



Penser Access by Carnegie

Byggmaterial | Sverige | 23 april 2024

HAKI Safety

Rekordstark bruttomarginal trots svagt första kvartal

Q1-rapporten – svaga volymer och svårt jämförelsetal

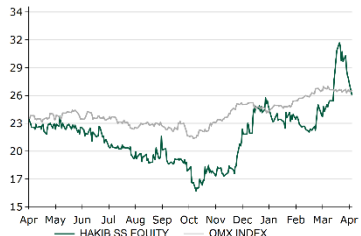
Nettoomsättningen sjönk med 32% y/y, varav 27% organiskt och 5% till följd av avyttringen av dotterbolaget FAS Converting i slutet av 2023. Viktigt att belysa är att Q1 2023 omsättningsmässigt var ett rekordkvartal. Vi noterar att Q2-siffrorna också möter en tuff jämförelse. Trots svaga volymer under Q1 steg bruttomarginalen till rekordnivån 36% (31,5%), vilket var drivet av interna effektiviseringsåtgärder och förvärvssynergier. Detta visar på styrka i HAKIs verksamheten trots svaga volymer i en avvaktande marknad. Bolaget signalerade tydligt i rapporten att den nuvarande marknadsaktiviteten är hög och att de projekt och investeringar som kunderna senarelagat kommer förverkligas under H2 2024.

Den cykliska botten passerades under Q1

Vår bedömning är att Q1 markerade den cykliska botten för HAKIs verksamhet och våra prognoser för helåret 2024 bygger på en successiv återhämtning med tyngdpunkten i andra halvåret. Den höga bruttomarginalen signalerar en fin operationell hävstång när volymerna återhämtar sig. Vi ser en fortsatt potential i att effektivisera försörjningskedjan och realisera förvärvssynergier. Under 2023 frigjordes 30 mkr i varulager. Givet det nya målet att öka lageromsättningshastigheten till 4x från 2x per år så finns det avsevärt mer kapital att frigöra som kan bidra till förvärvsfinansieringen. Vi har sänkt vår omsättningsprognos för 24-26e med 5% men lämnar EPS-estimatet mer eller mindre oförändrade. Anledningen till detta är att vi har höjt bruttomarginalen till 35-36% (32-33%) för samma prognosperiod.

Väl positionerad för långsiktigt god tillväxt och lönsamhet

HAKI har en skicklig ledning, långsiktiga huvudägare, en stark marknadsposition och en framgångsrik tillväxtstrategi. Marknaden för Safe Access Solutions drivs av megatrender som befolkningstillväxt, urbanisering, ökad lagstiftning och högre krav på säkerhet. Vi förväntar oss en fortsatt renodling av koncernens verksamhet. Värderingen är låg och skapar en attraktiv "risk-reward". Aktien handlas i nivå med eget kapital, P/EK 1,0x, och till drygt 40% rabatt på EV/EBITDA 24e i förhållande till jämförbara bolag. Vi lyfter fram en hög FCF-yield 2024-26e på mellan 14-16%. Aktien handlas till EV/EBITDA 24e på 5,4x, vilket indikerar en rabatt på 44% jämfört med relativgruppens median. Applicerar vi 20% rabatt på medianen så landar vi på ett motiverat värde om 36 kr och vår DCF-modell indikerar ett värde om 30 kr per aktie.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	24e	25e	26e		2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	30,0 - 36,0 kr												
Totala intäkter	-5,0%	-5,0%	-5,0%	Totala intäkter	1 188	1 099	1 154	1 212	Aktiekurs	26,0 kr												
EBIT, just.	0,4%	-0,4%	0,0%	Tillväxt	2%	-7%	5%	5%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	-1,9%	-1,2%	-0,8%	EBITDA, just.	193	176	195	202	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	86	97	109	115														
Q2 - rapport	12 juli 2024			EPS, just.	1,8	2,2	2,6	2,7														
Q3 - rapport	23 oktober 2024			EPS-tillväxt, just.	-26%	24%	17%	7%														
				EK/aktie	23,5	24,7	26,3	28,1														
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie	0,9	1,0	1,0	1,1														
Antal aktier	27m			EBIT-marginal	8,3%	8,4%	9,4%	9,5%														
Börsvärde	711			ROE, just.	7,8%	9,2%	10,2%	10,2%														
Nettoskuld	414			ROCE, just.	8,2%	9,0%	9,8%	9,9%														
EV	1 125			EV/Sales	0,8x	1,0x	1,0x	0,9x														
Free float	38%			EV/EBITDA	5,0x	5,4x	5,1x	4,6x														
Daglig handelsvolym, snitt	24k			EV/EBIT	11,3x	10,1x	9,1x	8,2x	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		✓																				
Bloomberg Ticker	HAKIB SS EQUITY			P/E, just.	12,5x	11,7x	10,1x	9,5x														
				P/EK	0,9x	1,1x	1,0x	0,9x														
Analytiker				Direktavkastning	4,1%	3,7%	3,8%	4,0%														
Mathias Carlsson				FCF yield	21%	17%	14%	15%														
mathias.carlsson@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	1,9x	1,5x	1,4x	1,1x														

Investment case

HAKI Safety har en solid, diversifierad marknadsposition inom Safe Access Solutions, både vad gäller kundområden och geografisk spridning. De långsiktiga tillväxtmöjligheterna är goda eftersom den organiska tillväxten drivs av megatrender såsom befolkningstillväxt, urbanisering och högre krav på säkerhet. Hållbarhets-caset är starkt givet fokus på säkra arbetsplatser.

Bolaget har en bevisat framgångsrik diversifierings- och förvärvsstrategi, vilket möjliggör en stabil och lönsam tillväxt över en konjunkturcykel. HAKI Safety har en skicklig och motiverad ledning och en långsiktig huvudägare, vilket ger en solid grund och goda möjligheter till en fortsatt stark tillväxt och renodling av koncernens verksamhet.

Vår bedömning är att HAKI Safety, inom en relativt snar framtid, kommer att avyttra Landqvist Mekaniska Verkstad, vilket är den enda kvarvarande verksamheten som inte ingår

Värderingen av aktien är låg och skapar enligt vår bedömning en attraktiv "risk-reward".

Bolagsbeskrivning

HAKI Safety är en industriell koncern med fokus på säkerhetsprodukter och -lösningar som skapar säkra arbetsförhållanden på tillfälliga arbetsplatser. Bolaget var tidigare ett konglomerat, men efter en mycket framgångsrik strategisk omläggning och transformering är verksamheten väl positionerad för en långsiktig god tillväxt och lönsamhet i kärnverksamheten.

HAKI Safety erbjuder marknadsledande helhetslösningar för säkra arbetsförhållanden i komplexa och krävande miljöer. Erbjudandet riktar sig till fyra kundområden: Industri, Infrastruktur, Energi samt Bygg och Anläggning. Dessa kundområden har olika konjunkturcykler, vilket balanserar svängningar i efterfrågan och leder till en stabilare tillväxt och lönsamhet. Efterfrågan drivs av befolkningstillväxt, urbanisering, växande regelverk och ökande krav inom säkerhet och hållbarhet. Tillväxten sker både organiskt och via förvärv. Hittills har HAKI Safety gjort fyra framgångsrika och värdeskapande förvärv och är väl positionerade för att fortsätta att konsolidera en fragmenterad marknad.

Landqvist Mekaniska Verkstad står för cirka 7% av koncernens omsättning. Bolaget bedriver mekanisk verkstad fokuserad på legotillverkning för svensk industri, exempelvis fordonsbranschen. Vi räknar med att bolaget inte kommer vara en del av koncernen i framtiden.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde på 30-36 kr per aktie. Detta värde genereras genom en kombination av kassaflödesvärdering och en relativvärdering gentemot jämförbara bolag. Risknivån bedöms som medelhög, vilket underbyggs av att någon konkret vändning ännu inte materialiserats i konjunkturen för Safe Access Solutions, samtidigt som nettoskulden fortsatt är på en hög nivå.

Kvartalet i korthet

Q1 2024 var svagt, men det är också viktigt att komma ihåg att Q1 2023 var ett rekordkvartal omsättningsmässigt. Nettoomsättningen sjönk med 32% y/y. Organiskt minskade den med 27% och resterande 5% var en följd av avyttringen av dotterbolaget FAS Converting i Q4 2023. Valutakursförändringarna påverkade inte omsättningen i kvartalet.

Bruttomarginalen var 36% (31,5%), vilket är en rekordnivå i ett enskilt kvartal. Effektiviseringar och synergieffekter ligger bakom merparten av förbättringen från föregående år. Den höga bruttomarginalen signalerar en fin operationell hävstång när volymerna återhämtar sig. Vår bedömning är att Q1 markerade den cykliska botten för HAKIs verksamhet och våra prognoser för helåret bygger på en successiv återhämtning med tyngdpunkten i andra halvåret 2024.

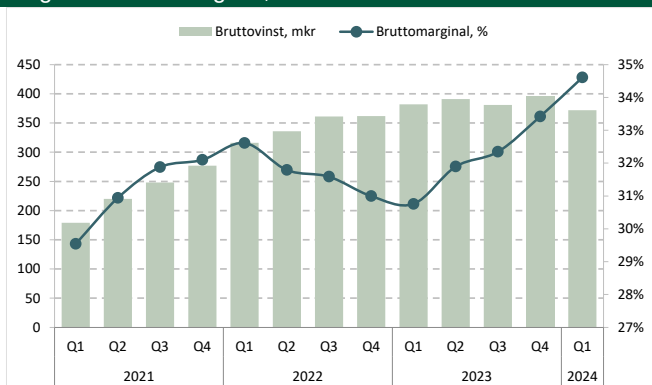
Justerad EBITA var 14 mkr (34), vilket motsvarar en EBITA-marginal om 5,8% (9,6%). De lägre volymerna förklarar marginaltappet, som till viss del kompenseras av den ökande bruttomarginalen. HAKIs mål är en EBITA-marginal om minst 10% och vi räknar med att bolaget genererar en marginal på 9-10% redan 2024.

Avyttringen av FAS Converting hade en negativ påverkan om 5 mkr på EBIT, som uppgick till 7 mkr (32).

Kassaflödet från den löpande verksamheten var -18 mkr (60) och påverkades negativt av en ökad fakturering i slutet av Q1 och ökade inköp av hyresmaterial för energiprojekt. Detta ger en indikation om att andra kvartalet bör se en sekventiell förbättring i omsättning och lönsamhet.

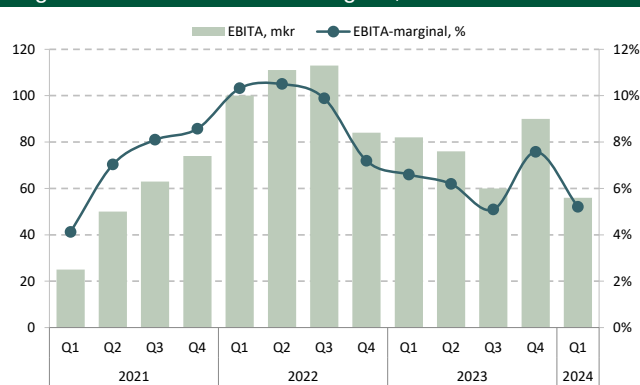
Kassaflödet påverkades positivt med 38 mkr genom avyttringen av FAS Converting Machinery.

Figur 1: Bruttomarginal, R12m



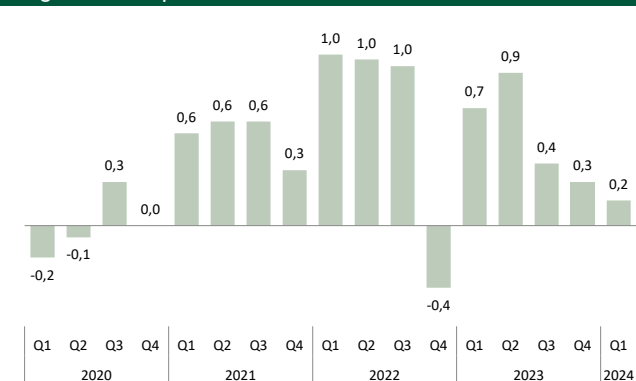
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 2: EBITA och EBITA-marginal, R12m



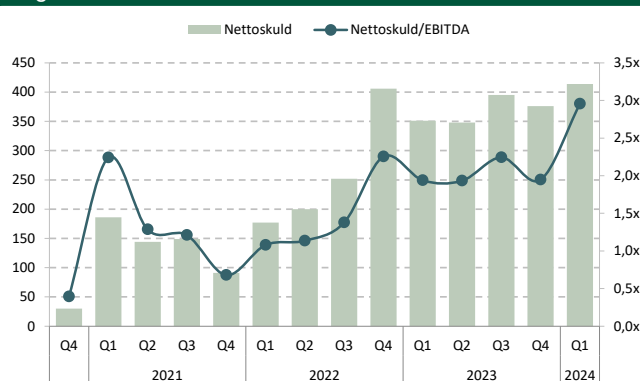
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 3: EPS per kvartal



Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 4: Nettoskuld och Nettoskuld/EBITDA, R12m



Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Tydliga finansiella mål

HAKI genomförde sin första kapitalmarknadsdag den 14 mars 2024. Bolaget tydliggjorde sin strategi och introducerade finansiella mål och utdelningspolicy. Vi summerar våra tankar kring dessa mål nedan.

Fördubblad nettoomsättning på fyra år

Nettoomsättningen ska vara 2 000 mkr 2027, vilket innebär 18% genomsnittlig tillväxt per år, om vi justerar för avyttringen FAS och en framtida potentiell avyttring av Landqvist. Tillväxten ska uppnås genom en kombination av organisk tillväxt, särskilda projektsatsningar och förvärvad tillväxt. Vi bedömer att förvärv av 1-2 bolag per år kommer stå för cirka 50% av tillväxten. Vår bedömning är att HAKI är väl rustade för tillväxt. Ledningen har framgångsrikt transformerat bolaget från konglomerat till fokuserad industrikoncern. HAKI har utvecklats till att erbjuda totala säkerhetslösningar och inte enbart systemställningar. Bolaget har idag ett starkt erbjudande och position i en attraktiv diversifierad marknad, en solid strategi och en stor lönsamhetspotential genom att förbättra sin försörjningskedja.

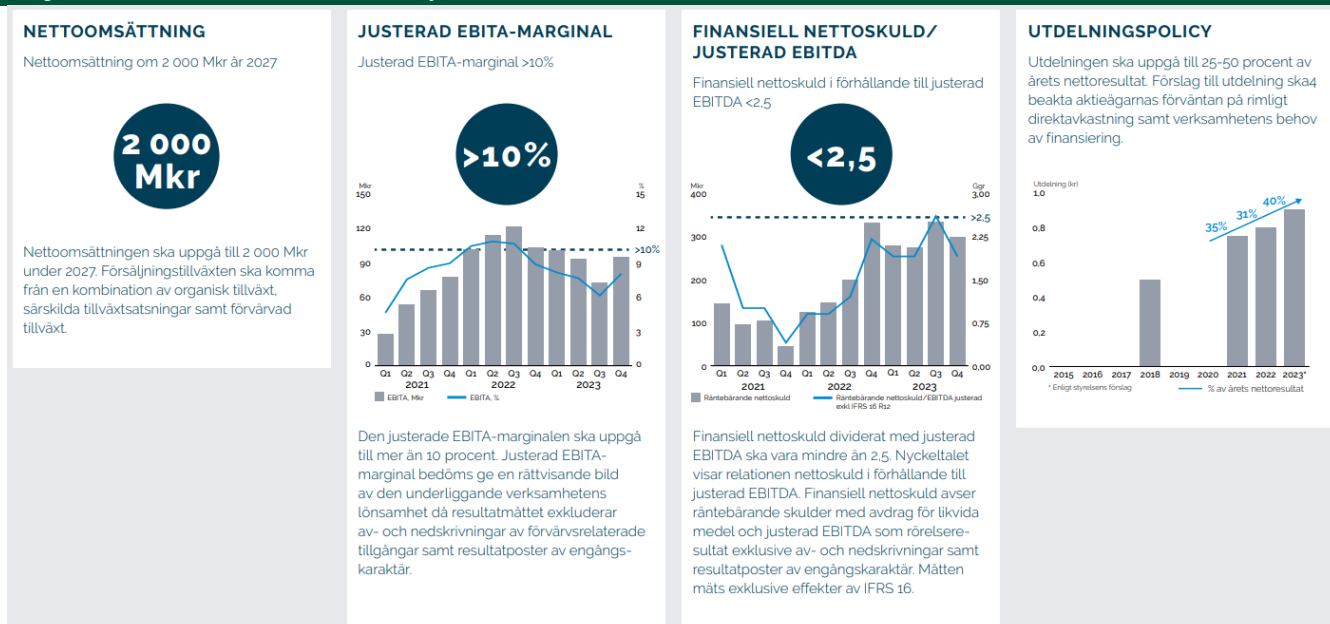
Marginalen ska överstiga 10%

Den justerade EBITA-marginalen ska vara minst 10%. Vi tycker att marginalmålet är högst rimligt, på gränsen till konservativt, med hänsyn till att HAKI ser en stor potential i att effektivisera försörjningskedjan och realisera förvärvssynergier. Under 2023 frigjordes 30 mkr i varulager. Givet det nya målet att öka lageromsättningshastigheten till 4x från 2x per år så finns det avsevärt mer kapital att frigöra som kan bidra till förvärvsfinansieringen. Kostnadsbesparingar på 14 mkr realiserades i 2023 och bolaget ser en stor potential i att minska den totala konverteringskostnaden med 4%. Bolaget räknar med att realisera synergier på 5-10% av KSV i de bolag som potentiellt kommer förvärfvas. HAKI utvärderar kontinuerligt 5-10 potentiella förvärv och vi ser goda möjligheter till avslut under 2024.

Stark finansiell position ger en solid grund för tillväxt i kombination med ökad utdelning

ND/EBITDA ska vara mindre än 2,5x. Vid slutet av Q1 2024 låg den på 2,6x (justerad EBITDA). Vi räknar dock med att den kan sjunka till cirka 1,3-1,5x i slutet av 2024, om avyttringen av Landqvist Mekaniska sker under året. Vi räknar med att HAKI kommer kunna finansiera den planerade tillväxten med egna kassaflöden och en stark balansräkning. HAKIs utdelningspolicy är att 25-50% av nettovinsten ska delas ut och vi räknar med att bolaget fortsätter bygga på de senaste tre årens positiva trend då utdelningen legat på i snitt 35% per år och ökat med i snitt 10% per år. Vi vill lyfta fram att HAKIs exponering mot den svenska byggkonjunkturen är låg givet att enbart 8% av koncernens omsättning genereras i Sverige.

Figur 5: Finansiella mål för HAKI Safety



Källa: HAKI Safety

Värdering

Vi har sänkt vår omsättningsprognos för 24-26e med 5% men lämnar EPS-estimatet mer eller mindre oförändrade. Anledningen till detta är att vi har höjt bruttomarginalen till 35-36% (32-33) för samma prognosperiod.

Vårt motiverade värde för aktien är 30-36 kr. På längre sikt ser vi en ytterligare potential i ökat aktieägarvärde om HAKI Safety fortsätter att växa genom förvärv och renodla verksamheten genom att avyttra Landqvist Mekaniska.

Vi har en konservativ, dock optimistisk, syn på de kommande tre årens tillväxt och marginalförbättringar, vilka drivs av HAKI Safetys organiska satsningar, förvärv och fokus på kärnverksamheten.

Aktien värderas fortfarande till en signifikant rabatt mot jämförbara bolag, vilka förvisso är större, men som inte förväntas visa samma kraftfulla lönsamhetsutveckling under kommande år.

HAKI Safety handlas till EV/EBITDA 24e på 5,4x, vilket indikerar en rabatt på drygt 40% jämfört med relativgruppens median. Om vi applicerar 20% rabatt på medianen, eftersom HAKI Safety är ett mindre bolag med kortare historik av tillväxt, så landar vi på ett motiverat värde om 36 kr och vår DCF-modell indikerar ett värde om 30 kr per aktie.

Figur 6: Relativgrupp - värdering

Bolag	EV/Sales (x)			EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)			Nettoskuld/EBITDA (x)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Alimak Group	1,9	1,8	1,7	10,0	8,6	8,4	12,7	11,2	10,6	15,7	13,3	13,0	2,1	1,5	1,1
Balco	0,8	0,7	0,7	7,7	6,0	5,6	11,4	8,2	7,5	13,5	8,5	7,4	0,9	0,3	-0,1
Lindab	1,4	1,4	1,3	9,9	8,6	8,0	14,5	12,4	11,3	18,0	15,0	13,1	1,6	0,9	0,4
Nordic Waterproofing	1,1	1,0	1,0	9,2	7,9	7,5	13,6	10,7	10,1	15,5	12,1	11,3	1,3	0,9	0,7
Medel	1,3	1,2	1,2	9,2	7,8	7,4	13,0	10,6	9,9	15,6	12,2	11,2	1,5	0,9	0,5
Median	1,3	1,2	1,1	9,6	8,2	7,7	13,2	10,9	10,4	15,6	12,7	12,2	1,5	0,9	0,5
HAKI Safety	0,9	0,9	0,8	5,4	5,1	4,6	10,1	9,1	8,2	11,7	10,1	9,5	1,5	1,4	1,1

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Figur 7: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	830	Riskfri ränta 2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	409	Riskpremie 5,5%
Företagsvärde (EV)	1 239	Småbolagspremie 3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	414	Extra risk-premie 0,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC 11,0%
Eget kapital	825	Långsiktig tillväxt 3,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	27,3	Långsiktig EBIT-marginal 9,0%
Eget kapital per aktie	30	Terminalvärdets andel av EV 33%
		Avskrivningar, % av omsättning 6,0%
		Capex, % av omsättning 6,0%
		Rörelsekapital, % av omsättning 31%
		Skattesats 21%

Källa: Penser by Carnegie

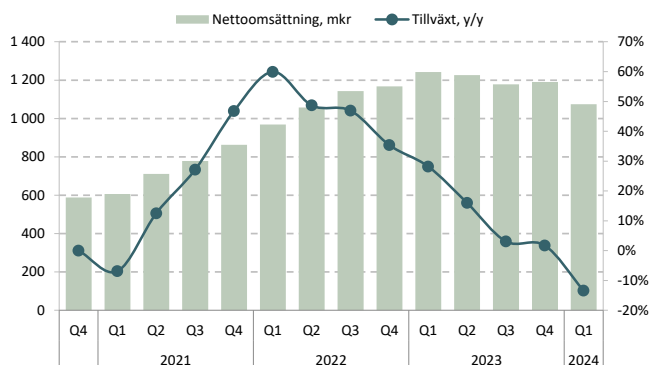
Figur 8: DCF - känslighetsanalys

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
10,0%	33	34	36	37	39	10,0%	19	27	36	44	52
10,5%	31	32	33	34	35	10,5%	18	25	33	40	48
WACC 11,0%	28	29	30	31	32	WACC 11,0%	17	23	30	37	44
11,5%	26	27	28	29	30	11,5%	15	22	28	34	40
12,0%	25	25	26	27	27	12,0%	15	20	26	32	37

Källa: Penser by Carnegie

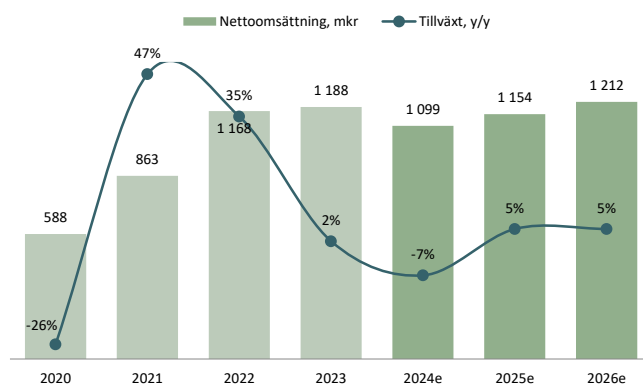
Resultat- och estimatöversikt

Figur 9: Nettoomsättning, R12m



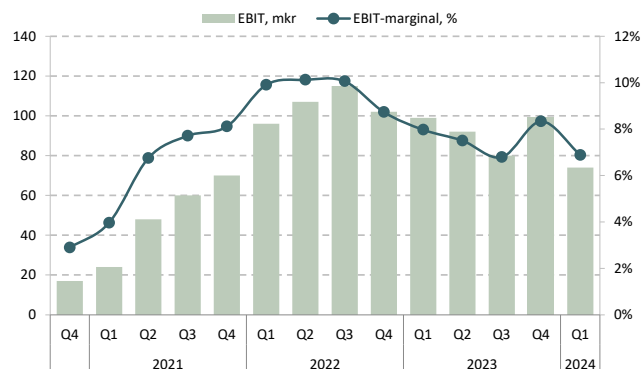
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 10: Nettoomsättning, estimat



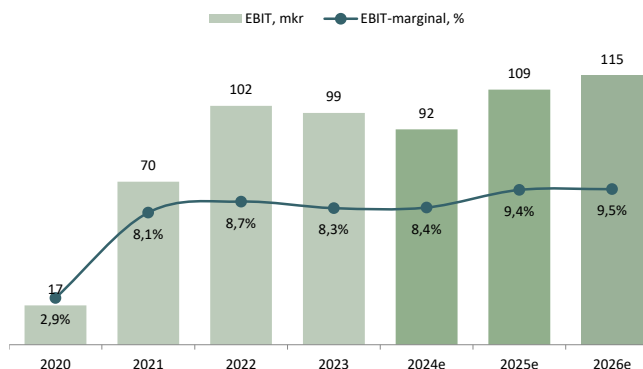
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 11: EBIT och EBIT-marginal, R12m



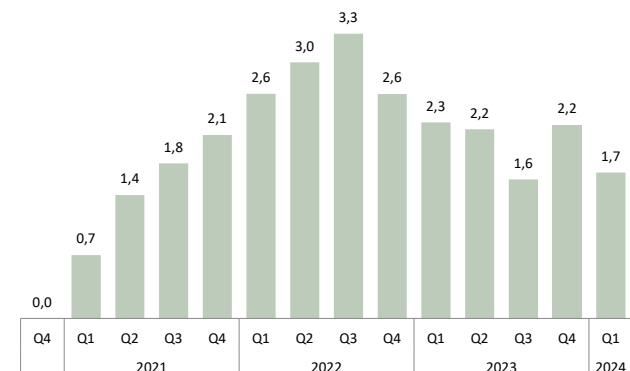
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 12: EBIT och EBIT-marginal, estimat



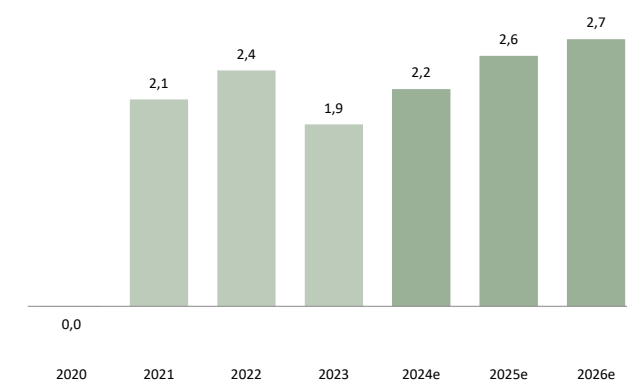
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 13: Vinst per aktie, R12m



Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Figur 14: Vinst per aktie, estimat



Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Resultaträkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	588	863	1 168	1 188	1 099	1 154	1 212
Kostnad sålda varor	-415	-587	-806	-791	-714	-743	-779
Bruttoresultat	173	277	362	397	385	411	432
Försäljningskostnader	-87	-118	-167	-211	-195	-205	-215
Administrationskostnader	-62	-72	-99	-81	-75	-79	-83
R&D-kostnader	-16	-17	-21	-26	-24	-25	-27
Övriga rörelsekostnader	68	63	105	114	86	93	94
EBITDA	76	134	180	193	176	195	202
EBITDA, justerad	76	134	180	193	176	195	202
Avskrivningar	-59	-64	-78	-94	-84	-86	-87
EBITA, justerad	17	74	103	95	106	118	124
EBIT	17	70	102	99	92	109	115
EBIT, justerad	17	70	97	86	97	109	115
Finansnetto	-18	8	-10	-21	-19	-19	-19
Resultat före skatt	-1	78	92	78	73	90	96
Resultat före skatt, justerad	-1	78	87	65	78	90	96
Total skatt	1	-20	-21	-16	-17	-19	-20
Nettoresultat	-1	58	71	62	56	71	76
Nettoresultat, justerad	-1	58	66	49	61	71	76
Omsättningstillväxt	Neg.	47%	35%	2%	-7%	5%	5%
Bruttomarginal	29,4%	32,1%	31,0%	33,4%	35,0%	35,6%	35,7%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	8,1%	8,3%	7,2%	8,8%	9,4%	9,5%
EPS, justerad	-0,04	2,13	2,38	1,77	2,19	2,57	2,74
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	12%	-26%	24%	17%	7%

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	17	70	102	99	92	109	115
Övriga kassaflödesposter	37	60	30	33	48	48	48
Förändringar i rörelsekapital	64	-29	-185	21	14	-17	-17
Kassaflöde från den operationella verksamheten	118	101	-53	153	154	140	146
Investeringar i anläggningstillgångar	-91	-110	-38	-15	-25	-26	-27
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-15	-17	-9	-11	-12	-12
Övrigt Kassaflöde från investeringar	40	21	8	0	1	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-56	-105	-47	-24	-35	-38	-39
Fritt kassaflöde	62	-4	-99	129	119	103	106
Förvärv och avyttringar	51	-29	-111	-50	38	-55	0
Förändring av skulder	-93	43	228	-4	0	0	0
Utdelningar	0	0	-21	-22	-25	-26	-27
Övriga poster	-26	-4	-4	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-68	11	92	-76	13	-81	-27
Kassaflöde	-6	7	-7	53	132	22	79
Nettoskuld	16	77	392	364	259	266	217

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Balansräkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	29	216	363	345	345	345	345
Övriga immateriella tillgångar	15	42	79	60	59	59	59
Materiella anläggningstillgångar	181	170	271	225	167	203	185
Övriga anläggningstillgångar	103	84	110	166	165	165	165
Summa anläggningstillgångar	329	512	822	796	736	771	754
Varulager	169	268	423	338	313	328	345
Kundfordringar	126	145	139	118	121	127	133
Övriga omsättningstillgångar	12	19	23	28	27	28	28
Likvida medel och kortfristiga placeringar	33	40	32	53	158	151	200
Summa omsättningstillgångar	341	472	617	537	619	634	706
SUMMA TILLGÅNGAR	669	984	1 439	1 333	1 355	1 405	1 460
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	471	540	608	643	674	719	768
Summa eget kapital	471	540	608	643	674	719	768
Långfristiga räntebärande skulder	4	2	318	320	320	320	320
Långfristiga leasingsskulder	23	29	53	55	55	55	55
Övriga långfristiga skulder	21	96	123	101	101	101	101
Summa långfristiga skulder	47	127	495	476	476	476	476
Kortfristiga räntebärande skulder	23	66	30	20	20	20	20
Leverantörsskulder	49	101	103	60	55	58	61
Kortfristiga leasingsskulder	0	20	22	22	22	22	22
Övriga kortfristiga skulder	79	130	181	112	108	110	113
Summa kortfristiga skulder	151	317	336	214	205	210	216
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	669	984	1 439	1 333	1 355	1 405	1 460

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	47%	35%	2%	-7%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	77%	35%	7%	-9%	10%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	314%	39%	-11%	13%	12%	6%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	12%	-26%	24%	17%	7%
Bruttomarginal	29,4%	32,1%	31,0%	33,4%	35,0%	35,6%	35,7%
EBITDA-marginal	12,8%	15,5%	15,4%	16,2%	16,1%	16,9%	16,7%
EBITDA-marginal, justerad	12,8%	15,5%	15,4%	16,2%	16,1%	16,9%	16,7%
EBIT-marginal	2,9%	8,1%	8,7%	8,3%	8,4%	9,4%	9,5%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	8,1%	8,3%	7,2%	8,8%	9,4%	9,5%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	6,7%	5,7%	4,1%	5,5%	6,2%	6,3%

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Avkastning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	12%	12%	8%	9%	10%	10%
ROCE, justerad	Neg.	12%	11%	8%	9%	10%	10%
ROIC, justerad	Neg.	13%	12%	9%	10%	11%	12%

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	29%	31%	36%	28%	28%	28%	28%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	17%	12%	10%	11%	11%	11%
Leverantörsskulder / KSV	12%	17%	13%	8%	8%	8%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	29%	43%	34%	22%	22%	22%	21%
Rörelsekapital / totala intäkter	31%	23%	26%	26%	27%	27%	27%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,3x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Finansiell ställning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	16	77	392	364	259	266	217
Soliditet	70%	55%	42%	48%	50%	51%	53%
Nettoskuldsättningsgrad	0,0x	0,1x	0,6x	0,6x	0,4x	0,4x	0,3x
Nettoskuld / EBITDA	0,2x	0,6x	2,2x	1,9x	1,5x	1,4x	1,1x

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Aktiedata							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,04	2,13	2,57	2,24	2,01	2,57	2,74
EPS, justerad	-0,04	2,13	2,38	1,77	2,19	2,57	2,74
FCF per aktie	2,28	-0,14	-3,58	4,66	4,30	3,72	3,85
Utdelning per aktie	0,00	0,75	0,80	0,90	0,95	1,00	1,05
Eget kapital per aktie	17,2	19,7	22,3	23,5	24,7	26,3	28,1
Antal aktier vid årets slut, m	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	27,3	27,3	27,7	27,7	27,7	27,7	27,7

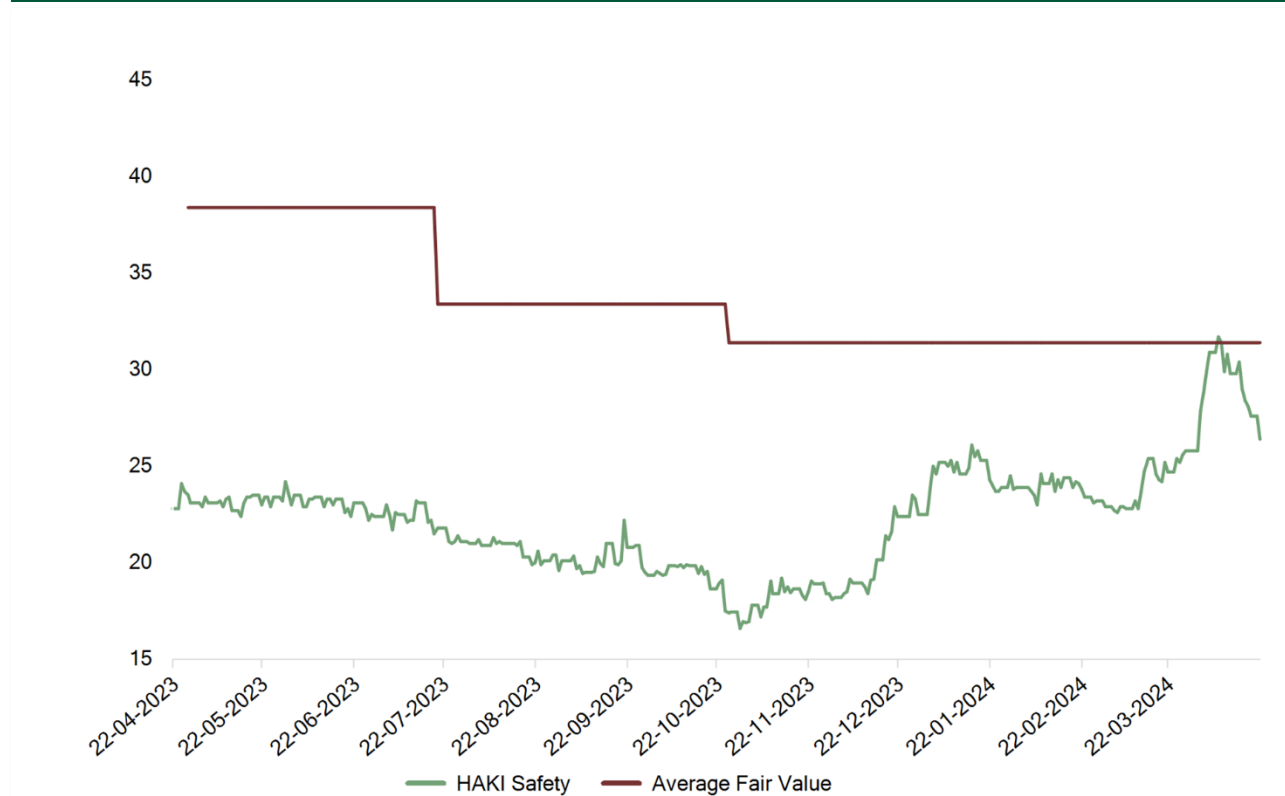
Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Värdering							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	11,1x	10,9x	12,5x	11,9x	10,1x	9,5x
P/EK	1,0x	1,2x	1,2x	0,9x	1,1x	1,0x	0,9x
P/FCF	7,6x	Neg.	Neg.	4,7x	6,0x	7,0x	6,8x
FCF-yield	13%	Neg.	Neg.	21%	17%	14%	15%
Direktavkastning	0,0%	3,2%	3,1%	4,1%	3,7%	3,8%	4,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	35,3%	33,6%	50,8%	43,3%	38,9%	38,3%
EV/Sales	0,8x	0,8x	0,9x	0,8x	1,0x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	6,5x	5,4x	6,1x	5,0x	6,4x	5,8x	5,6x
EV/EBIT, justerad	29,0x	10,3x	11,3x	11,3x	11,6x	10,3x	9,8x
EV	488	719	1 099	968	1 125	1 125	1 125
Aktiekurs	17,3	23,5	25,9	22,1	26,0	26,0	26,0

Källa: HAKI Safety, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

HAKI Safety (HAKIB SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAS regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95