

Ökade satsningar inom Life Cycle Management

Utvecklingen under Q2 2022

Elanders omsättning växte 4% organiskt till 3 525 mkr under Q2, justerat för förvärv och valutakurser. Nyligen förvärvade Bergen Logistics uppvisade fortsatt stark tillväxt i USA. Det justerade rörelseresultatet ökade till 264 mkr under Q2 men innehöll positiva engångsposter på ca 40 mkr netto. Exklusive dessa engångsposter uppgick den justerade rörelsemarginalen under kvartalet till 6,3% mot 5,2% under Q2 2021. Trots komponentbrist och störningar i försörjningskedjan fortsätter efterfrågan från de flesta av Elanders större kunder att vara god. Det är däremot osäkert hur ett högre ränteläge, stigande inflation och ökade kostnader på sikt kommer att påverka konsumtionen.

Förvärv av brittiska Bonds Worldwide Express

I juli förvärvade Elanders brittiska Bonds Worldwide Express med en årlig omsättning på ca 60 mkr. Bolaget är specialiserat på distribution och installation av teknisk utrustning och innebär att man fortsätter växa inom segmentet Life Cycle Management som man identifierat som ett strategiskt tillväxtområde. De förvärv som Elanders genomfört under senare tid har alla har skett inom tillväxtområden och bidrar till att koncernen blir mindre konjunkturkänslig. De mest cykliska segmenten Automotive och Industrial utgör nu endast ca 30% av bolagets omsättning.

Marginalmålet på 7% inom räckhåll

Elanders är ett globalt logistikföretag som erbjuder ett brett tjänsteutbud av integrerade lösningar inom supply chain management. Man har 7 500 anställda och verksamhet i ett 20-tal länder. Idag utgör Elanders ursprungliga verksamhet inom Print & Packaging endast 19% av försäljning och resultat, och bolagets huvudsakliga verksamhet är inom Supply Chain Solutions som står för 81%. Vi bedömer att Elanders kommer uppnå sitt mål om 7% rörelsemarginal under 2023. Vid en jämförelse med jämförbara bolag inom supply chain solutions framstår Elanders som attraktivt värderat. Vi upprepar vår riktkurs 225 kr.

Elanders

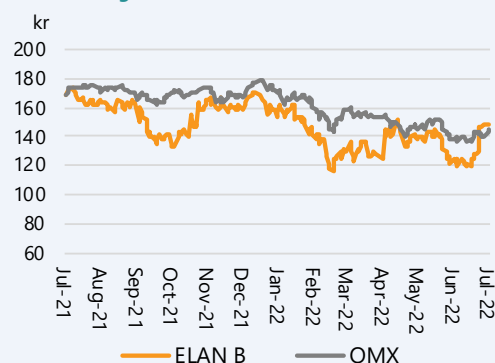
Rapportkommentar

Datum 4 augusti 2022
Analytiker Thomas Nilsson

Basfakta

Bransch Industri
Styrelseordförande Carl Bennet
Vd Magnus Nilsson
Noteringsår 1989
Listning Nasdaq OMX
Ticker ELAN B
Aktiekurs 152,00 kr
Antal aktier, milj. 35,4
Börsvärde, mkr 5 374
Nettoskuld, mkr 6 304
Företagsvärde (EV), mkr 11 678
Webbplats www.elanders.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2020	2021	2022p	2023p
Omsättning	11 050	11 733	13 782	14 471
EBITDA, justerad	1 431	1 468	1 796	1 913
EBITA, justerad	598	658	896	1 013
Resultat f. skatt	414	482	706	803
Nettoreultat	287	322	484	552
VPA, justerad	7,77 kr	9,12 kr	13,69 kr	15,61 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	3,10 kr	3,60 kr	3,60 kr
Omsättningstillväxt	5,0%	6,2%	17,5%	5,0%
EBITDA-marginal	13,0%	12,5%	13,0%	13,2%
EBITA-marginal	5,4%	5,6%	6,5%	7,0%
Nettoskuld/eget kapital	1,0	1,6	1,6	1,4
Nettoskuld/EBITDA	2,0	3,5	3,1	3,0
P/E-tal	19,3	16,4	11,0	9,6
EV/EBIT	17,6	16,0	11,8	10,4
EV/omsättning	1,0	0,9	0,8	0,7
Direktavkastning	0,0%	2,1%	2,4%	2,4%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Operationell uppdatering

Stärkt rörelsemarginal under Q2 2022

Elanders omsättning växte 4% organiskt till 3 525 mkr under Q2, justerat för förvärv och valutakurser. Nyligen förvärvade Bergen Logistics uppvisade fortsatt en stark organisk tillväxt i USA med höga tvåsiffriga tillväxttal. Det justerade rörelseresultatet ökade till 264 mkr jämfört med 145 mkr under Q2 2021, men innehöll positiva engångsposter på ca 40 mkr netto. Här kom den största delen från en omvärdering av andelar i intresseföretag i samband med fusion. Exklusive dessa engångsposter uppgick den justerade rörelsemarginalen till 6,3% (5,2%). Trots komponentbristen och störningar i försörjningskedjan fortsätter efterfrågan från de flesta av Elanders större kunder att vara god. Det är däremot osäkert hur ett högre ränteläge, stigande inflation och ökade kostnader på sikt kommer att påverka konsumtionen. I slutet av Q2 har vissa kunder sett en försvagning i efterfrågan från konsumenter. Höga el-, mat- och bränslepriser samt en allmän oro för det krig som pågår i Europa tros ligga bakom detta.

Starkt kvartal drivet av Fashion & Lifestyle

Det starka resultatet under Q2 drevs främst av segmentet Fashion & Lifestyle där man såg en stark efterfrågan i framförallt Nordamerika. Däremot har vissa av Elanders kunder i kategorierna Automotive och Industrial fortsatta problem. Koncernens marginalmål på 7% överträffades av affärsområdet Supply Chain Solutions, medan marginalerna inom Print & Packaging var lägre till följd av högre papperspriser och leveransstörningar. Under kvartalet ingicks avtal med en ny kund inom det växande segmentet online print med en väntad årlig försäljning på ca 100 mkr.

Ökade satsningar inom Life Cycle Management

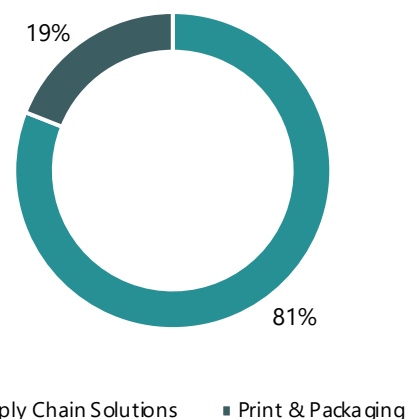
Under sommaren fortsatte Elanders sin satsning inom segmentet Life Cycle Management. I juli avtalades om förvärv av det brittiska bolaget Bonds Worldwide som är ledande inom specialtransporter och installationer av teknisk utrustning med en årlig omsättning på ca 60 mkr. Elanders stora tillväxtpotentialer finns inom fyra områden:

- E-handel
- Life Cycle Management
- Outsourcing
- Online Print

Den totala marknaden för Life Cycle Management bedöms uppgå till USD 15 miljarder. Inom Outsourcing ser Elanders tillväxtpotentialer inom alla sina kundsegment. Online Print, eller tryck kopplat till e-handel, har en årlig tillväxt på 10%. I dagsläget utgör Online Print ca 20% av den totala tryckerimarknaden.

Supply Chain Solutions störst

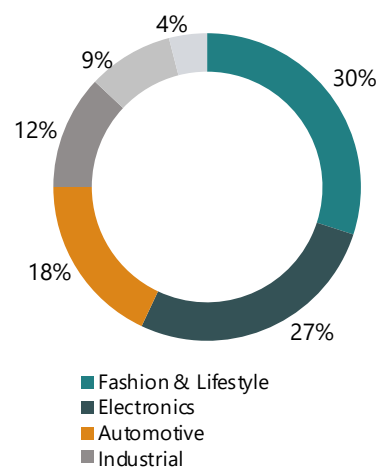
Omsättningsandel per affärsområde, rullande 12 månader



Källa: Bolaget

Elanders kundbas mer diversifierad

Automotive och Industrial utgör nu endast 30%



Källa: Bolaget

Marginalmålet på 7% inom räckhåll

Under 2021 förvärvade Elanders bolag med en samlad omsättning på SEK 1,2 miljarder och en genomsnittlig rörelsemarginal på 10%. Samtliga förvärv har gjorts inom tillväxtområden och kommer göra koncernen mindre konjunkturkänslig. Detta i kombination med förbättringar på kostnadssidan gör att vi bedömer att Elanders kan komma att nå sitt marginalmål på 7% under 2023. Koncernens nettoskuld är nu SEK 6,3 miljarder jämfört med SEK 5,2 miljarder vid årsskiftet. Kvoten nettoskuld/EBITDA, justerat för IFRS 16, är nu 3,1 och därmed i linje med de finansiella målen.

Prognoshöjningar efter en stark inledning på året

Efter ett starkt första halvår höjer vi vår omsättningsprognos för Elanders 2022 och 2023 till 13 782 mkr (tidigare 11 868) respektive 14 471 mkr (tidigare 12 462). Vi håller kvar våra antaganden om en justerad rörelsemarginal på 6,5% respektive 7,0% under 2022 och 2023. Vid en jämförelse med andra bolag verksamma inom supply chain solutions framstår Elanders fortsatt som attraktivt värderat. Vi upprepar vår riktkurs 225 kr.

Fortsatta störningar från komponentbrist

Komponentbrist, orsakad av nolltolerans i Kina rörande covid-19 samt kriget i Ukraina, ledde till störningar i försörjningskedjan för flera av Elanders större kunder. Även höga material- och bränslepriser inverkade negativt på bolagets lönsamhet. Det är främst kunder inom Automotive och Industrial i Europa som drabbats av dessa störningar. Trots dessa utmaningar gick affärsområdet Supply Chain Solutions klart bättre än under Q2 2021, även då engångseffekterna räknas bort. Affärsområdets justerade rörelsemarginal uppgick till 8,7% (5,9%). Detta kom som en följd av hög efterfrågan och tillväxt inom Fashion & Lifestyle i Nordamerika, samt en stabil efterfrågan inom Electronics och Healthcare i Europa. Inom affärsområdet Print & Packaging är det till viss del fortsatt begränsad tillgång på papper, vilket driver upp kostnaderna. I kombination med högre el- och bränslepriser, samt komponentbrist hos kunderna har man upplevt en negativ effekt på lönsamheten inom Print & Packaging, där den justerade rörelsemarginalen sjönk till 3,3% jämfört med 4,4% under Q2 2021. Från Elanders sida upplever man överlag att strategin att diversifiera tjänsteutbudet och att bredda kundbasen till fler branscher och fler geografiska regioner har skapat ett mer robust bolag.

Förbättringar på kostnadssidan samt förvärv har stärkt koncernens marginaler

Efter ett starkt H1 2022 höjer vi våra prognoser och upprepar vår riktkurs 225 kr

Supply Chain Solutions resultat var klart bättre under Q2 2022 relativt Q2 2021

Faktorer bakom halvledarbristen

Många branscher världen över, från bilindustrin till jordbruk och sjukvård, har påverkats av den rådande halvledarbristen. Värdekedjan i halvledarindustrin har väldigt begränsad flexibilitet och motståndskraft. Detta medför att plötsliga efterfrågeökningar och vissa typer av externa chocker, som naturkatastrofer eller Covid-19 lock-downs, kan ha förödande effekter. Plötslig ökning av efterfrågan på halvledare fick värdekedjan i obalans på grund av höga inträdeshinder, hög belägningsgrad på fabrikerna och begränsade alternativ för att säkra insatsvaror. I halvledarbranschen finns endast ett fåtal leverantörer för ett visst processsteg, en viss typ av utrustning eller en viss kemikalie. Branschens höga kunskapsintensitet, höga arbetsfördelning och starka inlåsnings effekter gör att kvasimonopol är mycket vanliga i hela värdekedjan, eftersom företag måste specialisera sig för att bli konkurrenskraftiga. Sammanfattningsvis var det skenande efterfrågan och externa chocker som orsakade kraftiga störningar i halvledarindustrin. Detta förvärrades sedan ytterligare av mänskliga misstag, lock-downs och naturkatastrofer.

Skenande efterfrågan och externa chocker orsakade kraftiga störningar i halvledarindustrin

Investment Case

Global logistikledare med ett brett tjänsteutbud

Elanders är ett globalt logistikföretag med ett brett tjänsteutbud av integrerade lösningar inom supply chain management. Bolaget hjälper sina kunder att mer effektivt hantera hela sin försörjningskedja, allt från råvara till slutprodukt. Koncernen har 7 500 anställda och verksamhet i ett 20-tal länder. Idag utgör Elanders ursprungliga verksamhet inom Print & Packaging endast 19% av försäljning och resultat, och bolagets huvudsakliga verksamhet är inom Supply Chain Solutions som står för 81% av omsättningen och lika stor del av resultatet.

Print & Packaging utgör nu endast 19% av Elanders omsättning

Print & Packaging en mindre men lönsam del

Elanders grundades 1908 och har sitt ursprung inom Print & Packaging, en lönsam del av bolaget som med tiden dock blivit allt mindre av koncernens totala verksamhet. Sedan Elanders nya ledning tog över har bolagets omsättning femdubblats. Bolaget har fortsatt tillväxtambitioner och i Carl Bennet AB en gemensam huvudägare med Lifco, som de senaste 12 åren vuxit sitt rörelseresultat med i genomsnitt 18% per år, vilket resulterat i en relativt hög värderingsmultipel på börsen.

Sedan Elanders nya ledning tog över har bolagets omsättning femdubblats

Förbättrade marginaler inom tyska LGI

Elanders finansiella mål är att generera en organisk tillväxt på 3–5% per år samt att uppnå en justerad rörelsemarginal (EBITA) på minst 7%. Vidare ska relationen mellan nettoskuld och rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA) vara max 2,5. Centralt för att nå dessa nyckeltal har varit att förbättra lönsamheten i tyska LGI som var ett stort förvärv för Elanders. Man har sagt upp vissa kundavtal hos LGI där man anser att lönsamheten är för dålig. Det kommer dock ta tid att arbeta bort detta då vissa av dessa kontrakt löper in i 2022.

Att få upp marginalerna i tyska LGI har varit centralt för att närma sig en rörelsemarginal på 7%

Helhetslösningar inom supply chain management

En effektiv hantering av försörjningskedjan ger stora konkurrensfördelar och är affärskritisk för producerande företag i dagens globala ekonomi. Elanders kan ta ett helhetsansvar för komplexa leveransåtaganden som omfattar inköp, lager, konfigurering, produktion, samt distribution. Man vill vara en global, strategisk och långsiktig partner för kunderna i deras arbete med att effektivisera och utveckla sina affärsverksamheter.

En effektiv försörjningskedja är affärskritisk för producerande företag i dagens globala ekonomi

Elanders konkurrensfördelar

Elanders har byggt ett stort förtroendekapital hos sina kunder och det är sällan man förlorar en kund. Bland Elanders 30–40 största kunder är det inte många som försvunnit under årens lopp. Daimler har t.ex. arbetat med Elanders sedan 1990-talet och man har ett 30-tal olika avtal med denna biltillverkare. Avtalen mellan Elanders och bolagets kunder är långa, inom kontraktologistik vanligtvis 3–5 år. Bolaget är främst inriktat på fem prioriterade kundsegment: Automotive, Electronics, Fashion & Lifestyle, Industrial, samt Health Care & Life Science.

Attraktivt värderat relativt jämförbara bolag

När man ser till andra internationella noterade bolag med huvudsaklig verksamhet inom supply chain management har dessa ofta relativt höga värderingar. I genomsnitt värderas bolagen i följande tabell till 9,0 gånger prognosticerad EBITDA 2022, att jämföra med Elanders värderingsmultipl på 6,5. Elanders har under senare tid utvecklats till ett bolag med drygt 80% av sin omsättning och intjäning från supply chain solutions och förtjänar en värdering i linje med detta. Vi upprepar vår riktkurs 225 kr.

Värdering relativt med andra bolag inom Supply Chain Solutions

Nyckeltal för Elanders och ett urval jämförbara bolag

Bolag	Land	Börsvärde MEUR	Antal anställda	EV/Sales 2022p	EV/EBITDA 2022p	P/E 2022p
Kuehne + Nagel	Schweiz	29 535	78 000	0,97	8,9	15,8
ID Logistics	Frankrike	1 554	21 000	1,06	7,8	39,8
XPO Logistics	USA	5 217	100 000	0,68	6,7	9,9
DSV A/S	Danmark	36 176	61 000	1,43	12,6	29,1
Medel, jämförbolag		18 120	65 000	1,04	9,0	23,7
Elanders	Sverige	507	7 000	0,84	6,5	11,0

Källa: Refinitiv. Nyckeltalen bygger på analytikerkollektivets prognoser

Risker

Elanders har en viss nettoskuldssättning, vilket gör bolaget mer känsligt för vikande efterfrågan eller om något förvärv inte utvecklas enligt plan. Mot det ska ställas att verksamheten blivit mer diversifierad, och att exponeringen mot cykliska branscher minskat som andel av omsättningen. Den mest påtagliga konjunkturkänsligheten finns i de delar av koncernens verksamheter som levererar till kunder inom tillverkningsindustrin, i synnerhet inom fordonsindustrin och konsumentelektronikbranschen. Försäljning till kunder inom livsmedel, kosmetik, läkemedel och offentlig sektor samt försäljning till privatpersoner är däremot inte konjunkturkänslig i samma utsträckning. Exponering avseende förändringar i räntenivån är främst hänförliga till koncernens räntebärande lån med rörlig ränta, som huvudsakligen är i EUR och USD. De flesta av bolagets största kunder har man haft fleråriga samarbeten med. Elanders har två kunder vars omsättning överstiger 10% av koncernens totala omsättning, och den största kunden uppgick under 2021 till 14% av omsättningen. Elanders är beroende av finansiering via kreditgivare, såväl för den löpande verksamheten som beredskap för framtida eventuella investeringar. Tillgången på finansiering påverkas av faktorer som den generella tillgången på kapital och koncernens kreditvärdighet.

Bolagshistorik

Bakgrund i tryckeribranschen

Elanders var ursprungligen en global grafisk koncern som grundades 1908 av Otto Elander, Nils Hellner och Emil Ekström. Bolaget som tidigare var helägt av familjen Elander är sedan 1989 noterat på Nasdaq OMX och har sedan 1997 haft Carl Bennet AB som huvudägare. Bolaget har ca 7 500 anställda i ett 20-tal länder och erbjuder idag ett brett tjänsteutbud samt helhetslösningar inom supply chain management. Elanders omsätter SEK 12 miljarder på årsbasis och har anläggningar på över 90 platser i världen. Bolaget har sitt huvudkontor i Mölndal utanför Göteborg.

Flera år med stark tillväxt

Det sista decenniet har varit händelserikt med flera stora förvärv. Under 2015 förvärvades det tyska företaget Schmid Druck och sommaren 2016 genomförde Elanders sitt största förvärv när den tyska kontraktstlogistikkoncernen LGI förvärvades. LGI hade då ca 4 000 anställda och en årlig omsättning på EUR 430 miljoner. Tillsammans med LGI fick Elanders en mycket bredare kundbas och samtidigt skapades en stabil plattform för fortsatt organisk tillväxt. Under 2017 hade Elanders en stark organisk tillväxt på 6%, huvudsakligen inom affärsområdet Supply Chain Solutions, där tillväxten kom från både Asien och Europa. Även 2018 präglades av en stark organisk tillväxt som uppgick till 9% och man nådde för första gången över SEK 10 miljarder i omsättning. Under 2019 gjorde Print & Packaging och den asiatiska delen av Supply Chain Solutions ett bra resultat som dock kom i skymundan av att det behövde göras ett åtgärdsprogram i den europeiska verksamheten inom Supply Chain Solutions. Efter två år med starka kassaflöden och en resulterande stärkt finansiell ställning är Elanders nu åter redo att göra fler förvärv som kan komplettera och bredda den existerande verksamheten.

Största aktieägarna, %

Carl Bennet AB	50,1%
Carnegie Fonder	6,7%
Didner & Gerge Fonder	6,6%
Protector Forsikring	6,5%
Svolder AB	5,9%

Källa: Bolaget.

Resultaträkning (Mkr)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p
Nettoomsättning	4 236	6 285	9 342	10 742	11 254	11 050	11 733	13 782	14 471
Rörelsekostnader	-3 808	-5 091	-8 008	-9 330	-9 819	-9 619	-10 265	-11 986	-12 558
Justerad EBITDA	428	516	563	725	1 435	1 431	1 468	1 796	1 913
Av- och nedskrivningar	-115	-132	-192	-203	-872	-833	-810	-900	-900
Justerad EBITA	313	384	371	523	563	598	658	896	1 013
Förvävsrelaterade avskrivningar	-21	-40	-63	-64	-54	-52	-78	-90	-110
Övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBIT)	292	344	308	459	509	546	580	806	903
Finansnetto	-33	-44	-78	-93	-143	-132	-98	-100	-100
Resultat före skatt	259	300	230	366	366	414	482	706	803
Skatt	-79	-78	-60	-108	-108	-122	-151	-212	-241
Minoritetsintressen	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-9	-10	-10
Resultat för perioden	175	217	165	254	253	287	322	484	552

Balansräkning (Mkr)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p
TILLGÅNGAR									
Goodwill	1 200	2 273	2 337	2 439	2 480	3 085	4 517	5 306	5 571
Övriga anläggningstillgångar	602	1 855	1 874	1 835	3 546	2 552	3 724	3 985	4 264
Summa anläggningstillgångar	1 802	4 128	4 211	4 274	6 026	5 637	8 241	9 291	9 835
Varulager	266	295	390	468	335	233	400	530	536
Kundfordringar	825	1 396	1 571	1 762	1 740	1 344	1 822	2 200	2 290
Övriga omsättningstillgångar	139	312	333	511	448	324	438	576	590
Likvida medel	529	651	679	722	655	1 101	898	1 172	1 567
Summa omsättningstillgångar	1 759	2 654	3 198	3 463	3 179	3 002	3 558	4 478	4 984
SUMMA TILLGÅNGAR	3 561	6 782	7 409	7 737	9 205	8 639	11 800	13 768	14 819

Eget kapital & skulder

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p
Eget kapital	1 488	2 411	2 453	2 707	2 777	2 908	3 304	3 788	4 340
Minoritetsintressen	0	0	6	10	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	1 488	2 411	2 453	2 707	2 777	2 908	3 304	3 788	4 340
Räntebärande skulder	1 267	2 875	3 344	3 261	4 616	3 955	6 147	7 221	7 582
Icke räntebärande skulder	805	1 496	1 612	1 768	1 811	1 776	2 349	2 759	2 897
Summa skulder	2 072	4 371	4 956	5 029	6 427	5 731	8 496	9 980	10 479
SUMMA EGET KAPITAL & SKULDER	3 560	6 782	7 409	7 737	9 205	8 639	11 800	13 768	14 819

Kassaflöden (Mkr)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p
Kassaflöde före rörelsekapitalförändr.	277	344	355	452	1 233	1 264	1 202	1 574	1 662
Rörelsekapitalförändring	-8	-13	-419	4	104	461	-139	-350	-367
Övriga poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde löpande verksamheten	269	331	-64	456	1 337	1 725	1 063	1 224	1 295
Investeringar	-42	-1 907	-262	-138	-140	-116	-1 394	-500	-450
Finansieringsverksamheten	-154	1 666	371	-318	-1 282	-1 060	54	-450	-450
SUMMA FRITT KASSAFLÖDE	73	90	45	0	-84	549	-277	274	395
Likvida medel	529	651	679	722	655	1 101	898	1 172	1 567
Nettoskuld (neg = nettokassa)	738	2 224	2 665	2 539	3 961	2 854	5 249	6 049	6 014

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

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

Ansvarig analytiker:

Thomas Nilsson