

Långsam förbättring

Negativa organiska tillväxten hejdad i Q2

Den organiska omsättningsminskningen som tyngt Elanders efter 2022, upphörde i och med andra kvartalet i år då den landade på 0% och en kvartalsomsättning om 3 503 mkr (3 450 för Q2 2023). Förbättringen berodde främst på att Electronics fortsatte att stärkas, men även Health Care växte. Samtidigt försämrades inte längre de svaga segmenten som sällanköps- och dagligvaror ytterligare – främst Automotive och Fashion i USA. Resultatet vittnade också om stabiliseringen där den justerade EBITA-marginalen återhämtades till 6,1% (6,1%) från 5,5% i Q1. Resultatet längre ner tyngs av högre räntenivåer och en större skuld. Nettoskulden uppgår momentant till 4,4 gånger tolv månaders EBITDA, men det är oräknat fulla resultatbidragen från de nyligen förvärvade enheterna, så den beräknas sjunka snabbt. Förbättringarna i rörelsekapitalet som Elanders uppnådde under de senare kvartalen stannade dock upp under Q2 och ledde nu till ett något sämre kassaflöde. Det är dock fortsatt starkt och cash conversion i Q2 är fortsatt över 100%.

Prognoser

Den återhämtning som bolaget såg framför sig efter första kvartalet bedöms nu inte längre bli lika stark. Den kommer ändå successivt att leda till ett bättre kapacitetsutnyttjande och bättre marginaler, därtill hjälpt av de senaste förvärven. Samtidigt har Elanders inte bara förvärvat bolag under svackan utan tar också kostnader för strukturåtgärder i USA för att minska och centralisera lageryta samt för en avveckling av större delen av prenumerationsboxverksamheten som haft låg lönsamhet länge. På offensiva sidan startar bolaget en kontraktshandling i Thailand – ett viktigt steg i satsningen på Sydostasien – efter att ha säkrat en affär med en stor Electronics-kund. Sammantaget bedömer vi att alla dessa åtgärder lägger en bättre långsiktig grund för ökad tillväxt och lönsamhet, även om det straffar marginalerna kortsiktigt.

Värdering

I jämförelse med betydligt större internationella jättar som t ex DSV och Kuhne & Nagel värderas Elanders betydligt lägre på olika multiplar, men risken är också högre då Elanders är ett betydligt mindre bolag med en väsentligt högre skuldsättning. Köpeskillningarna för Elanders egna förvärv nyligen indikerar en uppsida, även om också de jämförelserna är långt ifrån perfekta. Med olika absoluta värderingsmodeller, dvs sådana som inte beror på jämförelser med konkurrenter, så landar vi i en konservativ kalkyl på en motiverad kurs som är nära marknadskursen, utifrån ett steady state-perspektiv, men med en liten uppsida om bolaget snabbare når sina mål. Om vi däremot tar höjd för att Elanders med hög sannolikhet kommer att fortsätta på förvärvsresan under kommande år och antar att förvärven kommer att likna Kammac och Bishopsgate till innehåll och prislappar, så finns en bättre uppsida och sammantaget sätter vi försiktigtvis motiverad kurs till 120 kronor.

Elanders AB

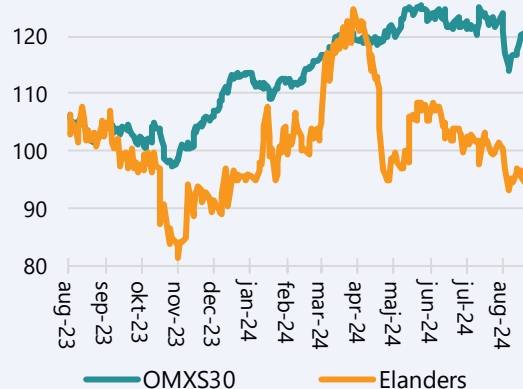
Rapportkommentar - Q2 2024

Datum 20 augusti 2024
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch	Industri
Styrelseordförande	Dan Frohm
Vd	Magnus Nilsson
Noteringsår	1989
Listning	Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker	ELANB
Aktiekurs 19/8 - 24	94,60 kr
Antal aktier, milj.	35,4
Börsvärde, mkr	3 345
Nettoskuld*, mkr	9 030
Företagsvärde (EV), mkr	12 375
Webbplats	www.elanders.com
Motiverad kurs	120
Nästa rapport	18 oktober 2024

Kursutveckling senaste 12 månaderna



Källa: NasdaqOMX

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2023	2024p	2025p	2026p
Omsättning	13 867	13 980	14 440	14 950
Justerad EBITA	927	783	870	1000
Rörelseres. (EBIT)	724	600	660	810
Nettoreultat	248	54	152	306
Vinst per aktie	7,01kr	1,53 kr	4,30 kr	8,65 kr
Omsättningstillväxt	-7,4%	0,8%	3,3%	3,5%
Just. EBITA- marginal	6,7%	5,6%	6,0%	6,7%
Rörelsemarginal	5,2%	4,3%	4,6%	5,4%
Nettoskuld/EK	2,1	2,2	2,0	1,6
Nettoskuld/EBITDA	4,2	4,2	3,6	2,9
P/E- tal	13	62	22	11
EV/EBIT	17	21	19	15
EV/omsättning	0,9	0,9	0,9	0,8
Direktavkastning	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Investeringstes

Flexibelt logistikbolag med omfattande tjänstebud

Elanders är ett globalt logistikföretag som erbjuder en palett av integrerade lösningar inom leveranskedjehantering. Bolaget assisterar sina kunder att mer effektivt hantera hela sin försörjningskedja, från råvara till färdiga produkter ute hos deras kunder. Koncernen har idag över 6 000 anställda och är verksam i ca 20 länder.

Bra huvudägare

Elanders, som grundades 1908, har sitt ursprung inom Print & Packaging. Denna del av verksamheten är fortsatt lönsam men utgör endast 21% av omsättningen, medan huvuddelen av verksamheten, Supply Chain Solutions, nu utgör 79%. Sedan det nya ledarskapet tog över med en tydlig förvärvsstrategi har Elanders omsättning femdubblats. Företaget har fortsatt tillväxtambitioner och en långsiktig huvudägare med tyngd i Carl Bennet.

Långa kundrelationer och stort förtroende

Med en effektiv hantering av försörjningskedjan har Elanders etablerat ett djupt förtroende hos sina kunder, vilket resulterar i att kundbortfall är ovanligt. Av dess 30–40 största kunder har få avslutat sitt samarbete över tid. Till exempel har Daimler samarbetat med Elanders sedan 1990-talet, vilket innefattar ungefär 30 olika avtal med denna bilproducent. Elanders tecknar långsiktiga avtal med sina kunder, ofta mellan 3 och 5 år, inom området för kontraktlogistik. Företaget fokuserar speciellt på fem kundsegment: Automotive, Electronics, Fashion & Lifestyle, Industrial, samt Health Care & Life Science.

Successiv förädling av verksamheten

Elanders finansiella mål inkluderar att uppnå en organisk tillväxt på 3–5% årligen och en justerad rörelsemarginal (EBITA) på minst 7%. Dessutom ska förhållandet mellan nettoskuld och EBITDA inte överskrida 2,5. Ett centralt steg för att nå dessa mål är att avsluta verksamheter och kundavtal som inte är möjliga att lyfta till rätt lönsamhetsnivå. Företaget har exempelvis avslutat vissa kundavtal hos LGI, ett av Elanders större förvärv historiskt, där lönsamheten inte ansågs tillräcklig och nu avvecklas prenumerationsboxverksamheten i USA av samma skäl. Å andra sidan är de nya förvärven Kammac och Bishopsgate både höglönsamma och snabbväxande enligt bolaget och bidrar till att höja marginaler och omsättningstillväxt.

Starka kassaflöden möjliggör förvärvsresan

Det som möjliggör denna successiva förädling av verksamheten är de starka kassaflöden koncernen har haft under senare år – i sin tur till stor del en effekt av förbättrade marginaler, men också en minskning av rörelsekapitalet. Det här gör att förvärv inte innebär nyemissioner, utan kan finansieras med banklån, och i våras kunde Elanders till och med bibehålla utdelningen oförändrad trots förvärv om totalt nästan 2 miljarder under halvåret dessförinnan.

Ett flexibelt logistikbolag...

...med tydlig förvärvsstrategi...

...och långa kundavtal...

...som successivt förädlar och kompletterar sin kundportfölj...

...på basis av starka kassaflöden.

Marknad

Den globala logistikmarknaden uppgick till knappt USD 9 000 miljarder i fjol och förväntas växa till knappt USD 22 000 mdr till 2033; dvs en tillväxttakt om 9,3% per år i värde. Asien ligger en dryg procentenhet högre än det genomsnittet – delvis tack vare snabb utbyggnad av infrastruktur som vägar, järnvägar, hamnar och flygplatser – medan Europa ligger knappt en halv procentenhet under på 8,9%/år¹.

En tung drivkraft för branschen är föga förvånande e-handelns snabba tillväxt. UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) beräknade 2020 att globala e-handeln redan 2018 nådde hela 25 600 miljarder dollar, eller 30% av BNP – detta redan innan pandemin – varav B2B stod för 83% och B2C 17%. Enligt en rapport handlade över 1,4 miljarder människor online 2018, främst i USA, Kina och Japan.

Globaliseringen har givetvis också varit en drivkraft, och handeln mellan USA och Kina fortsätter att öka än idag trots skrammel med handelsvapen, inte minst från USAs sida. Svalnande intresse för globaliseringen riskerar dock att bromsa den politiska viljan att lösa andra hinder för den globala logistikmarknadens fortsatta utveckling, såsom standardisering, byråkrati, tullar och handelshinder i övrigt. Det här gäller även inom regioner som exempelvis Europa där avsaknaden av politiskt tryck har bromsat standardiseringen inom logistik i t ex Storbritannien, Tyskland och Frankrike. I tillväxtländer utgör också en bristande transportinfrastruktur, med vägar, järnvägar, hamnar och flygplatser fortfarande hinder, men åtgärdas snabbt vilket bidrar till den högre tillväxttakten i Asien än globalt.

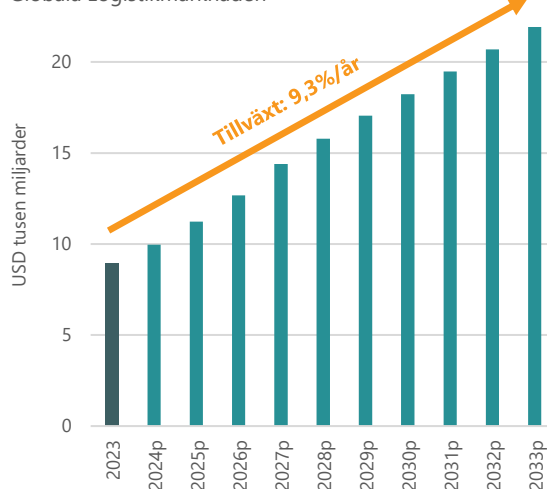
Tredjepartslogistik

Tredjepartslogistik är ett segment inom logistikmarknaden som innebär att kunderna outsourcar hela eller delar av sina affärsprocesser i sin leveranskedja på leverantörs- och/eller kundsida, och fokuserar på sin kärnverksamhet. På uppdrag av sina kunder hanterar segmentet typiskt sett flöden av råvaror, komponenter, färdiga produkter, tull- och lagerhantering, leverans och data runt detta, men kan också inkludera exempelvis ordermottagning, betalningar, upphandling, komponentinköp, produktionslogistik, tillverkning, konfiguration, kvalitetskontroll, installation, reparationer, retur, ompaketering, eftermarknadsservice och återvinning/vidareförsäljning av uttjänta produkter. Många företag i segmentet tillhandahåller flöden specialiserade för en eller flera branscher, där det också kan behövas speciell utrustning och certifieringar, vilket genom de högre inträdeshindren kan gynna marginalerna.

Tredjepartslogistik utgör en växande andel av den globala logistikmarknaden och det globala marknadsvärdet uppgick 2023 till 1065 miljarder dollar med en förväntad tillväxt i år om 7,3% och som sedan accelererar och uppgår till 10,5% per år till år 2032². Bakgrunden är dels densamma som för logistikmarknaden i stort, med bl a den ökade e-handeln, men också ökade krav på leveranskedjorna i stort. Inte minst efter pandemin, problemen med Suez-kanalen och ökade geo-

Marknadsprognos

Globala Logistikmarknaden



Källa: Precedence Research

¹ Källa: Precedence Research, rapportkod 2630, juni 2024

² Källa Fortune Business Insights, rapport FBI105802, juli 2024

politiska utmaningar för transporter, prioriteras motståndskraft och flexibilitet upp hos kunderna. Bådadera är lättare att nå för en specialiserad aktör som kan fördela ut de investeringar kraven medför på ett stort antal kunder. Till dessa investeringar hör inte bara lagerlokaler, transportfordon och personal, utan också i ökande grad sofistikerade IT-system för exempelvis Transportation- och Warehouse Management Systems (TMS och WMS) och också t ex Supply Chain Event Management (SCEM) och International Trade Logistics Systems. Genom rationell och strömlinjeformad hantering av kundernas flöden kan även mindre kunder hanteras kostnadseffektivt. Schneider Logistics har exempelvis sitt webbaserade SUMIT-system för effektiv hantering av många kunder. Inom e-handeln får mindre kunder möjlighet att snabbt skala upp sin affär på ett sätt som annars knappt varit möjligt, eller hade åtminstone varit mycket kapitalkrävande. Till detta kommer också ökade krav på hållbarhet, där kunden kan få hjälp att optimera rutter för att minimera koldioxidavtrycket och även minska svinn genom leveranskedjan.

Elanders verksamhet

Förvärvsresan har fortsatt trots svår marknad

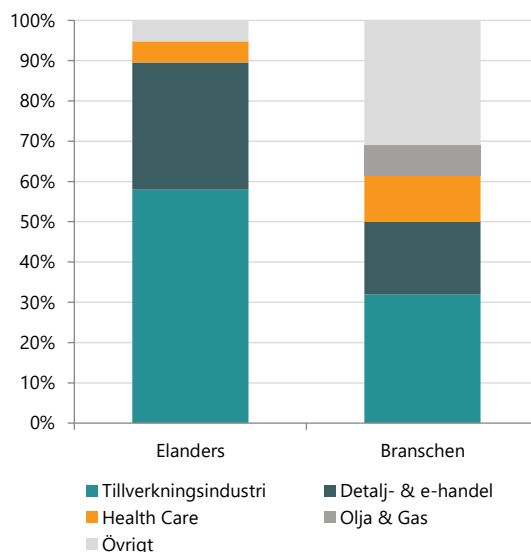
Trots konjunktursvackan och inte minst det kraftiga fallet inom Fashion, så har Elanders intressant nog valt att gå på offensiven: Först förvärvades snabbväxande och höglönsamma brittiska Kammac i höstas för drygt GBP 100 miljoner, sedan kom köpet av 88,5% av Bishopsgate i februari för GBP 42 miljoner och i april köptes resterande 20% av Bergen Logistics för USD 47 miljoner. Sammanlagt investeringar på nära SEK 2 miljarder på ett halvår. Det visar både på att förvärvsambitionerna inte på något sätt har dämpats, att bolaget har förmågan att agera opportunistiskt och att de åtnjuter förtroende från sina finansörer. I samband med förvärvet av Bishopsgate tog Elanders också upp ett förvärvslån om GBP 110 miljoner som också finansierar förvärvet av Kammac.

Resultatutveckling

Bolaget anser på goda grunder att resultatutvecklingen bör bedömas utifrån ett kassaflödesperspektiv och fokuserar på det tillsammans med sin "cash conversion ratio", dvs enkelt uttryckt hur mycket av bolagets bokföringsmässiga vinst som faktiskt omvandlas till likvida medel. Eftersom större förvärv eller andra engångsposter kan leda till en missvisande bild på cash conversion, exkluderas dessa oftast. Typiskt sett brukar en siffra över 1, eller över 100%, betraktas som "bra" och pekar på att bolaget är effektivt i sin kapitalflödeshantering. Exempelvis kan det återspegla en effektiv hantering av rörelsekapitalet i form av litet lager, effektiv indrivning av kundfordringar och/eller att man erhållit fördelaktiga betalningstider för leverantörsskulder. Det bör dock noteras att eftersom organisk tillväxt är kapitalkrävande, tenderar mer mogna bolag att få en bättre cash conversion. Förvärvsbaserad tillväxt påverkar mindre, då kostnader relaterade till förvärv oftast betraktas som engångsposter och exkluderas i beräkningen.

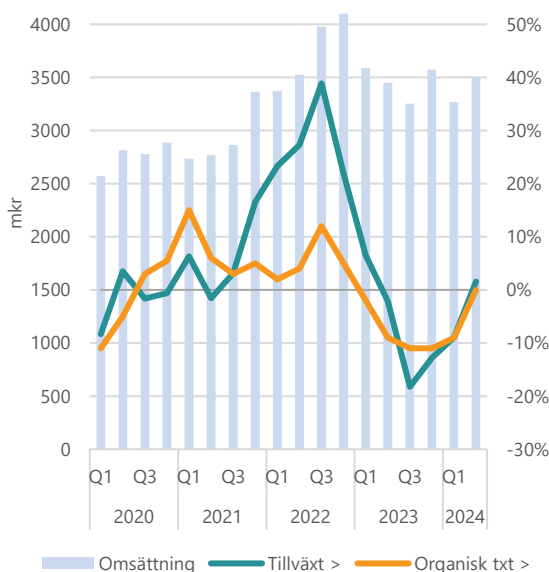
För Elanders del är kassaflödet de senaste 5 åren starkt och dessutom med stigande cash conversion; 112% för den senaste tolv månaders-

Kundsegment



Källa: Elanders & Precedence Research

Omsättning



Källa: Elanders

perioden (95% för tolv månadersperioden innan). Det gör att Elanders inte tvingas gå till aktieägarna för sina förvärv, eller ens dra in på utdelningen. Bankerna ser förstås den starka kassagenereringen och känner sig trygga i att hjälpa till med finansieringen – möjligen också med ett öga till Elanders starka huvudägare. Det innebär dock att Nettoskulden/EBITDA – som enligt bolagets finansiella mål maximalt ska uppgå till 2,5 – efter förvärven av Kammac och Bishopsgate nu är momentant uppe i 4,4 på rullande tolv månadersbasis, men justerat för förvärv, mm står kvoten i 3,5. Ledningen uppger att det ändå är god marginal till covenanterna i kreditavtalen. Med ett årligt beräknat fritt kassaflöde om ca en miljard så kommer nettoskuldskvoten inom 2–3 år vara nere inom ramen för målsättningen.

Andra kvartalet

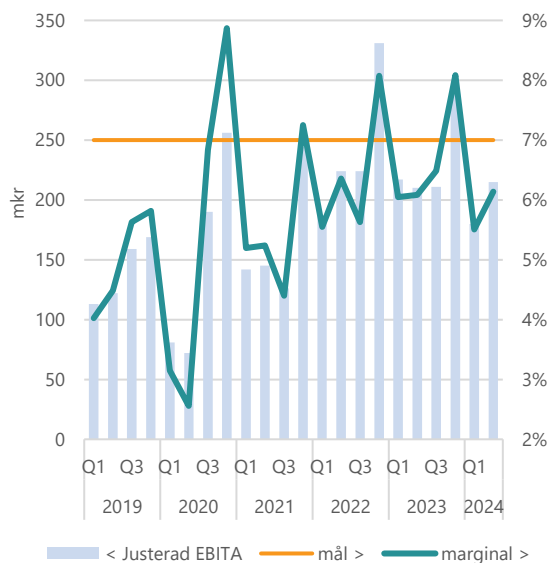
Den svaga utvecklingen som nu har präglat framför allt Fashion under några kvartal samt även Elanders stora satsningar i Europa och USA på bl a lagerkapacitet, har resulterat i en överkapacitet som nu behöver adresseras. Beslut om anpassningar och minskad kapacitet i USA har därför fattats från bolagets sida. Dessutom ska större delen av prenumerationsboxverksamheten avvecklas på grund av för låg lönsamhet under en längre tid. Kostnaderna för dessa åtgärder under kvartalet uppgick till 29 mkr (0).

Andra kvartalet innebar annars en viss återhämtning jämfört med Q1, men kraften i återhämtningen förefaller vara svag och inte riktigt i nivå med vad bolaget förväntade sig tidigare i år. Omsättningsmässigt summerade det till en nolltillväxt organiskt jämfört med Q2 ifjol, exklusive förvärv och nedlagda verksamheter samt vid oförändrade valutor, efter -9% organiskt för första kvartalet och -9% för helåret 2023. Inklusive allt landade omsättningen på 3 503 mkr för kvartalet (3 450 för Q2-23) och 6 771 mkr för första halvåret (7 040 för H1-23).

Oaktat den fortsatt svaga efterfrågan inom flera sektorer lyckades Elanders hålla upp koncernens justerade EBITA-marginal för kvartalet på fjolårets nivå om 6,1% (6,1%), eller i siffror 215 mkr (210), emedan rörelsemarginalen föll till 4,0% (5,0%) på ett resultat om 270 mkr (299), ett fall som helt motsvarade större omstrukturingskostnader än ifjol samt avgångsvederlag till tidigare CFO. Samtidigt tyngdes fjolårets siffror fortfarande av avvecklingen av vägtransportverksamheten i Tyskland, vilket smickrar jämförelsen något.

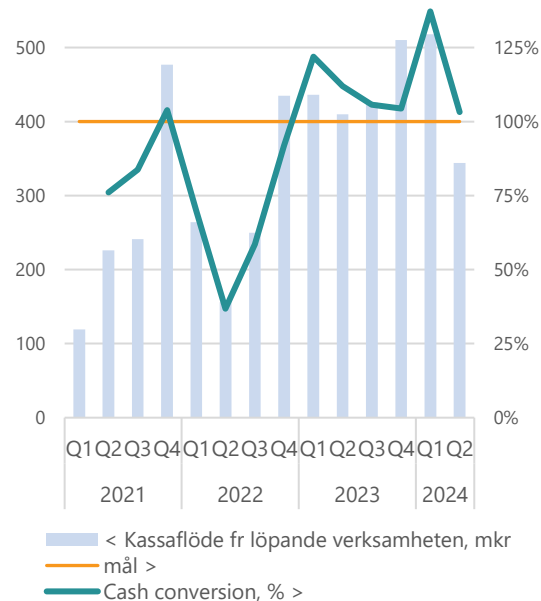
Betydligt högre räntekostnader från högre räntor och större räntebärande skulder resulterade i ett resultat efter finansiella poster som sjönk till 23 mkr för kvartalet (149), vilket bidrog till att kassaflödet från den löpande verksamheten sjönk något till 344 mkr (410). Efter kvartalets investeringar (framför allt köpet av de resterande 20% i Bergen Logistics) landade det fria kassaflödet på -185 mkr (+373). Motsvarande siffra för första halvåret (inklusive också förvärvet av Bishopsgate) uppgick till -216 mkr (+778) och för den senaste tolv månadersperioden (inklusive också förvärvet av Kammac) summerades till -224 mkr (+1 271). Dessa siffror pekar på den underliggande verksamhetens goda kassagenereringsförmåga, med tanke på förvärv om 1,85 miljarder sedan förra sommaren.

Justerad EBITA



Källa: Elanders

Kassaflöden, kvartal



Källa: Elanders

Utvecklingen per kundsegment

- **Fashion** stod för 24% av omsättningen i andra kvartalet efter en ökning med 6% sedan första kvartalet, därtill hjälpt av de två större nya kunder som skulle skala upp under Q2.
- Den tydligaste vändningen sedan första kvartalet har skett inom **Electronics** som ökade med 21% Q2/Q1 och nu är störst bland kundsegmenten med 26% av omsättningen och med en positiv organisk tillväxt. Tack vare en stor affär i Thailand vågar bolaget nu starta en logistikenhet i landet som ska betjäna den Sydostasiatiska marknaden.
- **Automotive**, som står för 19% av omsättningen, såg en fortsatt nedgång i Q2 efter en tendens till återhämtning i slutet av Q1 efter en svag start i början på året. Här finns sannolikt mest skäl för funderingar över utvecklingen framöver.
- **Industrial** har stabiliserats under andra kvartalet och står nu för 12% av omsättningen.
- **Health Care** står för 5% av Elanders omsättning och benämns som "strategiskt viktigt". Inträdesbarriärerna i segmentet är höga med licensieringskrav och konservativa kunder, så förvärv är huvudspåret för att växa i segmentet, men det är ont om renodlade logistikföretag inom det. Bishopsgate är dock ett steg på vägen, med ca 30% av omsättningen inom Health Care. Den organiska tillväxten i segmentet fortsatte också under Q2.
- I kategorin **Övrigt** såg man fortsatt organisk tillväxt inom online print. Denna kategori har ökat till 15% av koncernens omsättning.

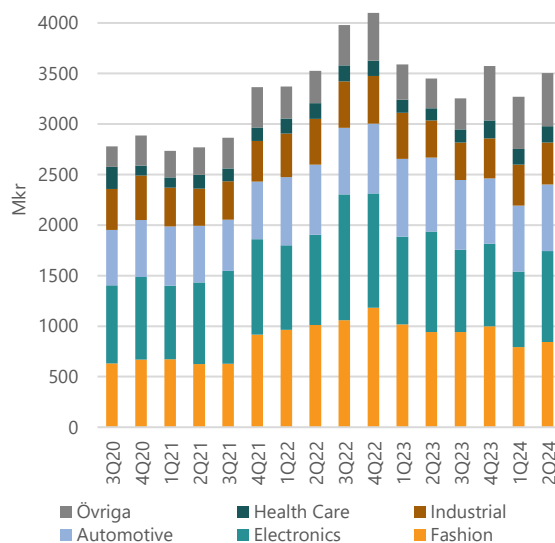
Print & Packaging

Affärsområdet Print & Packaging Solutions hejdade också omsättningsminskningen under Q2 och rapporterade en omsättning om 673 mkr (675) efter 679 mkr i Q1, medan justerad EBITA minskade något till 41 mkr (43) och marginalen därmed till 6,1% (6,3%) efter 7,5% i Q1. Kassaflödet var starkt och cash conversion landade på 161% för kvartalet. Dessa siffror är omräknade efter att Elanders Sverige AB som tidigare ingick i Supply Chain Solutions, sedan 1 januari i år ingår i Print & Packaging samt avyttringen 1 mars av Elanders McNaughtan's Ltd med en årsomsättning om ca 20 mkr. Satsningen på onlineprint har fortsatt, bl a med en successiv ersättning av traditionell offset-utrustning med digitalutrustning som är bättre anpassad för kortare serier och ger större flexibilitet, vilket har inneburit en positiv utveckling under kvartalet för segmentet.

Hållbarhetsarbetet fortsätter

I förberedelse för det nya EU-direktivet CSRD för hållbarhetsrapportering har Elanders tagit viktiga steg genom att för första gången inkludera en heltäckande rapport om sina växthusgasutsläpp i bolagets års- och hållbarhetsredovisning avseende inte bara Scope 1 och 2, utan också Scope 3 som är hela värdekedjan som bolaget ingår i och som brukar vara svårast att utvärdera. Bolaget har också förbundit sig till Science Based Targets-initiativet och arbetar för att bolagets klimatmål godkänns under kommande år.

Kvartalsomsättning, kundsegment



Källa: Elanders

Prognoser

Återhämtningen verkar gå lite trögare än vad bolaget förväntade sig i samband med Q1-rapporten, så vi hyvlar av en aning från vår tidigare omsättningsprognos för innevarande år, innan vi räknar med en tillväxttakt om 3-3,5% för åren därefter, i linje med långsiktigt normal organisk tillväxttakt fast spetsad med de senaste förvärvens högre dito. För de senare åren räknar vi också med en fortsatt successiv förädling av portföljen där snabbväxande och höglönsamma verksamheter förvärvas och olönsamma avyttras eller läggs ned. Bolaget förväntas fortsätta att optimera kapacitetsutnyttjandet och att se över sina kostnader, inklusive konsolidering av lageranläggningar och möjligheter till korttidslagring och andrahandsuthyrning.

Även med de högre marginalerna i de förvärvade enheterna, så slår den segare återhämtningen och högre avskrivningarna igenom på marginalerna i år och vi vågar inte längre hoppas på att marginalmålet om 7% justerad EBITA-marginal nås för helåret och detsamma gäller också för 2025 och 2026, om än att vi då kommer allt närmare och därefter även slår det.

Längre ner i resultaträkningen tyngs nettovinst och vinst per aktie av betydligt högre räntekostnader än tidigare år, dels beroende på det klart högre ränteläget, dels beroende på den ökade skuldsättningen som en följd av förvärven sedan i höstas. Det gör att vinsten per aktie enligt vår prognos för i år faller till 1,53 kr (7,02) och når inte över fjolårets nivå förrän om två år, då marginalerna i verksamheten förbättrats, ränteläget beräknas ha fallit tillbaka lite och en betydande del av nettoskulden har betalats tillbaka.

Resultaträkning (Mkr)

	IFRS ----->					prognoser ----->					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p
Nettoomsättning	6 285	9 342	10 742	11 254	11 050	11 733	14 974	13 867	13 980	14 440	14 950
Omsättningstillväxt, snitt 2016-23: +17,7%	+48,4%	+48,6%	+15,0%	+4,8%	-1,8%	+6,2%	+27,6%	-7,4%	+0,8%	+3,3%	+3,5%
Rörelsekostnader	-5 091	-8 008	-9 330	-9 968	-9 619	-10 265	-13 034	-11 900	-11 880	-12 230	-12 660
Justerad EBITDA	516	563	725	1 286	1 431	1 468	1 940	1 967	2 100	2 210	2 290
Av- och nedskrivningar	-132	-192	-203	-873	-833	-827	-1 001	-1 147	-1 390	-1 440	-1 370
Justeringar för engångskostnader				150	0	17	27	107	73	100	80
Justerad EBITA	384	371	523	563	598	658	966	927	783	870	1 000
Justerad EBITA-marginal, snitt 2016-23: 5,5%	6,1%	4,0%	4,9%	5,0%	5,4%	5,6%	6,5%	6,7%	5,6%	6,0%	6,7%
Förvävsrelaterade avskrivningar	-40	-63	-64	-54	-52	-61	-90	-96	-110	-110	-110
Engångskostnader	0	0	0	-150	0	-17	-26	-107	-73	-100	-80
Rörelseresultat (EBIT)	344	308	459	359	546	580	850	724	600	660	810
Justerad EBIT-marginal, snitt 2016-23: 4,6%	5,5%	3,3%	4,3%	3,2%	4,9%	4,9%	5,7%	5,2%	4,3%	4,6%	5,4%
Finansnetto	-44	-78	-93	-143	-132	-98	-183	-326	-520	-440	-370
Resultat före skatt	300	230	366	216	414	482	667	398	80	220	440
Skatt	-78	-60	-108	-108	-122	-151	-180	-140	-24	-66	-132
Minoritetsintressen	-5	-5	-5	-5	-5	-9	-17	-10	-2	-2	-2
Resultat för perioden	217	165	254	103	287	322	470	248	54	152	306
Resultat per aktie (kr)	7,35	4,65	7,18	4,19	8,12	9,12	13,29	7,02	1,53	4,30	8,65
Utdelning per aktie (kr)	2,60	2,60	2,90	0,00	3,10	3,60	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15
Antal aktier	29,56	35,36	35,36	35,358	35,358	35,358	35,358	35,358	35,358	35,358	35,358

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden.

Kassaflöden (Mkr)

	IFRS ----->					prognoser ----->					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p
Kassaflöde före rörelsekapitalförändr.	344	355	452	1 233	1 264	1 202	1 582	1 411	1 554	1 702	1 786
Rörelsekapitalförändring	-13	-419	4	104	461	-139	-476	371	50	10	30
Övriga poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-90	-100
Kassaflöde löpande verksamheten	331	-64	456	1 337	1 725	1 063	1 106	1 782	1 604	1 622	1 716
Investeringar	-1 907	-262	-138	-140	-116	-1 394	-274	-1 012	-1 599	-737	-285
SUMMA FRITT KASSAFLÖDE	-1 576	-326	318	1 197	1 609	-331	832	770	5	885	1 431
Finansieringsverksamheten	1 666	371	-318	-1 282	-1 060	54	-898	-533	114	-718	-1 274
Likvida medel	651	679	722	655	1 101	898	904	1 107	1 080	1 100	1 110
Nettoskuld (neg = nettokassa)	2 224	2 665	2 539	3 961	2 854	5 249	7 276	8 191	8 740	8 000	6 720

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden.

Kassaflödesmässigt väntar vi oss att ligga nära fjolårets rekordnivå, före investeringar, vilket vi räknar med kommer att leda till att skulden snabbt betas av, något som i sin tur underbygger vår prognos för aktievinsten och öppnar upp för nya förvärv en bit in på andra halvan av decenniet.

Värdering

Relativvärdering

Relativt konkurrenter

Någorlunda näraliggande konkurrenter som de i tabellen på nästa sida är visserligen bjässar jämfört Elanders, men ger ändå vissa referensramar och insikter. Förutom på vinst per aktie enligt våra prognoser för innevarande och nästa år, så är Elanders värdering väsentligt lägre, såväl på omsättning som på vinst. Samtidigt är Elanders betydligt mer skuldsatt – speciellt nu direkt efter de stora förvärven, men även under mer normala omständigheter – vilket kan motivera en viss rabatt.

Även den betydligt mindre storleken lär spela in, men kan med lite mer offensiva glasögon också vara en fördel dels genom att kunna växa snabbare via förvärv, dels genom att lättare kunna fokusera på de mest intressanta kundsegmenten. I vilket fall är en-periodsmått, som EV/Sales eller P/E-tal, relativt begränsade och fångar inte dynamiken i ett företags utveckling.

Relativt senaste förvärv

Ett annat intressant perspektiv på värderingen är Elanders nyligen genomförda förvärv. De beskrivs båda som snabbväxande och att de har god lönsamhet. Om vi gör en liten räkneövning så kan vi komma fram till följande:

- Kammac beskrivs som flexibel kontraktslogistik inom ett flertal kundsegment och "är ett snabbväxande företag" som under de

senaste tolv månaderna innan förvärvet i november omsatte över 90 MGBP ”med väldigt god lönsamhet”. Vidare så uppgick den initiala värderingen, inklusive tilläggsköpeskilling, till strax över 100 MGBP på skuldfri basis. Med ett EV på strax över 100 MGBP och en omsättning på 90 MGBP som vi räknar upp till 2024 års siffra för jämförbarhetens skull, på basis av att Kammac är ”snabbväxande”, så landar vi på EV/Sales på närmare 1. Applicerar vi den siffran på hela Elanders så får vi ett värde per aktie på i runda tal 130 kronor.

- Gör vi samma exercis för Bishopsgate, ett bolag som ”omsatte under de senaste tolv månaderna 27 MGBP med mycket god lönsamhet” och vid förvärvstillfället värderades till 47.5 MGBP på skuldfri basis, så får vi med samma metod en EV/Sales-multipel om knappt 1,5 och en indikation på Elanders-aktien på hela 320 kronor.

Det är självklart inte möjligt att översätta multiplarna direkt på det viset då skillnaderna på verksamhet, skuldsättning, tillväxttakter, marginaler, bolagsstorlekar, mm är så pass stora. Om vi ändå leker med tanken att Elanders med sina starka kassaflöden kan betala av lejonparten av sina skulder på fem år och bara växer organiskt under den tiden, applicerar en multipel på 1 – för övrigt mer i likhet med de stora drakarna ovan – drar av resterande nettoskuld och diskonterar tillbaka värdet till idag så hamnar det framräknade aktievärdet på nästan dubbla dagens kurs i nuvärde. Det förutsätter förstås att bolaget förmår att hålla kassaflödena uppe på den nivån, men det finns ingenting idag som tyder på något annat.

Absolutvärdering

Kassaflödesvärdering

Kassaflödesvärderingar har fördelen att kunna fånga dynamiken i bolagets finansiella utveckling, men samtidigt är de ofta känsliga för förändringar i prognoser och när det gäller tillväxtbolag inte minst för det sk terminalvärdet som ligger bortom prognosåren. Nu värderas inte Elanders som ett klassiskt tillväxtbolag, så den senare problematiken är mindre i det här fallet, men känsligheten för antagandena finns där ändå.

Värdering relativt andra logistikbolag

Nyckeltal för Elanders och ett urval bolag i sektorn

Bolag	Land	Kurs	Börsvärde MUSD	Omsättning MUSD -24p	Oms.tillväxt 2024-26p, %	Nettoskuld /Börsvärde	EV/Sales			P/E		
							2024p	2025	2026	2024p	2025	2026
Kuehne + Nagel	Schweiz	257,40	36 226	28 379	3,4%	5%	1,3	1,3	1,3	24	23	22
ID Logistics	Frankrike	460,50	3 156	3 507	7,4%	39%	1,2	1,2	1,1	42	35	29
XPO Logistics	USA	118,01	13 735	8 280	6,1%	23%	2,0	1,9	1,8	33	25	20
DSV A/S	Danmark	1256,00	39 995	23 592	3,3%	14%	1,9	1,9	1,8	23	20	18
Medel, jämförbolag			23 278		5,1%	20%	1,6	1,6	1,5	30	26	22
Median, jämförbolag			24 981		4,8%	18%	1,6	1,6	1,5	28	24	21
Elanders, konsensus		93,20	322	1 393	4,5%	275%	0,9	0,8	0,8	15	9,0	7,3
Elanders, Analysguiden		93,20	322	1 364	3,4%	274%	0,9	0,9	0,8	61	22	11

Källa: Refinitiv. Nyckeltalen, utom Analysguidens, bygger på analytikerkollektivets prognoser.

Vår kassaflödesvärdering baserad på våra prognoser för de närmaste åren landar nära aktuell kurs, men vi räknar med att Elanders kommer att fortsätta med sin marginal- och tillväxthöjande förvärvsresa, vilket hjälper upp den motiverade kursen i vår DCF-kalkyl över nuvarande kurs.

Värdering av Eget Kapital

Ett annat sätt att angripa värderingsfrågan är att se hur marknaden värderar det egna kapitalet och dess avkastning. Elanders egna kapital per aktie uppgick till 107,60 per halvårsskiftet medan kursen står runt 10% lägre. Samtidigt har avkastningen på det egna kapitalet (ROE) sjunkit till 5,0% för den senaste tolv månadersperioden efter 6,5% för helåret 2023 och 13,0% för 2022. Ser vi till de senaste fem åren så har ROE legat på ca 9% i genomsnitt, vilket med dagens egna kapital per aktie pekar mot en normalårsvinst om knappt 10 kronor per aktie som med dagens aktiekurs ger ett P/E-tal på 10, förutsatt att avkastningen på det egna kapitalet bibehålls. Eget kapital per aktie har dock ökat med drygt 7% per år sedan ultimo 2019 och bör kunna fortsätta så framöver också, så den värderingen känns lite njugg.

Utdelningsvärdering

Gordons formel för värdering utifrån aktuell utdelning landar också i samma härad – runt hundralappen per aktie – vare sig vi utgår ifrån dagens utdelningsnivå med justering av utdelningstillväxten för den utveckling vi förväntar oss de närmaste åren, eller om vi omvänt utgår från vår utdelningsprognos om några år med lägre utdelningstillväxt därefter och diskonterar tillbaka till nuvärde. Den här beräkningen är också ganska statisk och tar exempelvis inte riktigt in Elanders förvärvsstrategi.

Värderings slutsatser

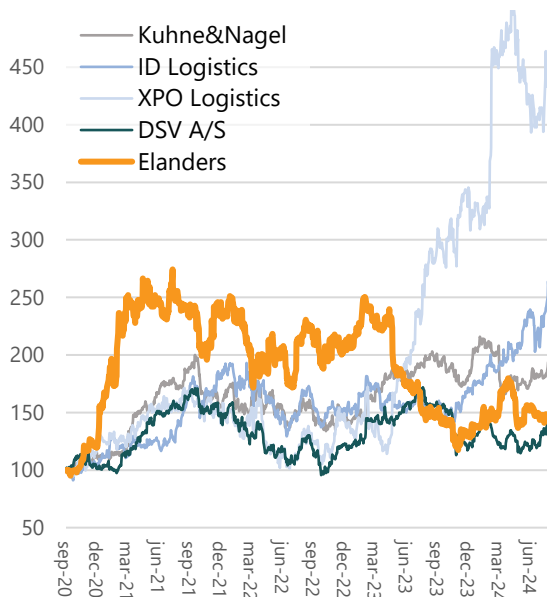
Våra försiktigare prognoser för de närmaste 1-2 åren jämfört med konsensus gör att vi också hamnar lite lägre i motiverad kurs. Utan ytterligare förvärv ser vi aktien som nästan fullvärderad på dagens kurs. Om vi emellertid räknar med fortsatta rationaliseringar och löpande strukturåtgärder samt en fortsatt förädling av kundportföljen med ytterligare lyckosamma förvärv i linje med de senaste (Bergen Logistics, Kammac och Bishopsgate), som också kan bidra till en gynnsam ”korsbefruktning” med den existerande verksamheten, så anser vi att en motiverad kurs om 120 kronor framstår som rimlig.

Risker

Elanders har en ganska hög nettoskuldssättning, vilket ökar bolagets känslighet för minskad efterfrågan eller om förvärv inte utvecklas enligt plan. Däremot har verksamheten blivit mer diversifierad och exponeringen mot cykliska branscher har minskat som andel av omsättningen. Konjunkturkänsligheten är mest påtaglig i de delar av koncernen som levererar till modeindustrin och till tillverkningsindustrin, särskilt fordons- och konsumentelektronikbranschen. Försäljning till sektorer som livsmedel, kosmetik, läkemedel och offentlig sektor samt till privatpersoner är mindre konjunkturkänslig. Exponeringen mot ränteändringar berör främst koncernens räntebärande

4 års kursutveckling

Elanders mot logistikbolag, i SEK



Källa: Refinitiv. Beräkningar Analysguiden.

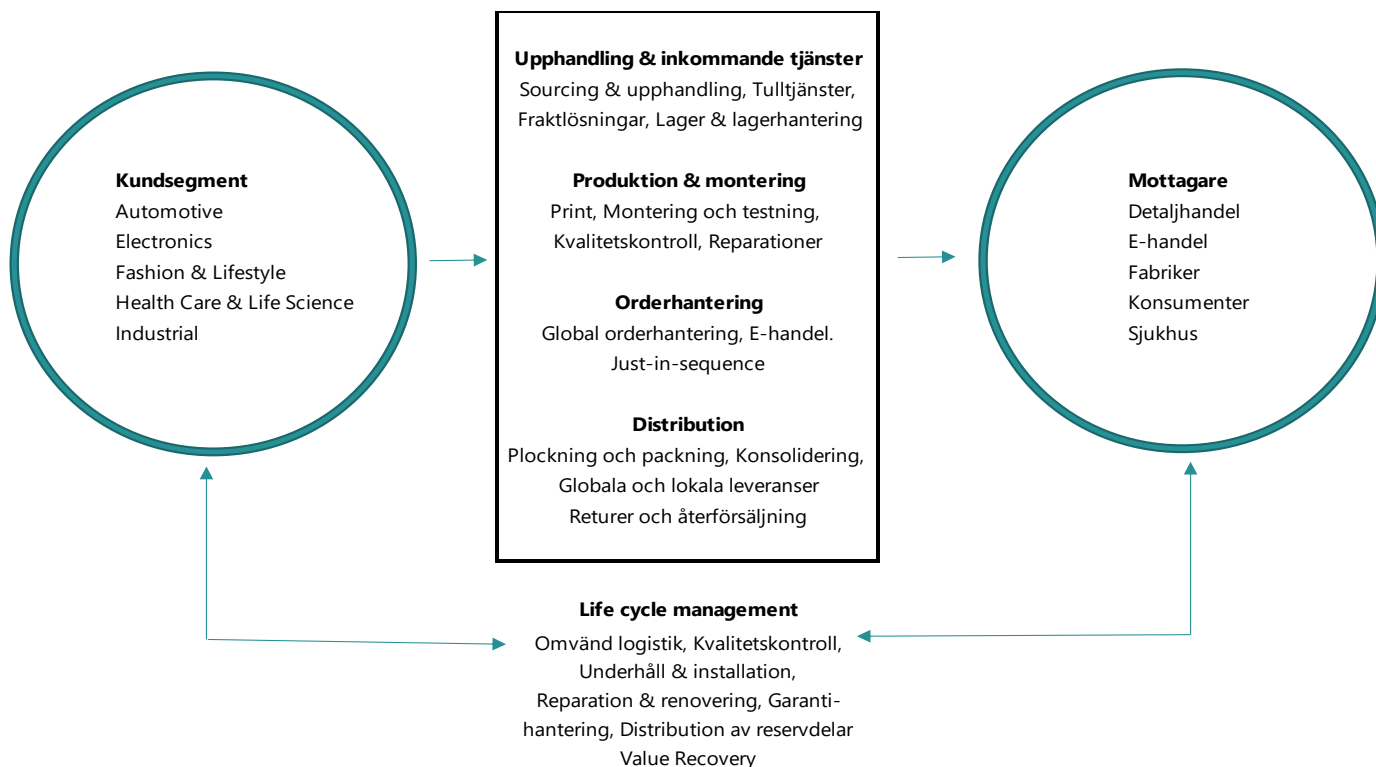
lån med rörlig ränta i EUR och USD. Bolaget har långvariga samarbeten med de flesta av sina största kunder, varav två står för mer än 10% av koncernens totala omsättning, med den största kunden som representerade 14% under 2021. Elanders är beroende av finansiering från kreditgivare, både för den löpande verksamheten och för beredskap inför framtida investeringar. Tillgången till finansiering påverkas av den allmänna kapitaltillgången och koncernens kreditvärdighet.

Om Elanders

Bolagshistorik

Elanders var ursprungligen en global grafisk koncern som grundades 1908 av Otto Elander, Nils Hellner och Emil Ekström. Från att ursprungligen ha varit familjeägt är bolaget sedan 1989 börsnoterat på Nasdaq OMX, med Carl Bennet AB som huvudägare sedan 1997. Med över 6 000 anställda i ett 20-tal länder och anläggningar på fler än 90 platser globalt, erbjuder Elanders idag ett brett utbud av tjänster och helhetslösningar inom supply chain management. Bolaget, som har sitt huvudkontor i Mölndal utanför Göteborg, omsätter cirka 1,2 miljarder euro årligen. Det senaste decenniet har varit händelserikt med flera stora förvärv. Under 2015 förvärvades det tyska företaget Schmid Druck och under sommaren 2016 genomfördes Elanders största förvärv hittills, den tyska kontraktstlogistikkoncernen LGI, som då hade cirka 4 000 anställda och en årlig omsättning på 430 miljoner euro. Förvärvet av LGI breddade Elanders kundbas avsevärt och skapade en plattform för fortsatt organisk tillväxt. Under 2017 hade bolaget en organisk tillväxt på 6%, främst inom affärsområdet Supply Chain Solutions, med tillväxt från både Asien och Europa. Även 2018 präglades av stark organisk tillväxt som uppgick till 9%, och omsättningen översteg för första gången 10 miljarder SEK. År 2019 presterade både Print & Packaging och den asiatiska delen av Supply Chain Solutions väl, men detta överskuggades av behovet av ett åtgärdsprogram i den europeiska verksamheten inom samma segment. Covid19-

Elanders Helhetslösning



Källa: Elanders, Analysguiden.

epidemin ledde under 2020 till att nödbromsen drogs och innebar bl a att aktieutdelningen slopades. När krisen vändes i sin motsats under 2021 var problemet istället flaskhalsar, inte minst inom Electronics på grund av halvledarbrist, och förstärktes av blockeringen av Suez-kanalen. Trots det blev det rekordresultat och i slutet av det året förvärvades också 80% av Bergen Logistics, och med det togs ett stort kliv inom Fashion. 2022 innebar fortsatt organisk tillväxt, men det gick sämre i Europa med bl a strukturåtgärder i Tyskland. Under 2023 slog inflationen till på allvar, konsumtionen minskade och fraktpriserna föll tillbaka till normala nivåer, vilket resulterade i en organisk omsättningsminskning på hela 11%. Starten på 2024 har dock tydligt pekat på en återhämtning, om än inte så stark, och vinterns två stora förvärv, Kammac och Bishopsgate inger gott hopp tillsammans med ett fortsatt starkt kassaflöde.

Största aktieägarna, %

Carl Bennet AB	50.1%
Svolder AB	10.2%
Fjärde AP-fonden	8.5%
Protector Forsikring	5.3%
Carnegie Fonder	5.0%

Källa: Elanders.

Hållbarhetsarbete och uppsatta reduktionsmål

Angående hållbarhetsinsatser har Elanders satt upp mål för att minska utsläpp av växthusgaser på både kort och lång sikt. Företaget siktar på att reducera sina Scope 1 och 2 utsläpp med 50% fram till 2030, och sina Scope 3 utsläpp med 30%. Till 2040 är målet en 75% minskning av Scope 1 och 2 utsläpp, och till 2050 siktar Elanders på att nå "Net zero" över hela sin värdekedja, med 2021 som basår då företagets utsläpp låg på cirka 44 tusen ton koldioxid totalt.

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:

Johan Voss-Schrader