

## Förvärvsdriven tillväxt men lägre volymer framåt

### Förvärv stod bakom ökningen av nettoomsättningen

Orderingången för årets första nio månader ökade med 24% till 5 283 (4 254) mkr. Den ökade orderingången under perioden beror främst på förvärv, totalt 14%. Valuta och organisk tillväxt bidrog med 6% respektive 4%. Nettoomsättningen under samma period steg till 5 188 (4 404) mkr, motsvarande 18%. Även här var det främst förvärv som utgjorde majoriteten av uppgång, totalt 13%. Valuta stod för 6% medan den organiska tillväxten var negativ med -1%.

Efterfrågan i de breda industrisegmenten har blivit något lägre men andra kundsegment, som fordonseftermarknad, medicinteknik och andra nischer visar på en god tillväxt. De lägre volymerna under främst det tredje kvartalet har bidragit till viss marginalpress som nu möts med besparingar och omstruktureringsåtgärder.

Bolagets rörelseresultat uppgick till 700 (603) mkr. Under perioden har bolaget haft kostnader av engångskaraktär om totalt 15 mkr. Dessa avser förvärvskostnader -6 mkr, omvärdering av lager vid förvärv 16 mkr, avsättning för osäker kundfordran -6 mkr, upplösning av Rysslandreserv 6 mkr, återläggning av tilläggsköpeskillning 46 mkr och omstruktureringsreserv för Lesjöfors om -40 mkr.

Bolagets justerade rörelseresultat för årets första nio månader uppgår därmed till 686 (628) mkr. Kvartalets nettoresultat slutade på 442 (448) mkr, motsvarande en vinst per aktie om 7,08 (7,28 ex Habia) kronor per aktie.

### Fyra förvärv har tillkommit under perioden

Under de nio första månaderna har fyra förvärv genomförts. Lesjöfors har förvärvat holländska Amatec och amerikanska Tollman Spring Company. Även Beijer Tech har genomfört två förvärv, svenska Botek och 72% av finska Finn Lamex. För vidare beskrivning av förvärven se sid 13 i denna analys.

På grund av en svagare konjunktur och lägre volymer än förväntat bedöms tilläggsköpeskillningarna för förvärven av Tollman Spring och Telform inte falla ut. Totalt återfört belopp uppgår till 46 mkr och kvarvarande villkorade köpeskillningar uppgår nu till 275 mkr.

### Sänker vårt motiverade värde till 204 - 226 kr

Analysguiden räknar med lägre organisk tillväxt under kommande kvartal samt ett fortsatt högt ränteläge. Vi värderar bolaget utifrån dess femårsnitt, vilket innebär en ev/ebit-multipel på 16 och p/e-tal på 21. Vi är positiva till bolaget och baserat på vår prognos för 2024 ger det ett nytt motiverat värde för Beijer Alma som ligger i spannet 204 – 226 kronor

### Beijer Alma

#### Rapportkommentar

Datum 30 oktober 2023  
Analytiker Martin Stojilkovic

#### Basfakta

Bransch Industri  
Styrelseordförande Johan Wall  
Vd Henrik Perbeck  
Noteringsår 1987  
Listning Nasdaq Stockholm Mid Cap  
Ticker BEIA B  
Aktiekurs 172,00 kr  
Antal aktier, milj. 60,3  
Börsvärde, mkr 10 365  
Nettoskuld, mkr 2 288  
Företagsvärde (EV), mkr 12 653  
Webbplats www.beijeralma.se

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	5 866	6 838	7 385	7 976
Bruttoresultat	1 764	2 015	2 216	2 433
Rörelseres. (ebit)	773	890	996	1 132
Resultat f. skatt	704	715	776	912
Nettoresultat	540	541	586	702
Vinst per aktie	8,96 kr	8,98 kr	9,72 kr	11,64 kr
Utd. per aktie	3,50 kr	3,75 kr	4,00 kr	4,25 kr
Omsättningstillväxt	8,9%	16,6%	8,0%	8,0%
Bruttomarginal	30,1%	29,5%	30,0%	30,5%
Rörelsemarginal	13,2%	13,0%	13,5%	14,2%
Vinstmarginal	9,2%	7,9%	7,9%	8,8%
P/e-tal	19,2	19,2	17,7	14,8
EV/ebit	16,4	14,2	12,7	11,2
EV/omsättning	2,16	1,85	1,71	1,59
Direktavkastning	2,0%	2,2%	2,3%	2,5%

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringsstes

### Internationell exponering mot nischade marknader

Beijer Alma är en internationell och decentraliserad industrigrupp med en bred och diversifierad kundbas. Bolaget är inriktat mot marknader inom en mängd olika områden och består av de två dotterbolagen, Lesjöfors och Beijer Tech, som båda förvärvar, äger och utvecklar företag med goda förutsättningar till framtida tillväxt.

De mest dominerade områdena är tillverkning av industrikomponenter till främst verkstad, fordon, infrastruktur och energi. En stor del av tillverkningen är kundanpassade med specialtillverkade produkter, vilket skapar långsiktiga kundrelationer. I kombination med en snabb tillgänglighet av produkterna gentemot kunderna, gör att en exponering mot tidvis cykliska marknader inte haft någon direkt större påverkan på marginalerna.

Bolaget har, givet sin tillväxt, ändå lyckats hålla rörelsemarginalen inom intervallet 12 - 14% över lång tid, vilket Analysguiden ser som en styrka.

### Långsiktig och tydlig förvärvsstrategi

Beijer Alma har, förutom organisk tillväxt, vuxit kraftigt under årens lopp via förvärv. Sedan 2010 har bolaget gjort 39 förvärv och hittills i år har fyra förvärv annonserats. Baserat på en väl genomarbetad förvärvsstrategi med tydliga mål vad gäller typ av objekt, storlek, inriktning, segment och marknad har bolaget lyckats växa kontrollerat under många år.

Vi räknar med att denna förvärvsstrategi kommer att fortsätta. Det borgar för att bolaget kommer att kunna växa sin omsättning i minst samma takt som tidigare och ändå fortsättningsvis behålla en stark balansräkning med hög avkastning på sysselsatt kapital.

### Bevisad lönsamhet och tillväxt till en rimlig värdering

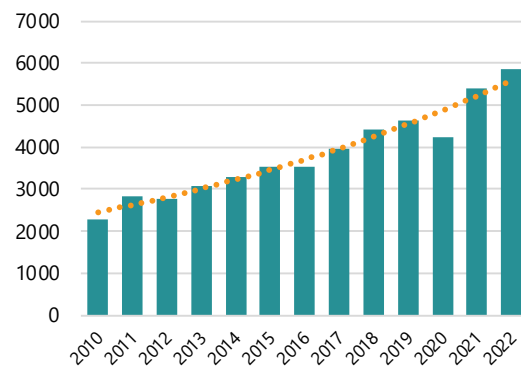
Historiskt har bolaget på årsbasis växt omsättningen med i genomsnitt 8% sedan 2010 till en stabil lönsamhet. Jämfört med andra företag med liknande affärsmodell har Beijer Alma ändå haft en rimlig värdering över denna tid och inte dragits upp värderingsmässigt lika mycket som de andra förvärvsdrivna bolagen har gjort. Till viss del kan det ha att göra med att den organiska tillväxten inte varit lika framträdande alla år då verksamheten delvis är påverkad av konjunkturläget.

Under det föregående året upplevde marknaden en generell multipelkontraktion och även Beijer Alma har drabbats. Fortsatt värderas bolaget ändå till lägre multiplar än vad jämförbara förvärvsdrivna industribolag görs trots återhämtning i aktiekurserna.

Kan bolaget få upp den organiska tillväxten i kombination med att förvärvtempot hålls kvar anser vi att en viss uppvärdering över tid ligger i korten. Vi räknar med att bolaget kommer att växa i minst samma takt som de gjort historiskt samt att fler förvärv kommer att annonseras över de kommande åren.

### 8% årlig tillväxt i snitt

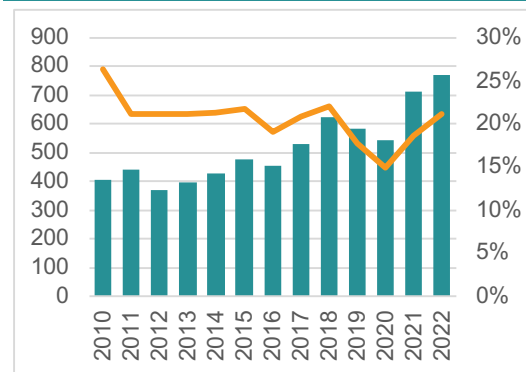
Omsättning 2010 - 2022, mkr



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)  
Not: prickad orange linje är exponentiell trend

### Hög avkastning på kapitalet

ROCE (avkastning på sysselsatt kapital) jämfört med rörelseresultatet 2010-2022, mkr



Källa: Bolaget

## Operationell uppdatering Q3-23

### Blandad efterfrågan i kvartalet med lägre volymer

Till skillnad mot föregående kvartal, uppvisade det tredje kvartalet en blandad utveckling med variation inom bolagets diversifierade kundbas. Inom industrisegmenten var volymerna fortsatt lägre, medan fordonseftermarknad, medicinteknik och andra nischer visade på en bra efterfrågan. Helt klart förefaller det som att industrikunder generellt sett har påverkats mer av höjda räntor och skiftningen i konjunkturen. Än så länge är utvecklingen knappast alarmerande för bolaget men under kommande kvartal är det nog troligt att industridelen av koncernen kommer att visa på fortsatt blandad utveckling med ytterligare marginalpress.

Regionsmässigt visade Norden, USA och Asien på en minskad efterfrågan och Centraleuropa har drabbats av marginalpress. Bolaget har därför valt att adressera detta med besparingar och omstruktureringsåtgärder. Totalt har bolaget tagit en reserv för omstrukturering på 40 mkr i dotterbolaget Lesjöfors.

Även hos grossisterna har lagernivåerna numera stabiliserats efter covid, vilket innebär att ordergången mer motsvarar försäljningen. Den märks också på att bolagets nyckeltal, book-to-bill är 1 både i kvartalet och på rullande tolv månader. Innebörden av siffran är att ordergången är lika stor som försäljningen.

### Ökande ordergång och nettoomsättning

Ordergången i det tredje kvartalet steg med 21% till 1,7 (1,4) mdkr, drivet av förvärv 13%, valuta 9% och organisk tillväxt -1%. Den negativa organiska tillväxten beror på lägre volymer, men som till viss del har kunnat vägas upp genom prisjusteringar.

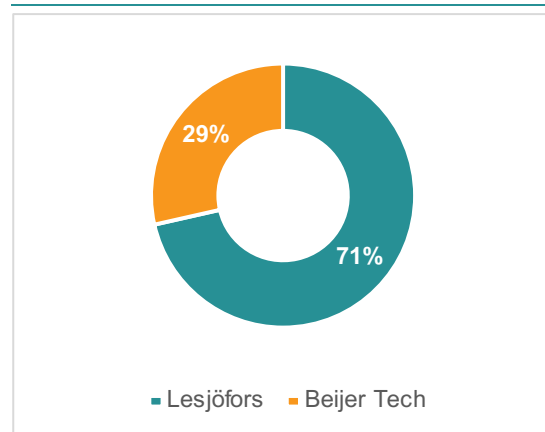
Nettoomsättningen växte med 13% till 1,7 (1,5) mdkr, där företagsförvärv utgjorde 10% och valuta 8% och organisk tillväxt -5%. De lägre volymerna inom industrisegmenten ledde till att kvartalet uppvisade en negativ organisk tillväxt.

Justerat rörelseresultatet, med hänsyn tagen till den nu avvecklade ryska försäljningen, uppgick till 225 mkr (200), motsvarande en marginal om 13,4% (13,5%). I det justerade rörelseresultatet ingår upplösning av Rysslandreserv med 2 mkr, återläggning av tilläggsköpeskillning på 46 mkr samt ny omstruktureringsreserv för Lesjöfors om 40 mkr. Totalt uppgår dessa poster till 9 mkr och betraktas av bolaget som mer av engångskaraktär. För Analysguidens del anser att vi att dessa kostnader är en del av ett förvärvsdrivet bolags verksamhet och gör inga justeringar i våra prognoser eller antaganden.

Rörelseresultatet för kvartalets kvarvarande verksamheter slutade på 234 (200) mkr. Periodens resultat uppgick till 164 (144) mkr, främst påverkat av de ökade räntekostnaderna från den högre skuldsättningen samt diskonteringseffekten av tilläggsköpeskillningen för förvärvet av John Evans' Sons. I kvartalets finansnetto ingår en post om 40 mkr knutet till förvärvet av turkiska Telform. Anledningen är att Turkiet klassas som ett höginflationsland och detta är mer en redovisningsteknikalitet då bolaget följer IFRS.

### Lesjöfors står för största delen

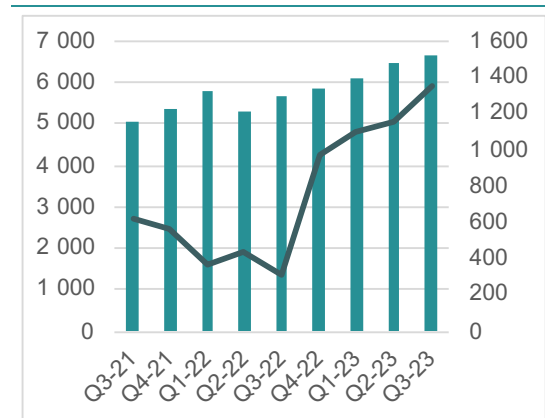
Andel av försäljningen per division 2023-09-30.



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Avyttringen har stärkt kassaflödet

Nettoomsättning (vänster stapel) i mkr och kassaflöde efter investeringar men innan förvärv (höger stapel) i mkr på rullande 12 månader, Q3-21 – Q3-23.



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Ordergången stabiliseras

Book-to-bill per kvartal (ljusgrön) och rullande 12 månader (mörkgrön) Q3-21 – Q3-23.



Källa: Bolaget, Analysguiden

Under kvartalet visade bolaget på ett starkt kassaflöde, drivet av ett fokus på förbättring av lagernivåer, rörelsekapital och att upprätthålla stabila leveranskedjor.

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 343 (150) mkr, där rörelsekapitalet var 98 (-93) mkr. Kassaflödet från investeringsverksamheten, men exklusive förvärv och avyttringar, uppgick till -50 (-57) mkr, medan finansieringsverksamhetens kassaflöde var -201 (938) mkr vilket främst avser amortering av lån. I kvartalet har investeringar i förvärv påverkat kassaflödet med 0 (-996) mkr.

## Lesjöfors

Lesjöfors bedriver sin verksamhet inom affärsområdena Industri och Chassifjädrar. Under det tredje kvartalet steg orderingen till 1 202 (1 020) mkr, motsvarande en ökning på 18%. Organisk tillväxt uppgick till -4%, medan förvärven bidrog med 11% och valuta med 12%.

Nettoomsättningen uppgick till 1 197 (1 045) mkr, motsvarande en uppgång på 14%. Ökningen var främst relaterad till den förvärvade verksamheten, som bidrog med 10%, medan den organiska tillväxten blev -6%.

Justerat rörelseresultat, för Lesjöfors landade på 175 (154) mkr med en justerad rörelsemarginal om 14,6% (14,8%). I det justerade rörelseresultat ingår en omstruktureringsreserv om 40 mkr för den centraleuropeiska verksamheten inom industrifjädrar.

Förutom denna reserv har Lesjöfors även återfört villkorade tilläggsköpeskillningar om 46 mkr avseende förvärven Tollman Springs och Telform, då bolagen inte väntas uppfylla sina resultatmål för 2023. Anledningen är en minskad volym drivet av konjunkturutvecklingen.

Ytterligare 2 mkr har återförts från reserven avseende nedstängningen av Rysslandsverksamheten. Totalt uppgår de dessa tre poster till 8 mkr, vilket gör att rörelseresultatet slutade på 183 (154) mkr.

## Affärsområde Industrifjädrar

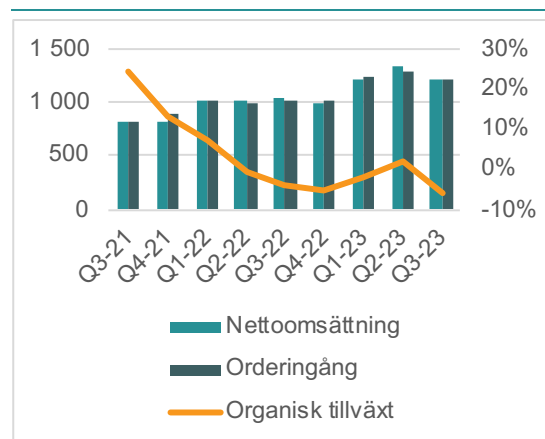
Affärsområdet industrifjädrar hade under kvartalet en blandad efterfrågan även om omsättningen var högre jämfört med föregående år. För kvartalet uppgick nettoomsättningen till 983 (869) mkr. Omsättningsmässigt ökade Centraleuropa medan USA, om medicintekniksegmentet exkluderas, visade på lägre omsättning. Norden och Asien hade i stort oförändrad omsättning. Dock så upplever affärsområdet en marginalpress, varpå en reserv för att omstrukturera den centraleuropeiska verksamheten inom industrifjädrar har skapats. Främst avser åtgärderna Tyskland och Slovakien.

## Affärsområde Chassifjädrar

Frånfallet av den ryska marknaden märks, men trots det var omsättningen och efterfrågan god. Flertalet marknader går starkt, drivet av god efterfrågan hos slutkunderna och normaliserade lagernivåer hos grossisterna. Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 215 (176) mkr, upp cirka 22%.

## Låg organisk tillväxt i Lesjöfors

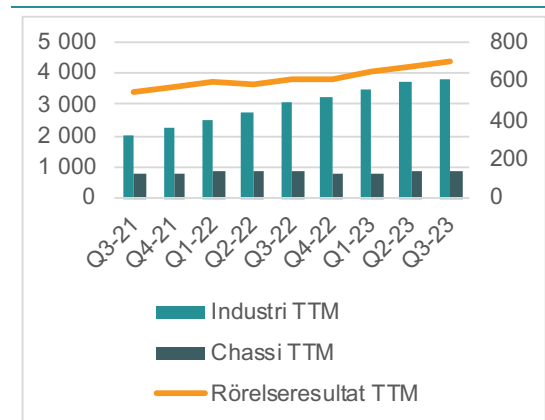
Nettoomsättning och ordergång (vänster stapel) i mkr och organisk tillväxt (höger stapel) i % per kvartal i Lesjöfors, Q3-21 – Q3-23



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Industri merparten av försäljningen

Rullande 12 månaders försäljning per affärsområde (vänster stapel) och rörelseresultat (höger stapel) i mkr för Lesjöfors, Q3-21 – Q3-23



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Beijer Tech

Orderingången steg till 465 (357) mkr, varav 9% från organisk tillväxt och 21% från förvärv.

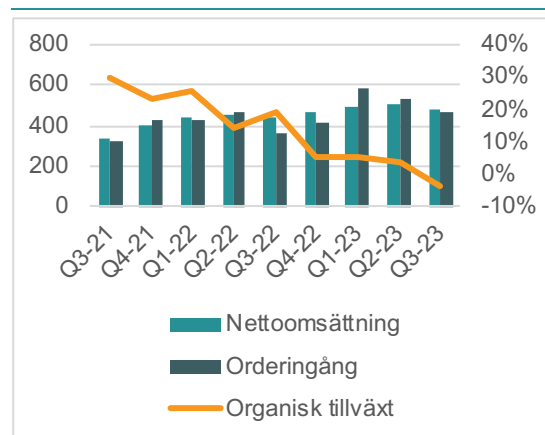
Nettoomsättningen uppgick till 478 (436) mkr, vilket är en ökning med strax under 10% jämfört med föregående år. Den organiska tillväxten blev dock negativ i kvartalet och minskade med -4%. Övrig tillväxt har i princip kommit från förvärv, som stod bakom 12% av ökningen i nettoomsättningen. Valutaeffekten utgjorde 1% på omsättningen i kvartalet. Den negativa organiska tillväxten förklaras främst av konjunkturläget inom industrisegmentet.

Gällande dotterbolagets två affärsområden har Industriprodukter i det tredje kvartalet visat på en uppgång medan Flödesteknik uppvisade en marginell minskning. Nettoomsättningen för Industriprodukter steg till 323 (279) mkr och för Flödesteknik sjönk den till 155 (157) mkr.

Beijer Techs rörelseresultatet blev sammanlagt 56 (52) mkr för det tredje kvartalet, med en rörelsemarginal på 11,7% (11,9%). Årets båda förvärv, Botek och Finn Lamex, bidrog positivt till både rörelseresultat och marginal i kvartalet.

## Organisk tillväxt faller över tid

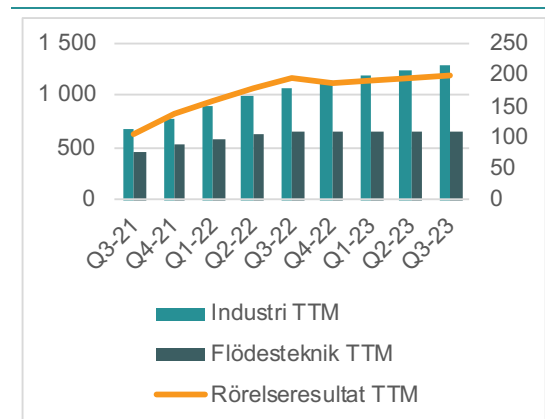
Nettoomsättning och orderingång (vänster stapel) i mkr och organisk tillväxt (höger stapel) i % per kvartal i Beijer Tech, Q3-21 – Q3-23



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Industridelen driver försäljningen

Rullande 12 månaders försäljning per affärsområde (vänster stapel) och rörelseresultat (höger stapel) i mkr för Beijer Tech, Q3-21 – Q3-23



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Prognoser

### Negativ organisk tillväxt påverkar tillväxten i närtid

Bolagets omsättning har sedan 2010 vuxit från 2 290 till 6 550 mkr på rullande tolv månader vid utgången av september 2023. Det motsvarar en årlig omsättningsökning på i snitt 9%, där cirka hälften kommer från gjorda förvärv. Sedan början av 2019 har bolaget accelererat antalet gjorda förvärv och totalt har 22 förvärv genomförts samtidigt som divisionen Habia Cable har sålts.

Bolaget har kommunicerat att fler förvärv kommer att ske över tid samt att den förvärvstakt de hållit under de senaste åren är en nivå som de önskar att ligga på. Historiskt har förvärv betalats via lån och kassaflöde, vilket vi räknar med kommer att vara fallet även i framtiden. Givet skuldsättningen idag och det faktum att lånade pengar kommer till en klart högre kostnad än tidigare, räknar vi inte med några större förvärv likt John Evans' eller Alcomex under de närmaste åren.

I rapporten för det tredje kvartalet noterar vi att bolaget har lagt sitt fokus på att öka kassaflödet genom att optimera rörelsekapitalet. I närtid använder bolaget det ökade kassaflödet till att minska nettoskulden, vilket vi tycker är positivt.

Framtida förvärv är svåra att prognosticera vad gäller storlek, belopp och hur de ska finansieras. Mot bakgrund av att bolaget själva inte har kommunicerat några finansiella mål avseende tillväxt från förvärv respektive organisk tillväxt har vi antagit att bolaget åtminstone kommer att kunna växa i samma takt som de historiskt gjort. Det innebär fortsatt minst 8% årligen i genomsnitt.

Inför rapporten för det tredje kvartalet hade vi estimerat en nettoomsättning om 1 825 mkr, fördelat på 1 305 mkr Lesjöfors och 520 mkr Beijer Tech. Bolagets nettoomsättning blev 1 676 mkr, där Lesjöfors utgjorde 1 197 mkr och Beijer Tech 478 mkr. Helt klart hade vi inte tagit höjd för att Beijer Alma skulle påverkas så hårt av negativ organisk tillväxt. Främst industrisegmentet i de båda dotterbolagen har drabbats av att lagernivåerna hos grossister stabiliseras i kombination med en vikande konjunktur där de snabba räntehöjningarna får effekt på konjunkturen.

Det gör att vi räknar med en tillväxt i nettoomsättningen till 6,8 (7,1) mdkr för 2023, 7,4 (7,7) mdkr för 2024 och 8,08 (8,3) mdkr. Över lag är det en sänkning med cirka 0,3 mdkr årligen jämfört med kvartalet innan. Då har vi tagit hänsyn till det senaste förvärvet från juni i år.

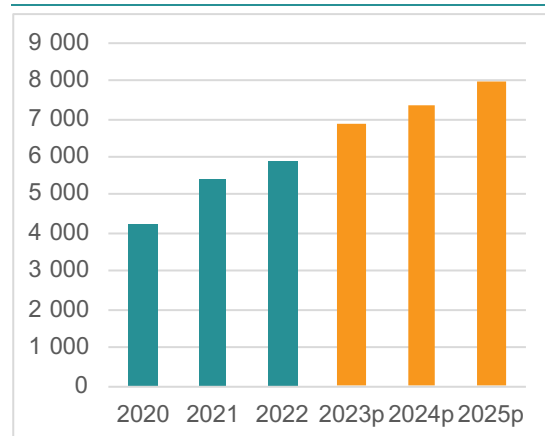
### Förbättrad bruttomarginal ligger i korten

Bolagets handelskostnader har historiskt legat på nivåer runt 68 – 70% av omsättningen, men under de senare kvartalen befunnit sig i den övre delen av det intervallet. Även i det tredje kvartalet uppgick handelskostnaderna till över 70% och kom in likt kvartalet innan på 71%. Bolaget möter marginalpress i Centraleuropa, mer specifikt Tyskland och Slovakien, med att sätta in åtgärdsprogram.

Vi räknar med att marginalpressen kommer att bestå även in i det fjärde kvartalet och skissar på att bolaget uppnår en bruttomarginal

### Stadigt stigande omsättning

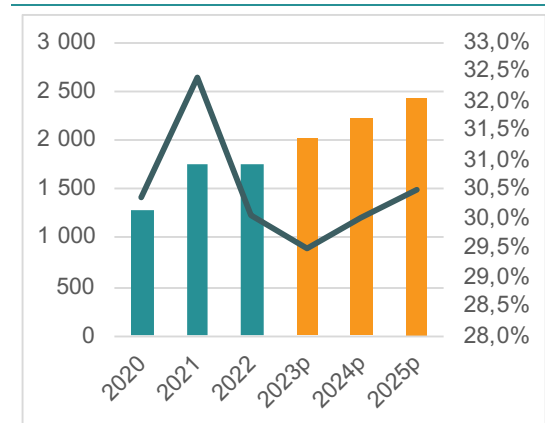
Omsättning i mkr, 2020 – 2025p.



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)

### Bruttomarginal över 30% förväntas

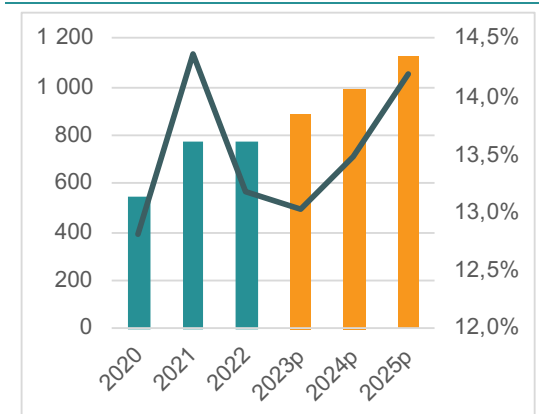
Bruttoresultat och bruttomarginal i mkr och %, 2020 – 2025p.



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)

### Rörelseresultatet är i uppåttrend

Tillväxten i ebit-resultatet i mkr (vänster axel) förväntas stiga i takt med ökningen i omsättningen. Ebit-marginalen i % (höger axel) förväntas leta sig upp över 14%, 2020 – 2025p.



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)

om 29,5% för 2023. Över tid ser vi att den kan förbättras och röra sig uppåt mot 32%.

Övriga större kostnader för bolaget är försäljningskostnader och personalkostnader. Dessa har historiskt sett varit stabila över tid där försäljningskostnaderna uppgick, innan försäljningen av Habia Cable, till cirka 9,5% av omsättningen. Numera förefaller nivån hamna strax under 8%. I vår analys räknar vi därför fortsatt med att dessa framöver kommer att utgöra cirka 7,8 - 8% av omsättningen.

När det gäller personalkostnaderna har dessa inte sett samma förändring sedan avyttringen av Habia Cable, utan ligger runt 8 - 9% av omsättningen. Vi skissar på att de fortsatt kommer att ligga där och räknar med att de motsvarar 8,5 - 8,8% av omsättning i våra antaganden.

Övriga operativa kostnader uppgår inte till några direkt materiella belopp, vilket gör att vi inte prognosticerar för dessa. Historiskt har bolaget haft jämförelsestörande poster hänförliga till förvärv, men då det råder osäkerhet om och när dessa uppstår, är det inget som vi tar höjd för i våra prognoser.

Bolagets avskrivningar ingår i beloppet för försäljningsomkostnader och har historiskt legat runt 4 - 6% av omsättningen. Vi utgår från att detta förhållande kommer att hålla i sig framöver. Det ger oss en ebit på 890 (969) mkr för 2023, 996 (1 129) mkr för 2024 och 1 132 (1 218) för 2025 motsvarande en ebit-marginal på 13,0% (13,6%) för 2023, 13,5% (14,7%) för 2024 och 14,2% (14,7%) för 2025.

Den ökande skuldsättningen drivet av de flera förvärven och ett högre ränteläge har gjort att finansnettot numera uppgår till cirka 55-60 mkr per kvartal, vilket är den nivå vi utgår ifrån under vår prognosperiod. Efter avdrag för skatt landar vi på en vinst om 585 mkr för 2023, 719 mkr för 2024 och 788 mkr för 2025. Det motsvarar en vinstmarginal på 7,9% för 2023, 7,9% för 2024 och 8,8% för 2025.

Över tid tror vi att Beijer Alma kan komma att effektivisera verksamheten ytterligare, vilket gör att vi räknar med en vinstmarginal som letar sig upp mot 10% över vår prognosperiod.

### Fritt kassaflöde beräknas bidra till fortsatt tillväxt

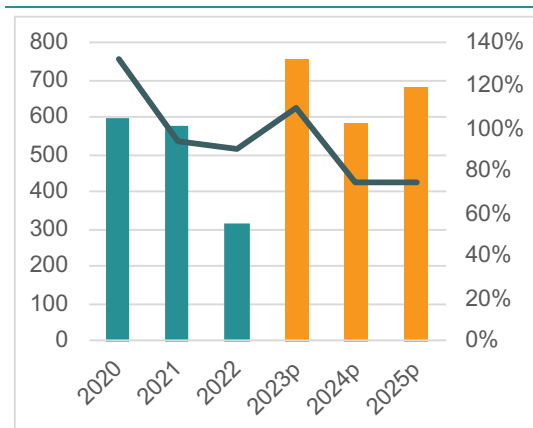
Bolaget har länge visat på ett positivt fritt kassaflöde innan förvärv. Även med förvärven inkluderade har bolaget kunnat uppvisa ett positivt fritt kassaflöde, förutom för de två senaste räkenskapsåren. Det hänger ihop med dels efterdyningarna från störningar i leveranskedjan efter pandemin, dels på grund av de stora förvärv som gjordes då, främst John Evans' och Alcomex.

Arbetet med att förbättra kassaflödet har bolaget fortsatt med även i det tredje kvartalet, vilket också har givit resultat. Totalt stängde bolaget kvartalet med ett fritt kassaflöde om 293 mkr. Under kvartalet har det inte varit några nya förvärv. Däremot har bolaget återfört villkorad tilläggsköpeskilling för förvärven av Tollman Spring och Telform, vilket gav en positiv effekt på kassaflöde om 46 mkr.

Vid utgången av det tredje kvartalet uppgår bolagets kassa till 531 mkr och skuldsättningen till 2 800 mkr exklusive leasing. Totalt ger det en nettoskuldsättning på 2 269 mkr.

### Kassakonverteringen stabiliserad

Fritt kassaflöde i mkr (vänster axel) och kassakonvertering i % (höger axel), 2020 - 2025p



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)

## Värdering

Beijer Alma guidar som bekant inte för tillväxt. För att värdera bolaget utgår vi från en multipelvärdering med avstamp i rörelseresultat och vinst för 2024. I vår uppdaterade prognos efter det tredje kvartalet räknar vi med en ebit om 996 mkr och en vinst per aktie på 9,72 kronor. Vi ser också att bolaget kommer att ha ett antal kvartal framför sig med negativ organisk tillväxt.

Om vi jämför Beijer Alma med hur bolag med liknande affärsmodell handlas, ser vi tydligt att jämförelsegruppen handlas till högre multiplar på 2024 års estimat.

I genomsnitt värderas denna grupp till en ev/ebit-multipel om 16,3 gånger och ett p/e-tal om 21,8 gånger 2024 års estimat.

Bolag	Enterprise value, Mkr	Börsvärde, Mkr	EV/ebit 2024p	P/e 2024p
Lifco	92 134	84 201	20,2	28,5
Addtech	46 948	41 817	18,7	22,7
Lagercrantz	22 400	19 814	17,5	22,6
Indutrade	79 719	69 538	18,6	25,6
Sdipotech	11 588	8 126	12,9	14,9
Bufab	13 349	9 773	12,5	16,1
Beijer Ref	49 931	51 734	13,9	22,5
<b>Medel, jämförbolag</b>	<b>45 153</b>	<b>40 715</b>	<b>16,3</b>	<b>21,8</b>
<b>Beijer Alma</b>	<b>12 653</b>	<b>10 365</b>	<b>11,8</b>	<b>15,4</b>

Källa: Refinitiv

Beijer Alma har i genomsnitt under de senaste fem åren handlats till en ev/ebit-multipel om 16 gånger och ett p/e-tal på cirka 21, vilket också är i linje med jämförelsegruppens medelvärden.

Givet att vi ser framför oss några tuffare kvartal vad gäller den organiska tillväxten och ett fortsatt högt ränteläge utgår vi ifrån en värdering som är i linje med jämförelsegruppen men även Beijer Almas femårsnitt.

Applicerar vi en ev/ebit-multipel på 16 och p/e-tal på 21 på vår prognosticerade ebit och vinst per aktie för 2024, är ett motiverat värde för Beijer Alma runt 204 – 226 kronor.

Nedan tabell visar på hur det motiverade värdet ändras beroende på vilken multipel som används.

EV/EBIT	14	15	16	17	18
Motiverad rikt Kurs	193	210	226	243	259
P/E-tal	19	20	21	22	23
Motiverad rikt Kurs	185	194	204	214	223

Källa: Analysguiden

Analysguiden är fortsatt positiva till bolaget, men justerar ned vårt motiverade värde efter det tredje kvartalet.



## Om Beijer Alma

### Historik

Beijer Alma är en internationell industrikoncern som bildades 1983 med huvudkontor i Uppsala. Bolaget har en tydlig ägare i Anders Wall med familj och stiftelser, som tillsammans kontrollerar drygt 50% av bolaget. Numera bedrivs verksamheten via dotterbolagen Lesjöfors, globalt fokuserat på tillverkning och försäljning av fjädrar, tråd- och banddetaljer samt Beijer Tech, fokuserat på tillverkning, industrihandel samt nischteknologier inom Norden. På rullande 12 månader överstiger försäljningen 6,5 mdkr och avser till 70% marknader utanför Sverige. Själva produktionen sker i någon av bolagets 40 fabriker i Norden, Europa, Nordamerika och Asien. Bolaget är sedan 1987 börsnoterat på Stockholmsbörsen.

### Ägare

Beijer Alma kontrolleras av familjen Wall, där Anders Wall inklusive stiftelser och familj kontrollerar över 25% av aktiekapitalet och över 50% av rösterna. Förutom familjen Wall med stiftelser, består de 15 största aktieägarna främst av nordiska institutioner, några utländska fonder samt Göran W Huldtgren med familj och bolag, som har varit med sedan Beijer Alma startades. Övriga cirka 15 tusen aktieägare kontrollerar cirka 33% av kapitalet och strax under 21% av rösterna.

Bolagets största ägare är:

Största aktieägarna, %	Kapital	Röster
Anders Wall stiftelser	12,8%	6,5%
Anders Wall med familj och företag	12,5%	47,1%
Lannebo Fonder	8,2%	4,2%
Verdipapir fond Odin Sverige	5,1%	2,6%
Fidelity Investments	5,1%	2,6%
Clients Fonder	4,0%	2,0%
Nordea Fonder	3,9%	2,0%
Handelsbanken Fonder	3,0%	1,5%
Vanguard	2,6%	1,3%
C WorldWide Asset Management	2,4%	1,2%
Fjärde AP-fonden	1,9%	0,9%
Göran W Huldtgren med familj och bolag	1,6%	5,4%
Livförsäkringsbolaget Skandia	1,5%	0,7%
Swedbank Robur Fonder	1,2%	0,6%
Dimensional Fund Advisors	1,2%	0,6%
Övriga	33,1%	20,7%
<b>Totalt</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Källa: Bolaget, uppdaterat per den 30 september 2023.

## Lesjöfors

Lesjöfors är en global tillverkare av fjädrar, tråd- och banddetaljer med en bred internationell verksamhet. Totalt sett har divisionen 33 tillverkande enheter i 15 länder och en försäljning på 60 marknader. Första gången som Lesjöfors blev en del av Beijer Alma var 1992 och sedan dess har affärsområdet expanderat kraftigt, främst via internationella förvärv. Idag är divisionen störst i Norden och en ledande fjädertillverkare i Europa.

Lesjöfors är indelat i två affärsområden, Industri- och chassifjädrar, där industrifjädrar står för cirka 70% av omsättningen.

De produkter som erbjuds till kunderna är:

- **Industri:** Ett standardsortiment av olika typer av industrifjädrar och utveckling av kundunika produkter.
- **Chassi:** Utbytesfjädrar till europeiska och asiatiska personbilar samt lätta lastbilar.

Industris kunder och marknader är olika industriföretag i de flesta sektorer i Sverige, övriga Skandinavien, Storbritannien, Tyskland, Kina samt Nordamerika. Noterbart för affärsområdet är att den organiska efterfrågan korrelerar rätt så tydligt med utvecklingen med European manufacturing PMI-indexet. En nedgång i det brukar innebära en minskad organisk tillväxt för industridelen.

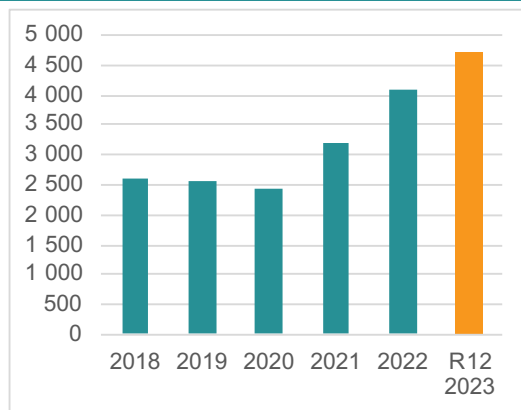
Chassi är distributörer av reservdelar i Storbritannien, Tyskland, Sverige, övriga Skandinavien och Europa. Tidigare hade affärsområdet även försäljning till Ryssland, men i och med kriget med Ukraina har man upphört med den försäljningen helt och hållet. Noterbart är att det finns en tydlig säsongsbetonning inom affärsområdet, där det andra kvartalet har högst försäljning, medan det fjärde kvartalet utgör lågsäsong. Vidare påverkar också vädret, där en kall vinter ger ytterligare skjuts i försäljningen på grund av att åtgången av chassifjädrar ökar eftersom slitaget blir högre.

Lesjöfors konkurrensfördelar är främst att det har ett brett sortiment med stort kunnande som på så sätt säkrar en kundanpassning inom hela produktionsprocessen för industrikunderna. På samma sätt skapar egen tillverkning med ett komplett sortiment, kombinerat med hög leveransprecision, motsvarande konkurrensfördelar inom chassidelen. Vid utgången av det tredje kvartalet 2023 uppgick antalet anställda till nästan 2 300 personer med en omsättning för de senaste rullande 12 månaderna på 4 706 mkr.

Närvaron i Nordamerika har stärkts under de senaste två åren genom förvärv av Plymouth Springs och John Evans' Sons, som båda fokuserar på industrifjädrar. I september 2022 tog divisionen även steget in i Turkiet, via förvärvet av Telform. Även det fokuserat på affärsområde Industriprodukter. Anledningen till intåget i Turkiet är att landet har konkurrenskraftiga bolag med bra infrastruktur och klarar av att leverera med hög kvalitet och precision. Kostnadsmässigt är det också billigare att tillverka i Turkiet, något som minskar beroendet av Kina för lågkostnadsproduktionen. Dock räknas Turkiet för tillfället som ett höginflationsland. Under det andra kvartalet i år förvärvades Tollman Spring i USA, vilket ytterligare stärker den nordamerikanska närvaron.

## Stigande försäljning över tid

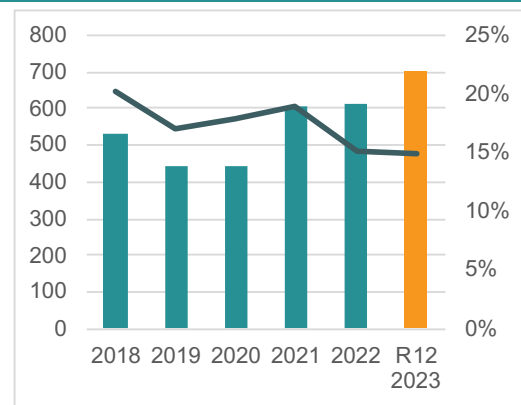
Nettoomsättning (vänster stapel) i mkr och bruttomarginal (höger stapel) i %, 2018 – rullande 12 månader 2023.



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Ordentligt lyft i ebit efter covid

Rörelseresultat (vänster stapel) i mkr och rörelsemarginal (höger stapel) i %, 2018 – rullande 12 månader 2023.



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Beijer Tech

Beijer Tech är en koncern bestående av en mängd självständiga handels- och tillverkningsbolag, som alla arbetar under egna varumärken. Många av bolagen inom Beijer Tech representerar även ledande tillverkare inom sina olika områden.

Tack vare en ökande andel förvärv har andelen egentillverkade produkter ökat, vilket i sin tur leder till högre marginaler inom dotterbolaget. Beijer Tech finns idag på totalt 15 platser i Norden.

Beijer Tech är indelat i två affärsområden, Industriprodukter och Flödesteknik, där runt 67% av omsättningen kommer från industriprodukter.

De produkter som erbjuds till kunderna är:

- **Industriprodukter:** Här erbjuds produkter från ledande tillverkare, främst tekniska komponenter, förbrukningsmaterial och maskiner
- **Flödesteknik:** Inom detta affärsområde erbjuds kunder produkter som slang, slangtillbehör och hydraulik och gummiduk, tätningar och annat industrigummi.

Industriprodukters största marknad är Sverige, som står för 60% av försäljningen. Affärsområdet är uppdelat i fyra delar eller koncept som bolaget själva benämner det. Dessa är Karlebo (gjuterimaskiner, pressgjutning, 3D-printning), Beijers (gjuteriförnödenheter, eldfast och slip), Tebeco (blåstring, slipning, avgradning) och PMU (industriservice, automation). Övriga verksamheter är Encitech (elektronikkomponenter), norska Norspray (ytbehandling), danska Preben Z (ytbehandling) och finska Beijer (gjuteri). Inom Industriprodukter redovisas även flera av de förvärvade bolagen inom nya nischer, såsom Inustyr (fastighetsautomation), Swedish Microwave (satellitkomponenter), Mountpac (kontraktstillverkning) och Botek (avfallshanteringssystem).

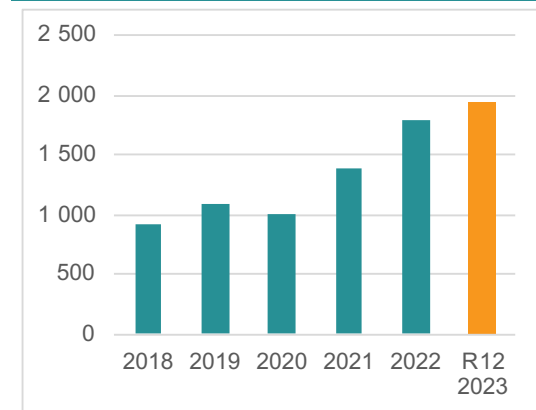
När det gäller Flödesteknik är kunderna och marknaderna industri-kunder, större återförsäljare (OEM) och specialiserade återförsäljare. Förutom standardartiklar, erbjuds även kundanpassade och egentillverkade komponenter. Den största verksamheten återfinns i Lundgrens, som finns i hela Sverige men även i Norge. I affärsområdet ingår även Svebab, som tillverkar brand- och industrislangar samt Packningar & Plast, som är specialiserat på kundanpassade packningar, tätningar och plastdetaljer.

De konkurrensfördelar som Beijer Tech framhäver är främst att dotterbolaget har spetskompetens om hur produkter och tjänster kan förbättra kundens produktivitet tillsammans med en ökad andel kundanpassade produkter. Inom flödesteknik lyfts även det kompletta sortimentet fram som en styrka, där Lundgrens har ett lager på runt 35 000 artiklar.

Vid utgången av det tredje kvartalet 2023 uppgick antalet anställda till strax under 500 personer med en omsättning för de senaste rullande 12 månaderna på 1 942 mkr. Under det andra kvartalet i år har även Finn Lamex Safety Glass i Finland förvärvats.

## Stigande försäljning över tid

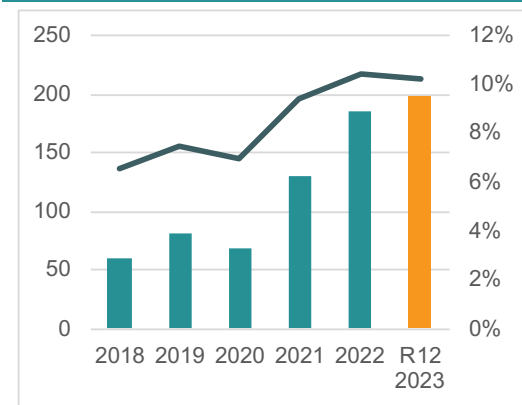
Nettoomsättning (vänster stapel) i mkr och bruttomarginal (höger stapel) i %, 2018 – rullande 12 månader 2023.



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Kraftig ökning i ebit efter covid

Rörelseresultat (vänster stapel) i mkr och rörelsemarginal (höger stapel) i %, 2018 – rullande 12 månader 2023.



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Strategi

För att förstå hur bolaget ska upp uppnå sitt generella mål om lönsam tillväxt över lång tid utgår bolaget utifrån tre övergripande strategier:

- Långsiktigt ägande
- Ansvarsfullt ägande
- Decentraliserad styrning

För att lyckas med de övergripande strategierna har Beijer Alma utarbetat fyra fokusområden. Dessa ska lägga grunden för att de olika koncernbolagen ska kunna växa lönsamhet. Bolagets fyra fokusområden är:

- Högt kundvärde
- Internationell marknadstäckning
- Starka marknadspositioner
- Bred kund- och leverantörsbas

## Avyttring av Habia Cable

Under februari 2022 inledde bolaget en strategisk översyn av Habia Cable. Utfallet av översynen ledde till att Beijer Alma valde att avyttra Habia Cable, för att stärka koncernens fokus på lönsam tillväxt och förvärv. Köparen, tyska HEW-KABEL är en industriell aktör och blir genom förvärvet en ledande europeisk kabelleverantör. Habia Cable värderades till 910 mkr på skuldfri basis och gav upphov till en reavinst om 352 mkr. Kassaflödesmässigt skapade avyttringen även en positiv effekt från kassaflöde från investeringar om 663 mkr under 2022. Antalet anställda har i och med avyttringen minskats med 536 personer inom Beijer Alma.

## Förvärvsmodell

För att en förvärvsdriven tillväxt ska bli lönsam är det viktigt att ha en väl beprövad förvärvsmodell. Bolaget utgår från en modell som bygger på fem hörnstenar. Samtliga fem kriterier måste var uppfyllda innan ett eventuellt förvärv kan ske. Dessa är fem hörnstenar är:

**Inriktning** – Företag inom B2B, främst inom tillverkning och montering, men även handelsbolag eller verksamheter som levererar lösningar och tjänster.

**Tillväxtnycklar** – Förvärvsobjekten ska tillhandahålla produkter eller tjänster med högt kundvärde, som kunderna är beredda att betala för. Helst ska det vara en internationell marknadstäckning eller möjlighet till att uppnå det. Sedan är det viktigt med en diversifierad kundbas som möjliggör en framtida tillväxt och minskar riskerna.

**Marknadssegment** – Marknadssegment som har tydliga tillväxtmöjligheter och skapar förutsättningar för en långsiktig lönsamhetsutveckling.

**Storlek** – Förvärv sker i både nya marknadssegment och produktområden, men även som tilläggsförvärv. Beijer Alma fokuserar på verksamheter som omsätter mellan 50 och 500 mkr.

**Finansiell historik** – Välskötta bolag som uppvisat tillväxt och lönsamhet över tid.

## 22 bolag har förvärvats sedan 2018

Under de senaste drygt tre åren har förvärvstakten klart ökat. Totalt har 22 bolag förvärvats, fördelat på fjorton bolag inom Beijer Tech och åtta bolag inom Lesjöfors. Genom dessa förvärv har Beijer Alma fått tillgång till över tio nya produktområden, fem nya industriella nischer och fyra nya geografiska marknader.

Historiskt sett har bolaget uppskattningsvis genomfört förvärv till en multipel om 5 – 7 gånger rörelseresultatet, vilket skapar utrymme för att kunna växa lönsamt. Betalningen för bolagets alla förvärv är normalt sett en kombination av kassaflöde och lån. Givet den nu högre skuld-sättningen är det rimligt att anta att andelen större förvärv, likt Alcomex och John Evans, inte kommer ske lika frekvent framöver. Men att takten, sett till antalet förvärv, kommer att vara i nivån med vad koncernen visat upp under de senaste åren.

Nedan är en kortare redogörelse för de förvärv som skett under 2023:

**Botek Systems** – Förvärvades av Beijer Tech 2023. Svenska Botek utvecklar, tillverkar och säljer fordonsmonterade vågar med system för RFID-baserad tömningsregistrering och tillhörande programvaror för att planera, utföra samt rapportera insamlingstjänster inom avfallsindustrin. Produkterna är tekniskt komplexa och används i krävande miljöer vilket ställer höga kvalitetskrav. Bolaget har en hög teknisk kompetens och arbetar proaktivt med såväl produkt- som mjukvaruutveckling för att behålla sin ledande position. Botek, inklusive dotterbolag, omsätter cirka 100 mkr med god lönsamhet.

**Amatec** – Förvärvades av Lesjöfors 2023, via dotterbolaget Alcomex. Holländska Amatec distribuerar standard- och kundanpassade fjädrar med fokus på den holländska marknaden. Företaget har en hög teknisk kompetens och stöttar sina kunder genom hela inköpsprocessen, från produktdesign till slutprodukt. Bolaget genererar intäkter om cirka 2,5 meur per år med god lönsamhet.

**Tollman Spring** – Förvärvades av Lesjöfors 2023. Via förvärvet stärker Lesjöfors ytterligare sin amerikanska närvaro. Det förvärvade bolaget, som grundades 1945, är en tillverkare av industrifjädrar med en väletablerad marknadsposition. Den diversifierade kundbasen består av mer än 500 kunder, främst inom industri-, el-, försvars- och vapen- samt fordonsindustrin. Under 2022 omsatte bolaget 22 musd, med en proforma EBITA om cirka 3,3 musd.

**Finn Lamex Safety Glass** – Förvärvades av Beijer Tech 2023. Förvärvet avser 72,1% av aktierna i det finska bolaget, som är en ledande tillverkare av komplexa laminerade vindrutor för kommersiella fordon, husbilar och industrimaskiner. Finn Lamex konstruerar och tillverkar laminerade vindrutor till framför allt eftermarknaden för bussar och har en betydande marknadsandel på den europeiska eftermarknaden. Omsättningen uppgår årligen till cirka 14 meur med god lönsamhet.






## Hållbarhet

Att bedriva ett aktivt hållbarhetsarbete för Beijer Alma är strategiskt viktigt. Koncernens verksamhet är förknippat med ett antal miljöaspekter, främst användandet av metaller och energi, utsläpp av klimatpåverkande gaser samt avfall vid tillverkningen av de produkter som tillhandahålls inom koncernen. Till det kan också läggas transporter av insatsvaror till fabriker likväl som leveranser av färdiga produkter till kunderna.

Beijer Alma berörs även av en omfattande lagstiftning inom miljö- och arbetsmiljöområdet, där nya och eller förändrade krav påverkar koncernens verksamheter. Runt hälften av bolagen inom koncernen har specifika miljötillstånd för sina verksamheter, där fem av dessa enheter finns i Sverige.

Förutom olika typer av miljötillstånd omfattas många av enheterna av annan miljölagstiftning, som exempelvis gällande farliga ämnen (REACH, RoHS, med flera), producentansvar för förpackningar eller regler för avfallshantering. EUs energieffektiviseringsdirektiv berör bolagets enheter inom EU med krav på energikartläggningar och redovisningar till myndigheterna.

Bolagets strategi, mål och uppföljning runt hållbarhetsarbetet samordnas sedan 2022 av en hållbarhetschef, men ansvaret vilar på ledningen för Beijer Alma samt vd:ar och hållbarhetsansvariga från Lesjöfors och Beijer Tech. Sedan 2015 är även Beijer Alma anslutet till Global Compact, vilket är FNs initiativ för ansvarfullt företagande.

Hållbarhetsarbetet inom bolaget har inriktats mot fem områden. Det är en utvidgning från de mål som sattes 2019 och som fortsatt gäller fram till 2023.

**God affärsetik med samhällsengagemang** – Bolaget har nolltolerans mot alla typer av korrupcion och konkurrensbegränsade samarbeten. För att säkerställa en hög etik inom koncernen utbildas medarbetare löpande i uppförandekoden. Bolaget engagerar sig och tar ett socialt ansvar i de samhällen där det har verksamheter. Exempel på hur det görs är genom stöd till utvalda organisationer och föreningar samt via samarbeten med skolor, universitet och industriella nätverk.

**Effektivare resursanvändning** - Det koncernövergripande energimålet baseras på energianvändningen 2018, som 2023 ska ha minskat med 10 procent. Till detta mål bidrar energieffektiviseringar och satsningar på egenproducerad fossilfri el. Nyckeltal är energianvändning/nettoomsättning (MWh/mkr). Senast 2023 ska minst 95 procent av allt avfall återvinnas som material eller energi. Jämfört med 2018 års nivå ska den relativa avfallsmängden (ton avfall/mkr i nettoomsättning) minska fram till 2023.

**Minskad klimatpåverkan** - Målet utgår från utsläppen av CO<sub>2</sub>-ekvivalenter från koncernens energianvändning 2018, som 2023 ska ha minskat med 25 procent. Detta är ett relativt mål och som nyckeltal för utsläppsintensiteten används ton koldioxidekvivalenter/mkr i nettoomsättning. Målet är även att minska de absoluta utsläppen.

Beijer Alma ska även minska andelen fossilberoende transporter och resor, bland annat via tydligare riktlinjer i koncernbolagen, som

öppnar för att de styr inköpen av transporttjänster, fordon och resor mot minskat fossilberoende.

**Säker och utvecklande arbetsmiljö** - Koncernen har en nollvision för arbetsplatsolyckor och ska minska olycksfallsfrekvensen fram till 2023. Som en del i detta arbete ska risker kontinuerligt identifieras och hanteras. Beijer Alma uppmuntrar mångfald, är emot alla former av diskriminering och ska arbeta aktivt på att förbättra könsfördelningen på alla nivåer i verksamheten.

**Förnyelse med hållbarhet i fokus** – Fokus på uppfinnande av produkter och tjänster med lågt koldioxidavtryck och ett livscykelperspektiv i designfasen.

## Risker

Koncernens verksamhet är förknippad med ett antal risker som mer eller mindre kan påverka omsättning- och resultatutveckling.

### Framtida kapitalbehov

Bolaget kan, beroende på verksamhetens utveckling i stort, komma att behöva ytterligare kapital för att förvärva tillgångar eller för att vidareutveckla tillgångarna på för bolaget godtagbara villkor. Om bolaget inte kan erhålla tillräcklig finansiering kan omfattningen på dess verksamhet begränsas, vilket i längden kan medföra att bolaget inte kan verkställa sin framtidsplan. En försämrad lönsamhet kan även påverka bolagets marknadsvärde negativt.

### Konkurrens

Bolaget är utsatt för konkurrens på sina marknader. När det gäller Lesjöfors är det i första hand mindre och medelstora företag med lokal försäljning för industrifjädrar. Medan det för chassifjädrar är specialiserade fjädergrossister samt tillverkare av stötdämpare. För Beijer Tech kännetecknas konkurrenter av att de är mindre bolag inom respektive delområde som Beijer Tech är verksamma i.

### Valutaexponering

Cirka 85 - 90% av försäljningen för Lesjöfors sker utomlands medan i Beijer Techs fall sker över 50% av försäljningen i Sverige. De huvudvalutor som Beijer Alma främst är exponerade emot är EUR och USD. Till viss del säkrar bolaget sin valutaexponering, men svängningar kan ändå få påverkan på omsättning och resultat kortsiktigt.

### Konjunktur

Som alla industriföretag är även Beijer Alma till viss del konjunkturberoende. I en kommande lågkonjunktur kan detta påverka omsättning och resultat för bolaget. Till viss del vägs detta upp av att chassifjädrar är en mindre konjunkturkänslig verksamhet. Även om det är en liten del omsättningsmässigt i Beijer Alma, har affärsområdet en hög lönsamhet vilket väger upp det faktumet en del.

### Miljöaspekter

Hållbarhetsarbetet är viktigt för Beijer Alma och bolaget förväntar sig att deras affärspartners följer de sociala, affärsetiska och miljömässiga principerna som genomsyrar Beijer Alma. Vidare är Beijer Almas verksamhet beroende av en större andel miljö- och arbetsmiljötillstånd erhålls och behålls. En förlust av ett sådant tillstånd skulle kunna få kännbara effekter på bolagets verksamhet.



## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://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 Martin Stojilkovic äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Martin Stojilkovic