
Den europeiska byggkonjunkturen har försämrats väsentligt sedan krigsutbrottet i Ukraina och den senaste tidens åtstramningar från ECB och andra centralbanker för att bekämpa inflationen. Antalet byggstarter och färdigställda hus har fallit i volym och många aktörer i branschen har pressats av stigande kostnader, både på inköpspriser, transporter och energi. Detta har resulterat i fallande marginaler och stagnerande resultat.

Så länge som relativt höga marknadsräntor håller tillbaka konsumenten från att renovera badrummet är det mest sannolikt att volymutvecklingen kommer att vara blygsam. Det är däremot troligt att vi närmar oss en räntetopp och att centralbankerna så småningom kommer vända till en mindre restriktiv penningpolitik eller, om läget försämras mer uttalat, till att stimulera med sänkningar av styrräntorna och eventuellt tillgångsköp. Detta kommer att ha en direkt och avgörande inverkan på badrumsmarknaden.

I Sverige färdigställs omkring 100,000 badrum per år, varav hälften kommer från nybyggnation och hälften från renoveringar av befintliga badrum. Ett nytt badrum av standardkvalitet kostar omkring 200-250 tkr, och betydligt mer för större och exklusivare badrum, varav badrumsutrustning står för 50 tkr och uppåt. Resterande belopp är arbetskraft i form av eventuell rivning, snickare, elektriker, rörmokare och plattsättare/mattläggare. En renovering tar fyra till sex veckor i anspråk av effektiv arbetstid. I jämförelse kan ett nytt standardkök, exklusive vitvaror, kosta 250 tkr och flera gånger mer för ett exklusivt kök. Detta ger badrummet en klar fördel i fråga om tröskel till konsumentens investeringsbeslut.



Källa: Construction Products Association (CPA), EPB



Källa: CSIL, EPB

Enligt branschanalysföretaget CSIL har det totala värdet på badrumsmarknaden i Europa stigit med 12% under 2021 till ett totalt värde på EUR 15.5 miljarder euro, räknat på fabrikspriser ut till kund, men har under 2022-23 minskat i värde i takt med lägre byggaktivitet, inflationsbekämpning och stigande räntor. Uppgången under 2021 kom som effekt av Covid-pandemin, låga räntor och stimulanser, där ett stort antal hushåll uppgaderade sina hem under tiden man jobbade hemma under nedstängningsperioden. Efter en period av nedgång i efterfrågan på badrum, tror vi att viss normalisering kan komma till stånd under 2024-25.

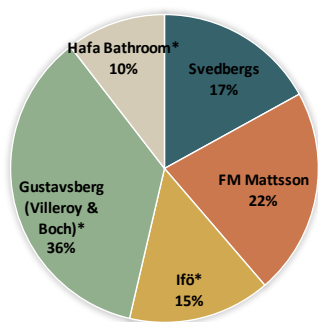
Prognoser från Construction Products Association, CPA, i Storbritannien, över byggande pekar på en fortsatt fallande marknad med omkring 7% under 2023, men att minskningstakten avtar och att det landar på en uppgång på knappt en procent under 2024. Marknadstrenden ser liknande ut i både Sverige och Kontinentaleuropa. Prognoserna är beroende av både de makroekonomiska förutsättningarna, såsom inflation och räntor och allmän tillväxt i ekonomin, men givetvis också av geopolitiska faktorer som utvecklingen av kriget i Ukraina och det nyligen uppblossade kriget mellan Israel och Palestina.

Vi har valt att använda dessa prognoser som utgångspunkt för våra antaganden om volym och försäljningsutveckling för Svedbergs Group. Vi räknar med, till stöd för vår prognos, med att bygghandelsmarknaden kommer att ha ett negativt bidrag till företagets volymer fram till mitten av 2024, för att därefter stiga. Se vidare under avsnittet prognoser.

Svedbergs Group i Sverige och Storbritannien

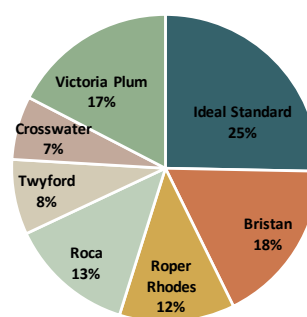
Idag är Svedbergs Group en av de fyra stora spelarna på den svenska badrumsmarknaden med en försäljning på knappt 570 mkr och med en uppskattad marknadsandel på strax under 20%, bland de största aktörerna. Här märks bland andra det noterade FM Mattsson med en snäppet högre försäljning än Svedbergs i Sverige. I Norden är Svedbergs ledande inom segmentet badrumsmöbler och tillverkar merparten av sitt sortiment i Dalstorp, Sverige. I Storbritannien har Svedbergs genom Roper Rhodes en liknande position med en uppskattad andel på 12%, något mindre än konkurrenter som Victoria Plum, Bristan och Ideal Standard.

Svedbergs - Relativ position* Sverige



Källa: EPB, *uppskattningar

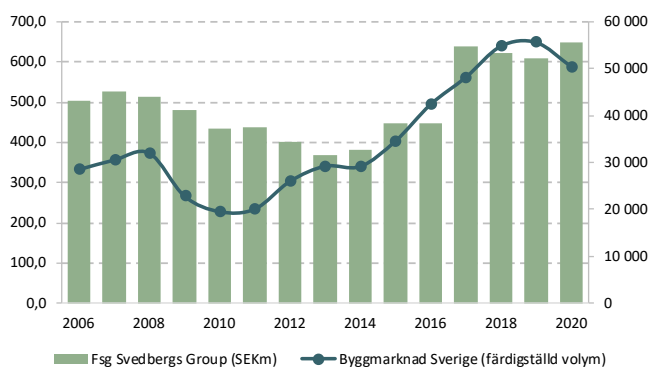
Roper Rhodes - Relativ position* Storbritannien



Källa: EPB *uppskattningar

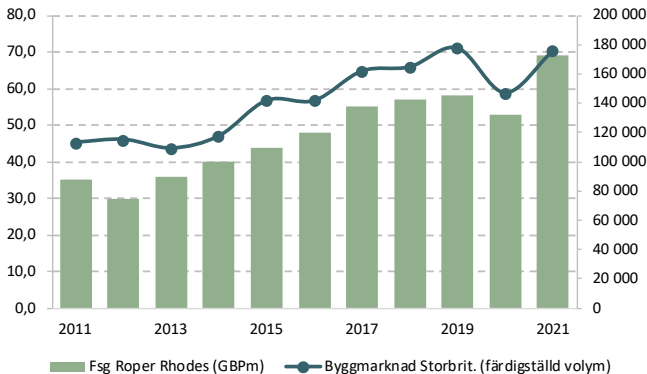
Större spelare, som Svedbergs Group, säljer sina produkter genom en heltäckande mix av försäljningskanaler, vilket säkerställer att man når sina slutkunder på flera sätt. Detta minskar också konjunkturberoendet. Till exempel kunde Svedbergs Group kompensera en nedgång i Sverige under 2022 på den privata sidan med fortsatt bra försäljning till större bostadsprojekt som skulle färdigställas. Oavsett om slutkunden är fackhandlaren, hantverkaren, bostadutvecklaren eller gör-det-själv individen, så påverkas efterfrågan av det totala byggandet. Vi vet också att renoveringar är stabilare över tid medan nybyggnation kan svänga kraftigt.

Svedbergs Group - Försäljning och byggmarknad Sverige



Källa: EPB, Factset

Roper Rhodes - Försäljning och byggmarknad Storbrit.



Källa: EPB, Factset

Graferna ovan visar Svedbergs gruppens försäljning under 15 år, fram till innan förvärvet av Roper Rhodes, i jämförelse med volym färdigställt byggande i Sverige respektive Roper Rhodes försäljning under 10 år i jämförelse med volym färdigställt byggande i Storbritannien. Följsamheten i bolagens försäljning och byggmarknad finns där, men med eftersläpning och eventuellt något mindre känslighet i Sverige och Norden. Här har renoveringsmarknaden sannolikt spelat en avgörande roll. Intressant att notera är att officiella prognoser från Boverket för ersättningsbehovet per år under de närmaste 10 åren för att möta efterfrågan är 60 till 65,000 bostäder.

Olika länder, olika badrum

I Sverige är badrum ofta utformade med en stark betoning på funktionalitet, renhet och enkelhet. Skandinavisk minimalism är vanlig, med ljusa färger och rena linjer. Badkar och bastur är populära och ses som en del av en hälsosam livsstil. I kontrast till Sverige och Skandinavien, så har man i Storbritannien ofta en betoning på traditionell design, särskilt i äldre hem. Marmorbaderum och kranar med antik stil är populära. I moderna bostäder kan det vara en trend med minimalistiska och funktionella badrumslösningar.

I kontinentala Europa återfinns ännu fler preferenser. I Tyskland värdesätts funktion och kvalitet. Badrummen är ofta utrustade med högteknologiska funktioner som smarta toaletter, duschtoaletter och energieffektiva lösningar. Det är också viktigt med noggrann planering för att maximera utrymmesutnyttjande. I Frankrike kan badrummen vara mer romantiska och följa en mer klassisk stil. Fristående badkar är populära, och det finns en kärlek till detaljerad inredning som vackra kranar och speglar. I Nederländerna är badrum ofta små och kompakta på grund av begränsat utrymme. Effektivitet och användning av platsbesparande lösningar är viktiga i nederländska badrum.

I Sydeuropa är Italien känt för sin kärlek till design och estetik. Italienska badrum har ofta lyxiga material, som marmor och keramik, och fokuserar på elegans och stil. Stora speglar och välvd inredning är vanliga i italienska badrum. I Spanien är badrummen ofta ljusa och färgglada med influenser från medelhavet. Mosaik och keramik används ofta för att skapa en livlig atmosfär.

Europa - Badrumsmarknaden per land med konsumentpreferenser och större tillverkare/varumärken		
Land	Badrumspreferenser	Större tillverkare/varumärken
Sverige	Funktionalitet, renhet och enkelhet. Minimalistisk design Ljusa färger o rena linjer. Badkar o bastu som livsstil	Svedbergs, FM Mattsson, Ifö, Hafa
Storbritannien	Tyngdpunkt på traditionell design, marmor o kranar i antik stil Även modern design med minimalism o funktionella badrum	Ideal Standard, Armitage, Triton, Frontline, Crosswater Tavistock, Roper Rhodes, Bristan
Tyskland	Funktion o kvalitet värdesätts i badrummen Teknik o smarta lösningar samt energieffektivitet	Grohe, Villeroy & Boch, Duravit, Hansgrohe Kaldewei, Keuco, Keramag, Geberit
Frankrike	Romantiska o klassiska badrum med fristående badkar vanliga Ofta fokus på detaljer o vackra speglar o kranar	Allia, Jacob Delafon, Porcelanosa, Aubade Decotec, Roca, Jado
Nederländerna	Små o kompakta badrum av utrymmesskäl Effektivitet och platsbesparande lösningar	Geberit, Villeroy & Boch, Duravit, Hansgrohe Intergas, Venlo, Carron
Italien	Fokus på design o estetik. Lyxiga material. Marmor o keramik Stora speglar o välvda väggar med fokus på elegans o stil	Gessi, Catalano, Antonio Lupi, Flaminia Teuco, Cermica Cielo, Fratelli Frattini, Rexa Design
Spanien	Ljusa o färgglada badrum med influenser från Medelhavet Mosaik o keramik används för livig atmosfär	Roca, Porcelanosa, Noken, Fiora Inbani, Catalano, Royo
Grekland	Utomhusduschar o badrum vanliga pga klimatet o havet Badrummen är ofta enkla med betoning på lätt rengöring	Klidi Hellas, Glikou Erato, Afoi Kyarisi Motif Mosaic, Sanitana

Källa: EPB

Det är tydligt att preferenser vad gäller badrum kan variera avsevärt mellan olika länder och regioner i Europa på grund av kulturella, klimatmässiga och historiska faktorer. För Svedbergs Group innebär det framför allt att val av land för expansion har stor betydelse för framtida tillväxt och lönsamhet.

Svedbergs nyligen annonserade förvärv av Thebalux Holding i Nederländerna är ett kvitto på bolagets tillväxtstrategi. Den Nederländska marknaden passar väl i bolagets strategi, och att det därmed är rimligt att förvänta sig vissa synergier framöver. Thebalux Holding har höga marginaler och den nederländska marknaden bidrar till ökad stabilitet.

Ny teknologi kan driva tillväxten för badrum

Badrummet är ett område där teknologin ständigt utvecklas och integreras för att förbättra funktionalitet, bekvämlighet och effektivitet. Vi listar här flera nya teknologier som kan få ökad användning i badrummet:

- **Smart teknik:** Smarta badrumssystem är en av de mest framträdande trenderna. Det inkluderar smarta speglar som kan visa vädret, nyheter eller ditt kalenderavtal, samt ha inbyggda belysning och röststyrning. Smarta toaletter kan ha funktioner som uppvärmd sits, självrengöring och inbyggda bidéfunktioner med fjärrkontroll.
- **Vattenbesparingsteknik:** Med fokus på hållbarhet och vattenbesparing kommer nya badrumsarmaturer och toaletter att utrustas med teknik för att minska vattenförbrukningen. Sensorer kan användas för att reglera vattenflödet så att det används endast när det behövs
- **Desinfektionsteknik:** I ljuset av ökad medvetenhet om hygien och rengöring kan badrummen utrustas med teknik för desinfektion. Detta kan inkludera UV-ljus som dödar bakterier eller ozonrening för luften.
- **Ljud- och musiksysteem:** Integrerad ljudteknik kan införlivas i badrumsmiljön genom vattentåliga högtalare eller ljudsystem som kan anslutas till din favoritmusik eller ljudbok.
- **Värmeteknik:** Värmegolv och handdukstorkar med integrerad värmeteknik kan göra badrummet bekvämare och mer energieffektivt.
- **Digitala duschkontroller:** Digitala kontroller kan användas för att exakt justera vattentemperaturen och flödet i duschar, vilket ger en bekväm och konsistent duschupplevelse.
- **Augmented Reality (AR) och virtuell verklighet (VR):** AR- och VR-teknik kan användas för att hjälpa kunder att visualisera och anpassa sin framtida badrumsdesign innan de genomför en renovering.
- **Luftrenare:** Luftreningsenheter som kan ta bort allergener och föroreningar från badrumsområdet blir alltmer populära för att förbättra inomhusluftkvaliteten.
- **Integrerad förvaring:** Skåp och förvaringsutrymmen kan utformas med integrerade laddningsstationer för elektroniska enheter som tandborstar och rakapparater.
- **Anpassningsbar belysning:** LED-belysning med möjlighet till färgändring och anpassningsbara inställningar kan användas för att skapa olika belysningsstämningar och ge funktionell belysning i badrummet.

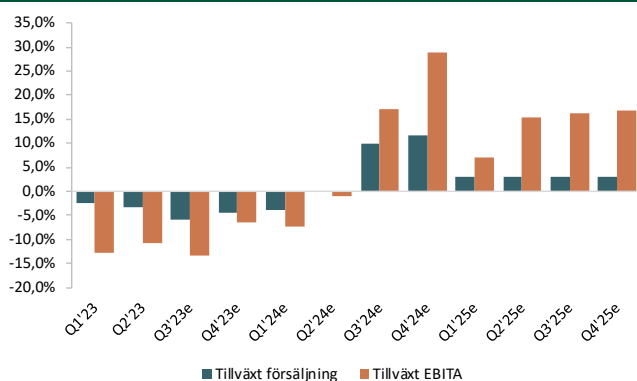
När nya teknologier utvecklas och blir mer tillgängliga för konsumenterna kan de gradvis integreras i badrumsdesign för att skapa mer bekväma och effektiva badrumsmiljöer. För Svedbergs Group kommer detta i många fall att innebära att man helt enkelt följer med trenden och integrerar den nya teknologin i sina egna produkter. I andra fall kan det bli fråga om egen utveckling av produkten. I båda fallen kan det potentiellt bidra till både en ökad försäljning och potentiellt större marknadsandel, givet tillräckligt nedlagda resurser vid rätt tidpunkt.

Prognoser

Försäljningsutveckling

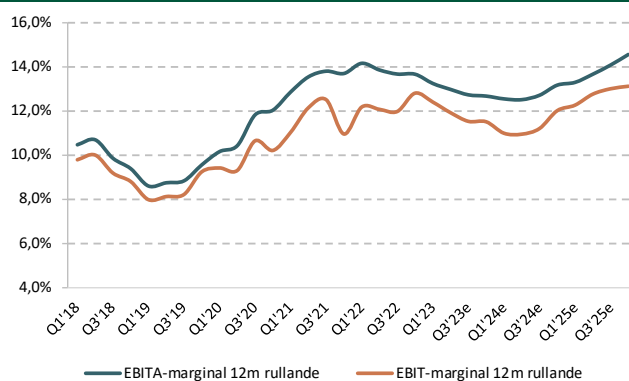
Våra prognoser för Svedbergs Group baseras på den generella trenden för byggmarknaden med fokus på den svenska och den engelska marknaden. Vårt huvudscenario är att vi får se fortsatt fallande byggstartar och totalt byggande i år, men att det vänder i Q2/Q3 2024. Med dessa prognoser som grund har vi lagt bolagsspecifika prognoser för organisk tillväxt för Svedbergs Group på -9% för 2023 och +3% för både 2024 och 2025. Vi förväntar oss att volymerna kommer att falla under 1H 2024 och stiga mer kraftigt under 2H 2024 då också jämförelsetalen blir mer fördelaktiga. Ett scenario för vändningen i generellt byggande är naturligtvis svårbedömd och vilar på många olika faktorer i ekonomin såsom räntor, inflation, sysselsättning, bygginvesteringar och demografi.

Svedbergs Group - Tillväxt



Källa: EPB

Svedbergs Group - Marginaler



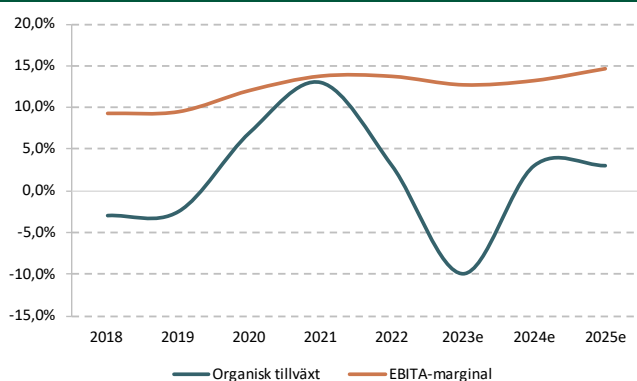
Källa: EPB

Så länge som marknadsräntorna håller tillbaka konsumenten från att renovera badrummet är det mest sannolikt att volymutvecklingen kommer att vara blygsam. Det är däremot troligt att vi närmar oss en räntetopp och att centralbankerna så småningom kommer vända till en mindre restriktiv penningpolitik eller, om läget försämras mer uttalat, till att stimulera med sänkningar av styrräntorna och eventuellt stöd i form av tillgångsköp. Detta kommer att ha en direkt och avgörande inverkan på badrumsmarknaden.

Resultatutveckling

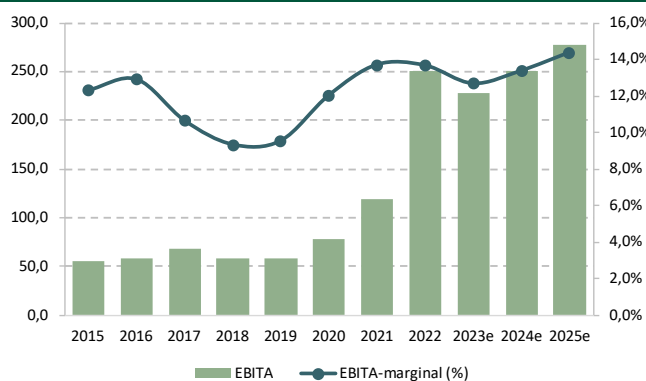
Svedbergs Group har de senaste åren uppvisat en hygglig stabilitet i rörelseresultatet jämfört med svängningarna i efterfrågan. Förvärvet av Roper Rhodes gör som sagt Svedbergs Group till ett helt nytt bolag, men försvårar i viss mån analysen då vi inte har tillgång till full finansiell historik.

Svedbergs Group - EBITA-marginal och organiskt tillväxt



Källa: EPB

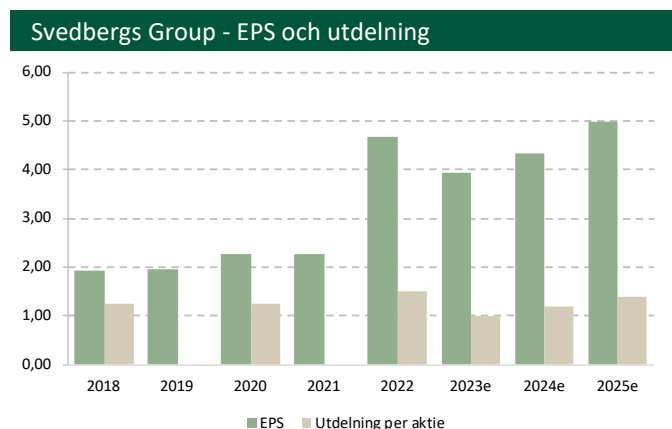
Svedbergs Group - Prognoser 2023-25e



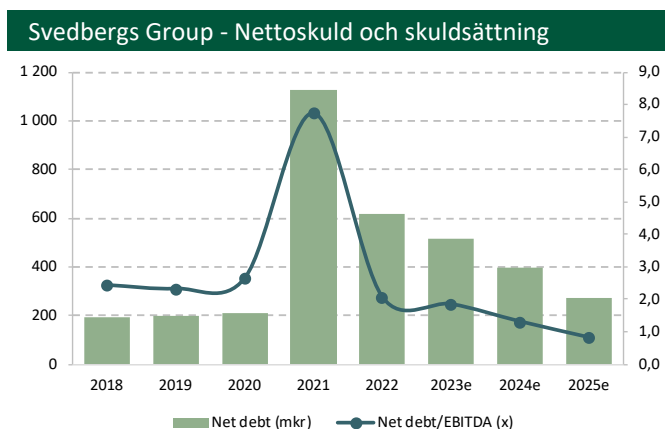
Källa: EPB

Roper Rhodes har dock lyckats hålla i försäljningen bra så här långt i 2023, vilket förklaras med en stor andel premiumprodukter där kunder är mindre ekonomisk påverkade. Dessutom har man på ett bra sätt lyckats kompensera sig för ökade inköpskostnader och inflation. Marginalen för Roper Rhodes har därför stigit under det senaste kvartalet. Denna positiva trend fortsätter och kommer att ha en mothållande effekt i resultatet nu när Roper Rhodes står för mer än halva försäljningen. Detta är särskilt viktigt då den svenska marknaden, med segmenten Svedbergs och Macro Design, uppvisat fallande marginaler så långt under 2023.

Vi räknar med att bruttomarginalen stabiliserar sig kring 41% under innevarande år. Vi bedömer att Svedbergs Group sedan successivt förbättrar bruttomarginalen under 2024/25 till en nivå på 42%. Med stabila försäljnings- och administrativa kostnader, innebär detta att EBITA-marginalen under innevarande år faller från 13,7% till 12,7%, för att sedan repa sig till 13,4% och 14,4% för respektive 2024 och 2025.



Källa: EPB



Källa: EPB

Sammanlagt genererar Svedbergs Group fria kassaflöden på knappt 170 mkr i år och omkring 170-200 mkr under 2024/25. EPS förväntas falla i år från 4,70 till 3,90 kr per aktie. Under 2024 och 2025 återhämtar sig EPS till 4,30 respektive 5,00. Vi förväntar oss att bolaget lämnar en utdelning på 1,00-1,40 under prognosperioden. Det nuvarande förvärvsutrymmet ligger på uppskattningsvis 200 mkr, oaktat förvärvet av Thebalux Holding, men ökar med de förväntade framtida kassaflödena.

Värdering

Kassaflödesmodell (DCF)

I vår absolutvärdering har vi använt en traditionell DCF-modell för att diskontera kassaflöden. Vi har satt ett avkastningskrav på 12% som består av en riskfri ränta på tre procent, en riskpremie på fem procent och en småbolagspremie på fyra procent. Vi har antagit tre procent långsiktig tillväxt och en uthållig EBIT-marginal på 13%. Med dessa antaganden så landar vårt fundamentala värde på 50 kr per aktie. Detta DCF värde motsvarar EV/EBIT-multiplar för våra prognoser för 2024 och 2025 på 10-11x, vilket ligger nära den genomsnittliga värderingen för jämförbara svenska bolag (se vidare relativvärdering nedan).

Känslighetsanalysen för vårt DCF-värde visar till exempel att med en diskonteringsränta på 10%, två procentenheter lägre än vårt grundscenario, och 14% uthållig rörelsemarginal, en procent högre än vad vi antagit och linje med dagens nivå, ger ett 40% högre DCF-värde om 70 kr per aktie. För att komma i närheten av dagens aktiekurs i Svedbergs Group på omkring 28 kr skulle man behöva höja avkastningskravet till omkring 16% och räkna med en rörelsemarginal på 11%.

Svedbergs Group - DCF-värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 432	Riskfri ränta	3,0%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	831	Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBIT-marginal	13,0%
Företagsvärde (EV)	2 264	Småbolagspremie	4,0%	Terminalvärdets andel av EV	37%
Nettoskuld	513	Extra risk-premie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Övriga justeringar	0	WACC	12,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Eget kapital	1 751			Rörelsekapital, % av omsättning	25,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	35			Skattesats	20,0%
Eget kapital per aktie	50				

Källa: EPB

Svedbergs Group - Känslighetsanalys DCF

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%			11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
WACC	8,0%	81	88	98	112	136	WACC	8,0%	87	92	98	103	108
	10,0%	60	63	67	72	80		10,0%	61	64	67	70	73
	12,0%	46	48	50	52	56		12,0%	46	48	50	52	54
	13,0%	41	42	44	46	48		14,0%	36	37	39	40	41
	14,0%	37	38	39	40	42		16,0%	29	30	31	32	33

Källa: EPB

Denna värderingsmodell ger en bra fingervisning om vart Svedbergs Group kan vara värt i befintlig struktur och verksamhet. Vi kan med stor sannolikhet veta att så inte kommer att vara fallet, då Svedbergs Group har för avsikt att genomföra fler förvärv. Förvärvsrisken, och möjligheten, finns där och kommer givetvis att alternera värderingen beroende på prislapp, finansiering och synergier med flera faktorer. Värt att påpeka i sammanhanget är att vi åsätter Svedbergs Group ett relativt stort påslag i diskonteringsräntan på grund av att bolaget är ett small cap med ett börsvärde på drygt en miljard. I takt med att bolaget växer genom fler förvärv kan bolaget självklart komma att värderas högre med en lägre diskonteringsfaktor. Med förvärvet av Roper Rhodes, samt det pågående förvärvet av Thebalux Holding, i ryggen ser vi mer positivt på fler förvärv med mer potential än risk.

Relativvärdering

I vår relativvärdering har vi valt att fokusera på jämförbara svenska bolag med byggrelaterad tillverkning. Svedbergs Group och FM Mattsson är konkurrenter inom badrumsprodukter, medan Nobia tillverkar kök, Inwido fönster, Balco balkonger och Nordic Waterproofing tillverkar tätningsprodukter för tak och byggnader. Alla prognoser och nyckeltal i detta avsnitt baseras på konsensusförväntningar. Våra egna prognoser för Svedbergs Group är således inte inkluderade i detta avsnitt.

När det gäller utländska noterade bolag inom badrumsprodukter så finns det bara ett fåtal, och dom är ofta större bolag med en betydligt högre värdering. Vi har valt att inte jämföra Svedbergs Group med dessa bolag av den enkla anledningen att vi tycker att den saknar relevans just på grund av storlek, värdering och geografi. Ett bra exempel på detta förhållande är Geberit, noterat i Schweiz, med en årsförsäljning på 40 miljarder kronor, ett börsvärde på 192 miljarder kronor och värderas till 21.6x på EV/EBIT för 2024.

Svedbergs Group - Relativvärdering jämförbara svenska bolag											
	BV (SEK)	EV (SEK)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT		
			LTM	2023e	2024e	LTM	2023e	2024e	LTM	2023e	2024e
Svedbergs Group	1 039	1 466	0,8	0,8	0,8	5,4	5,1	4,7	6,3	6,7	6,2
FM Mattsson	2 001	1 993	1,0	--	--	5,8	--	--	7,8	--	--
Nobia	1 408	5 615	0,4	0,4	0,4	10,9	5,5	4,7	--	20,6	15,7
Inwido	6 423	8 064	0,9	0,9	0,9	6,0	6,2	6,5	8,0	8,3	9,1
Balco Group	861	1 085	0,8	0,9	1,0	7,3	8,1	8,3	10,6	12,8	12,8
Nordic Waterproofing	3 892	4 836	1,1	1,1	1,1	11,0	9,9	9,0	18,3	14,7	12,7
Median			0,8	0,8	0,8	7,7	6,9	6,6	10,2	12,6	11,3
Genomsnitt			0,8	0,9	0,9	6,7	6,2	6,5	8,0	12,8	12,7
Svedbergs rabatt median			2%	-1%	5%	31%	27%	29%	38%	47%	45%
Svedbergs rabatt genomsnitt			3%	5%	10%	20%	18%	27%	22%	48%	51%

Källa: Factset

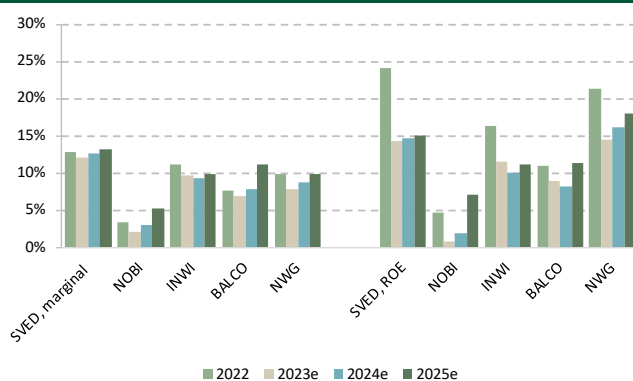
Även om vår jämförelsegrupp är liten och i viss mån jämför bolag med olika finansiella och operationella skillnader så kan vi åtminstone konstatera att Svedbergs Group tillhör de lägst värderade bolagen i gruppen. Rent strikt kan man hävda att Svedbergs Group handlas med en rabatt på uppemot 40-50% mot median och genomsnitt för gruppen mätt som EV/EBIT 2024 på 11.3-12.7x. Känsligheten för värdering av rörelsevinsten illustreras av tabellen nedan, där utgångspunkten är innevarande år och en EBIT på 210 mkr och ett EV/EBIT multipel på 11x.

Svedbergs Group - Känslighet för värdering EV/EBIT						
		EBIT 2023				
EV/EBIT jmf		168	189	210	231	252
	9,0	32	37	43	48	53
	10,0	37	43	49	55	61
	11,0	41	48	55	61	68
	12,0	46	53	61	68	75
	13,0	51	59	67	74	82

Källa: EPB

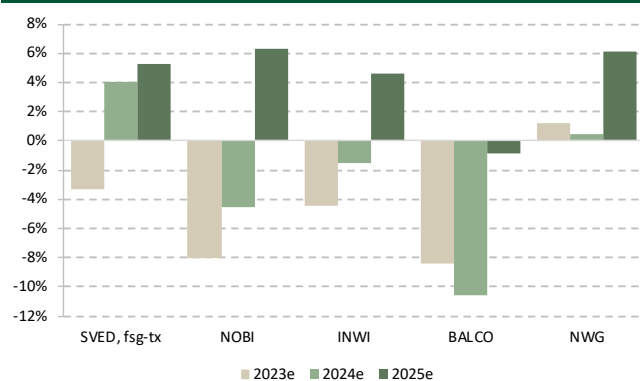
Tittar vi lite närmare på vad som skiljer dessa bolag i form av lönsamhet så ser vi att Svedbergs Group står sig väl i marginaler och avkastning på eget kapital, med högre EBIT-marginaler är jämförelsebolagen på 2022-2025e och en med en avkastning på eget kapital som är högre eller lika med alla bolag utom Nordic Waterproofing för samma period. Det ser också ut som Svedbergs Group också åtnjuter en mer fördelaktig försäljningsutveckling än sina jämförelsebolag, Nobia, Inwido och Balco Group.

Svedbergs Group - Jämförbara bolag på lönsamhet



Källa: EPB, Factset

Svedbergs Group - Jämförbara bolag på försäljningstillväxt



Källa: EPB, Factset

Slutsatser värdering

Vårt motiverade långsiktiga värde för Svedbergs Group är 50-55 kr per aktie och grundar sig på vår kassaflödesmodell och multipelvärdering. Vi kan konstatera att Svedbergs Group, vars aktie i dagsläget handlas på omkring 28 kr, är undervärderad med ca 40-45% mot vår värdering enligt en kassaflödesmodell och i jämförelse med liknande svenska bolag. En eventuell ytterligare uppsida i ett positivt scenario kan komma genom fler förvärv.

ESG-agenda

Svedbergs Group består av fyra segment som delvis agerar på olika marknader och med delvis olika affärsmodeller. Den övergripande affären har en tydlig gemensam inriktning att vara långsiktigt hållbar, där såväl miljövärden, sociala värden som ekonomiska värden inkluderas i alla affärsbeslut.

Bolaget har identifierat fem fokusområden som speglar sju av FN:s globala hållbarhetsmål som ett ramverk för verksamheten:

1. Minska produkternas miljöpåverkan (mål 12 - hållbar konsumtion och produktion)
2. Minska utsläpp av växthusgaser (mål 12 och 13 - bekämpa klimatförändringarna)
3. Resurseffektivitet (mål 9-hållbar industri, innovationer och infrastruktur och mål 12)
4. Trä från hållbart och uthålligt skogsbruk (mål 12 och 15 - ekosystem och biologisk mångfald)
5. Ansvarstagande varsamhet (mål 3, - god hälsa och välbefinnande, Mål - 5 jämställdhet och Mål 8 - anständiga arbetsvillkor och ekonomisk tillväxt)

För att driva arbetet med fokusområdena framåt har koncernen satt upp kvantitativa mål som ska uppnås senast år 2030, där resultatet från år 2021 används som referenspunkt. Koncernen har som målsättning att minska sina koldioxidutsläpp med 50% till år 2030. Svedbergs kartlägger koncernens direkta och indirekta utsläpp enligt den globala standarden Greenhouse Gas Protocol och följer upp hur målet efterlevs. Koncernen prioriterar leverantörer med hållbara transportlösningar och ställer höga krav på deras miljöprofil och rapportering av utfall. Koncernen strävar även efter att i såväl designprocessen som genom hela produktionen finna lösningar som förlänger produkternas livslängd. Detta arbete inkluderar cirkulära designprinciper, en ökad andel egen produktion samt kontinuerlig översyn av befintliga miljömärkningar av produkter och anpassning av processer för att uppfylla relevanta certifieringar. Koncernens målsättning är att all energiförbrukning ska vara förnybar år 2030. De svenska delarna av koncernen har sedan 2019 enbart använt 100% förnybar energi, och dotterbolaget Roper Rhodes installerade en solcellsanläggning år 2022, vilket har gjort dem självförsörjande på grön energi.

Svedbergs Groups mål är att bedriva en verksamhet som främjar god hälsa och goda arbetsvillkor genom hela värdekedjan, och de arbetar därmed mot FN:s mål 3 (God hälsa och välbefinnande), mål 5 (Jämställdhet) och mål 8 (Anständiga arbetsvillkor och ekonomisk tillväxt). Koncernen ställer höga krav på ansvarstagande, både inom den egna verksamheten och hos leverantörer och andra samarbetspartners. Att respektera mänskliga rättigheter och bidra till en välmående och säker arbetsmiljö har hög prioritet. Bolagets Code of Conduct bygger på FN:s Global Compact och reglerar bland annat mänskliga rättigheter, miljö- och arbetsförhållanden samt affärsetik. Alla leverantörer till koncernen måste underteckna Code of Conduct, och Svedbergs sourcing council utvärderar sedan varje leverantör minst en gång per år. Vid eventuella avvikelser och brister upprättas en åtgärdslista, och samverkan sker med leverantören för att åtgärda bristerna. Vid upprepade brister avbryts samarbetet och avtalet. Kompetensutveckling och vidareutveckling av medarbetarna är ett viktigt område inom koncernen. Interna utbildningar hålls löpande inom olika områden. Som en temperaturmätare på hur de egna medarbetarnas situation upplevs genomförs medarbetarundersökningar samt medarbetarsamtal årligen.

Styrelsen består av 37,5% kvinnor, och ledande befattningshavare är enbart män. För att främja god styrning ur ett hållbarhetsperspektiv främjar Svedbergs visselblåsarfunktioner samt har en transparent ersättningspolicy för anställda i ledande befattningar som beslutas av ett ersättningsutskott.

Ägarbild, styrelse och ledning

Största ägaren sett till kapital och röster är Stena Adactum med 40,63%. Därefter följer Nordea Fund med 13,78%, If Skadeförsäkring AB med 11,45%, Avanza Pension med 3,06% och Nordnet Pensionsförsäkring med 2,56%.

Styrelse

Svedbergs styrelse består i dagsläget av 6 styrelseledarmöten, vilka följer nedan:

Andreas Wassberg – Styrelseordförande

Styrelseledamot sedan 2016, ordförande sedan 2017. Tidigare VD och koncernchef Ballingslöv International, Gustaf Kähr samt Beijer Byggmateriel. Nuvarande uppdrag inkluderar VD och koncernchef för Stena Adactum och medlem i Stena Sphere Coordination Group samt poster som ordförande i Ballingslöv International, Envac, Kährs Holding och Kährs Bond Co, ledamot i Inwido, EmSi Invest och Guynnebo Holding. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen men inte till bolagets större aktieägare. Aktieinnehav: 83 332.

Jan Svensson – Styrelseledamot

Styrelsemedlem sedan 2013. Tidigare befattningar inkluderar chefstjänster inom Skandia, Nordenchef Commercial och stabschef för koncernen if. Nuvarande uppdrag inkluderar styrelsearbete i små och medelstora bolag, samt styrelseordförande i Håkan Hardenberger. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen respektive bolagets större aktieägare. Aktieinnehav: 8 333.

Ingrid Osmundsen – Styrelseledamot

Invald 2017. Tidigare ledande befattningar inom detaljhandel och grossistverksamhet bland annat Sverigechef för Lindex, VD och Koncernchef Wedins, VD Day Birger et Mikkelsen, GMM Direktör Nike Europa, Inköpschef Macys USA och COO Claires Europa. Nuvarande befattning inkluderar managementkonsult och VD för Osmundsen Consulting. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen respektive bolagets större aktieägare. Aktieinnehav: 2 550.

Susanne Lithander - Styrelseledamot

Styrelsemedlem sedan 2020. Tidigare uppdrag var som CFO för Billerud/Korsnäs och dessförinnan flera ledande roller inom Ericsson. Nuvarande befattning inkluderar CFO för NCC-koncernen. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen respektive bolagets större aktieägare. Aktieinnehav: 2 000.

Joachim Frykberg – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2021. Tidigare VD för Julia AB och Julia Holding. Han har sedan 2002 varit verksam i Julia koncernen. Nuvarande befattning inkluderar Ledamot i S-Invest Trading samt egen verksamhet, Joachim Frykberg AB, som styrelseproffs, rådgivare och investerare sedan 2021. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen men inte till bolagets större aktieägare. Aktieinnehav: 5 000.

Kristoffer Väliharju – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2020. Tidigare VD på CDON.COM mellan 2018-2021. Han har dessförinnan innehaft ett antal chefsbefattningar inom Dustin Group och Dell. Nuvarande befattningar inkluderar VD på Goldpen Computing AB. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen respektive bolagets större aktieägare. Aktieinnehav: 3 832.

Ledning

Per-Arne Andersson – Koncernchef Svedbergs Group

Tidigare VD och koncernchef i Kinnarps koncernen och VD i CC Höganäs byggkeramik AB. Nuvarande styrelseuppdrag inkluderar Navinova, Scandianvia and Finnish Interiors, Skallycke Förvaltning samt bolagsman för TEAM SVEDBERG handelsbolag. Civilekonomexamen från Högskolan i Jönköping. Aktieinnehav: 58 998. 160 000 teckningsoptioner.

Mats Lundmark – CFO Svedbergs Group

Tidigare CFO i Strömholmen/Barnes FMC, Finansdirektör i Isaberg Rapid och finanschef i Recticel Norden & Baltikum. Ekonomexamen från Linköpings Universitet. Aktieinnehav: 2 498. 37 000 teckningsoptioner.

Thomas Elvin – VD Svedbergs i Dalstorp AB

Tidigare VD i Itab Shop Concept Sverige och VD i Stiga AB. Han har en marknadsekonomexamen från IHM Business School. Nuvarande befattningar inkluderar styrelsesuppleant i Easyform AB. Aktieinnehav: 8 975 25 000 teckningsoptioner.

Thomas Gunnarsson – VD Macro Design AB

Tidigare Supply Chain director på Kinnarps AB och tidigare VD för Rosenqvist Maskin AB. Har en Civilekonomexamen från Högskolan i Jönköping. Nuvarande befattningar inkluderar ledamot i Dependia. Aktieinnehav: 7 136.

Michael Cassøe – VD Cassoe AS

Tidigare VD, DFI samt vice VD för DFI Geisler. Har en examen i HHX från Handelskole. Aktieinnehav: 300 000 och teckningsoptioner 37 000.

Leigh Leather – VD Roper Rhodes

Tidigare affärschef för Kohler Company, Head of National Accounts på Kohler Mira samt vice VD på Grohe. Har en master i företagsekonomi från Warwick Business School. Aktieinnehav: 21 371.

SWOT-analys

Svedbergs Group - SWOT analys

Styrkor

Stark varumärkeskännedom
Stor och bred produktportfölj
Innovativa och väl designade badrum
Starka distributionskanaler
Fokus på hållbarhet

Svagheter

Stort beroende av två huvudmarknader
Stor konkurrens på marknaderna
Viss valutarisk

Möjligheter

Växa på europamarknaden
Ny teknik och digitalisering
Hållbarhet kan driva tillväxt och lönsamhet
Växa starkare i ett nätverk av kunder och leverantörer

Hot

Stagnerande ekonomier
Tilltagande konkurrens
Ökad reglering bla på hållbarhetsområdet
Störningar i leveranskedjan

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	622	609	649	869	1 833	1 796	1 868	1 924
Totala intäkter	622	609	649	869	1 833	1 796	1 868	1 924
Kostnad sålda varor	-363	-351	-375	-502	-1 076	-1 054	-1 093	-1 116
Bruttoresultat	260	258	274	366	757	742	775	808
Försäljningskostnader	-156	-151	-148	-193	-394	-395	-407	-414
Administrationskostnader	-38	-36	-36	-56	-100	-99	-101	-102
R&D-kostnader	-11	-12	-9	-7	-20	-18	-19	-19
Övriga rörelsekostnader	25	27	10	35	55	47	54	60
EBITDA	80	85	80	146	298	277	303	333
Jämförelsestörande poster	0	0	-12	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	80	85	92	146	298	277	303	333
Avskrivningar	-22	-27	-2	-26	-47	-48	-52	-56
EBITA, justerad	58	58	90	119	251	228	250	277
Amortering	-3	-2	-12	-24	-17	-16	-21	-23
EBIT	55	56	66	95	234	212	230	254
EBIT, justerad	55	56	78	95	234	212	230	254
Finansnetto	-3	-3	-4	-15	-28	-38	-38	-34
Resultat före skatt	51	53	62	80	206	174	192	220
Resultat före skatt, justerad	51	53	74	80	206	174	192	220
Total skatt	-11	-12	-14	-21	-40	-35	-38	-44
Nettoresultat	41	41	48	59	166	139	153	176
Nettoresultat, justerad	41	41	60	59	166	139	153	176
Intäkstillväxt	-	-2%	7%	34%	>100%	-2%	4%	3%
Bruttomarginal	41,7%	42,3%	42,2%	42,2%	41,3%	41,3%	41,5%	42,0%
EBIT-marginal, justerad	8,8%	9,2%	12,0%	10,9%	12,8%	11,8%	12,3%	13,2%
EPS, justerad	1,92	1,96	2,82	2,27	4,69	3,95	4,34	4,98
EPS-tillväxt, justerad	-	2%	44%	-20%	>100%	-16%	10%	15%

Källa: Svedbergs Group AB, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	55	56	66	95	234	212	230	254
Övriga kassaflödesposter	10	14	-3	16	-2	-8	-4	1
Förändringar i rörelsekapital	-2	-17	18	-5	0	4	-19	-20
Kassaflöde från den operationella verksamheten	63	53	81	106	232	208	208	234
Investeringar i anläggningstillgångar	-19	-26	-18	-8	-28	-36	-37	-38
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-19	-26	-18	-8	-28	-36	-37	-38
Fritt kassaflöde	45	27	62	98	204	172	170	196
Förvärv och avyttringar	0	0	-66	-795	-150	0	0	0
Förändring av skulder	15	6	0	992	-655	0	-100	0
Utdelningar	-48	-26	0	-27	0	-53	-35	-42
Övriga poster	-4	1	12	2	462	-16	-20	-30
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-36	-19	-54	173	-343	-69	-155	-72
Kassaflöde	8	8	9	271	-140	103	15	124
Nettoskuld	195	198	212	1 128	616	513	399	275

Källa: Svedbergs Group AB, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	160	160	260	971	1 001	1 003	1 001	997
Materiella anläggningstillgångar	70	75	71	282	289	258	224	188
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	2	2	2	2
Övriga anläggningstillgångar	0	9	9	40	28	28	28	28
Summa anläggningstillgångar	231	245	341	1 294	1 320	1 291	1 256	1 215
Varulager	118	134	130	326	444	435	458	471
Kundfordringar	126	120	138	322	291	291	290	298
Övriga omsättningstillgångar	12	5	7	68	35	36	37	38
Likvida medel och kortfristiga placeringar	21	36	58	320	200	303	318	442
Summa omsättningstillgångar	277	295	334	1 035	971	1 065	1 103	1 250
SUMMA TILLGÅNGAR	508	540	674	2 328	2 291	2 356	2 358	2 465
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	163	179	227	267	935	1 022	1 140	1 273
Summa eget kapital	163	179	227	267	935	1 022	1 140	1 273
Långfristiga räntebärande skulder	131	132	157	691	727	726	630	634
Långfristiga leasingskulder	0	3	4	20	10	10	8	6
Övriga långfristiga skulder	18	21	36	135	132	130	120	100
Summa långfristiga skulder	148	156	196	846	868	866	758	740
Kortfristiga räntebärande skulder	86	93	105	718	61	60	60	60
Leverantörsskulder	43	37	39	102	113	108	112	115
Kortfristiga leasingskulder	0	7	6	20	19	20	18	16
Övriga kortfristiga skulder	68	69	102	376	294	280	270	260
Summa kortfristiga skulder	196	206	251	1 216	487	468	460	451
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	508	540	674	2 328	2 291	2 356	2 358	2 465

Källa: Svedbergs Group AB, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-2%	7%	34%	>100%	-2%	4%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	6%	8%	59%	>100%	-7%	9%	10%
EBIT-tillväxt, justerad	-	3%	38%	22%	>100%	-10%	8%	11%
EPS-tillväxt, justerad	-	2%	44%	-20%	>100%	-16%	10%	15%
Bruttomarginal	41,7%	42,3%	42,2%	42,2%	41,3%	41,3%	41,5%	42,0%
EBITDA-marginal	12,9%	14,0%	12,3%	16,8%	16,3%	15,4%	16,2%	17,3%
EBITDA-marginal, justerad	12,9%	14,0%	14,1%	16,8%	16,3%	15,4%	16,2%	17,3%
EBIT-marginal	8,8%	9,2%	10,2%	10,9%	12,8%	11,8%	12,3%	13,2%
EBIT-marginal, justerad	8,8%	9,2%	12,0%	10,9%	12,8%	11,8%	12,3%	13,2%
Vinst-marginal, justerad	6,5%	6,8%	9,2%	6,8%	9,0%	7,8%	8,2%	9,1%

Källa: Svedbergs Group AB, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	24%	29%	24%	28%	14%	14%	15%
ROCE, justerad	Neg.	15%	18%	9%	14%	12%	13%	14%
ROIC, justerad	Neg.	15%	19%	10%	16%	14%	15%	16%

Källa: Svedbergs Group AB, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	19%	22%	20%	37%	24%	24%	25%	25%
Kundfordringar / totala intäkter	20%	20%	21%	37%	16%	16%	16%	16%
Leverantörsskulder / KSV	12%	11%	10%	20%	11%	10%	10%	10%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	36%	39%	44%	>100%	32%	31%	29%	28%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	25%	21%	27%	20%	21%	22%	22%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	1,5x	1,3x	0,5x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x

Källa: Svedbergs Group AB, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	195	198	212	1 128	616	513	399	275
Soliditet	32%	33%	34%	11%	41%	43%	48%	52%
Nettoskuldsättningsgrad	1,2x	1,1x	0,9x	4,2x	0,7x	0,5x	0,3x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	2,4x	2,3x	2,7x	7,7x	2,1x	1,9x	1,3x	0,8x

Källa: Svedbergs Group AB, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	1,92	1,96	2,28	2,27	4,69	3,95	4,34	4,98
EPS, justerad	1,92	1,96	2,82	2,27	4,69	3,95	4,34	4,98
FCF per aktie	2,11	1,27	2,94	3,78	5,76	4,87	4,82	5,55
Utdelning per aktie	1,25	0,00	1,25	0,00	1,50	1,00	1,20	1,40
Eget kapital per aktie	7,70	8,46	10,8	10,3	26,5	28,9	32,3	36,0
Antal aktier vid årets slut, m	21,1	21,1	21,1	26,0	35,3	35,3	35,3	35,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	21,1	21,1	21,1	26,0	35,3	35,3	35,3	35,3

Källa: Svedbergs Group AB, EPB

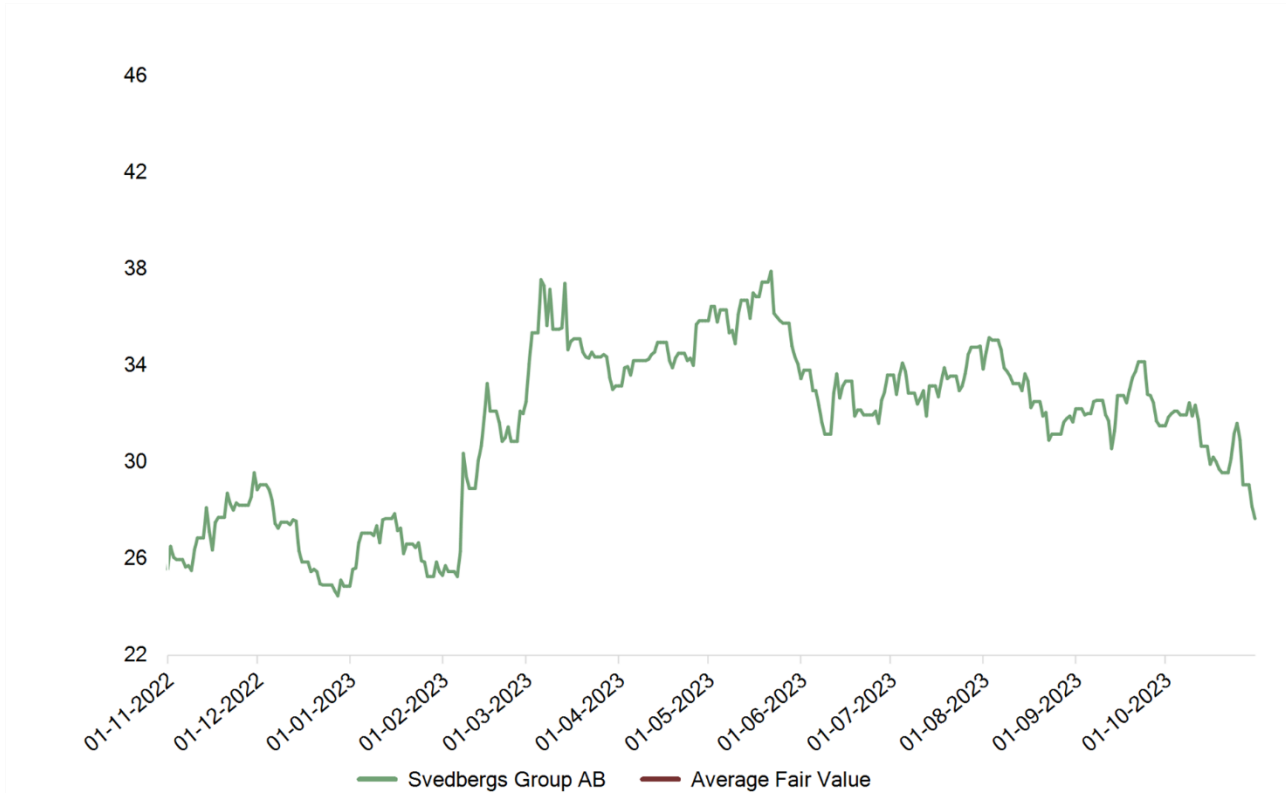
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	12,0x	11,8x	9,9x	30,9x	5,4x	7,1x	6,4x	5,6x
P/EK	3,0x	2,7x	2,6x	6,8x	1,0x	1,0x	0,9x	0,8x
P/FCF	11,0x	18,3x	9,5x	18,6x	4,4x	5,7x	5,8x	5,0x
FCF-yield	9%	5%	11%	5%	23%	17%	17%	20%
Direktavkastning	5,4%	0,0%	4,5%	0,0%	6,0%	3,6%	4,3%	5,0%
Utdelningsandel, justerad	65,0%	0,0%	44,3%	0,0%	32,0%	25,3%	27,6%	28,1%
EV/Sales	1,1x	1,1x	1,2x	3,0x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	8,6x	8,1x	8,8x	17,9x	5,1x	5,4x	5,0x	4,5x
EV/EBIT, justerad	12,5x	12,3x	10,3x	27,5x	6,4x	7,1x	6,5x	5,9x
EV	684	688	804	2 611	1 506	1 502	1 502	1 502
Aktiekurs	23,2	23,2	28,0	70,1	25,2	28,0	28,0	28,0

Källa: Svedbergs Group AB, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Svedbergs Group AB (SVEDB SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

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

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en rikt Kurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftigt rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se