



Ag

Analyst Group



7346

FERRONORDIC MACHINES AB

EN VÄXANDE MARKNAD ERBJUDER GODA
FRAMTIDSUTSIKTER

2019-06-24

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
CARL-FREDRIK GÄRTNER

Sept. Oct. July June Aug. May

7 5 3

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Ferronordic Machines AB ("Ferronordic" eller "Bolaget") är ett svenskt bolag vars verksamhet består av återförsäljning av nya och begagnade anläggningsmaskiner (T.ex. Grävskopor, asfaltmaskiner, dumptruckar, dumpers), service av anläggningsmaskiner samt leasing av fordon och personal i mindre skala. Över 80 % av försäljningen består av maskiner från Volvo CE, där samtlig försäljning sker i Ryssland samtidigt som man under 2019 kommunicerat expansionsplaner till Kazakstan. Den generella marknaden för import av anläggningsmaskiner korrelerar starkt med Rysslands BNP tillväxt, därav finns stora makroekonomiska risker.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell Prognos	10-12
Värdering	13
Bull & Bear	14
Ledning & styrelse	15
Appendix	16
Disclaimer	17



3

Värde drivare

Ferronordics främsta värde drivare utgörs av den växande och mognande ryska marknaden för anläggningsmaskiner. Marknaden för importerade anläggningsmaskiner i premiumsegmentet estimeras växa 9,8 % CAGR 2019 - 2024. Dessutom stimuleras denna marknadstillväxt av ryska statens nya satsningar på framförallt att modernisera sin infrastruktur till ett värde om ca 390 mEUR.



2

Historisk Lönsamhet

Ferronordic har en historia av lönsamhet trots en tuff marknad. 2015 var en av de tuffaste åren för den ryska ekonomin, importen av anläggningsmaskiner föll 74 % från året innan. Trots detta bibehöll Ferronordic sin lönsamhet med en EBIT-marginal om ca 5 %. Ca 27 % av intäkterna kommer från service delen av Ferronordic, vars intäkter täcker de fasta kostnaderna. Servicedelen är relativt opåverkat av marknadens volatilitet.



3

Riskprofil

Hög nivå av korruption, låg transparens och politiska risker höjer risken i de marknader Ferronordic adresserar. Dessutom står utrustning från Volvo CE för ca 80 % av total försäljning, därav är Ferronordic beroende av en mycket god relation till Volvo CE. Marknaden för importer hänger även samman med ekonomisk tillväxt, något som varit volatilt ur ett historiskt perspektiv.



4

Ledning & Styrelse

Teamet i Ferronordic har lång erfarenhet av den ryska marknaden. Nuvarande VD Lars Corneliusson har tidigare arbetat för Volvo CE med ansvarsområdet Ryssland. Styrelseledamot och tidigare VD Erik Eberhardsson var tidigare ansvarig för Volvo CE i Ryssland. Tillsammans äger ledningen och styrelsen ca 38 % av totala utstående aktier, vilket ingjuter förtroende och skapar incitament för fortsatta vinstresultat



5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

FERRONORDIC MACHINES AB (FNM)

EN VÄXANDE MARKNAD ERBJUDER GODA FRAMTIDSUTSIKTER

Ferronordics verksamhet består av återförsäljning av nya och begagnade anläggningsmaskiner, service av anläggningsmaskiner samt leasing av fordon och personal i mindre skala. Primära affärsverksamheten sker i Ryssland, men sedan 2019 har expensionsplaner initierats för Kazakstan. Marknaden för importerade anläggningsmaskiner i Ryssland är relativt ny. Från 2009 har marknaden ökat som mest från 1 649 importerade maskiner till 21 000 år 2012. Marknaden väntas återgå till dessa nivåer vid bibehållen ekonomisk tillväxt, 2018 importerades 10 310 st. maskiner inom premiumsegmentet. I ett Base scenario värderas Bolaget till 189 kr utifrån en DCF.

Affärsmodell har vissa konjunkturmässiga fördelar

Bolaget har en affärsmodell där segmentet Eftermarknad står för 27 % av total omsättning. Detta segment består av framförallt service och försäljning av reservdelar, någonting som är relativt icke-cykliskt till skillnad från resten av verksamheten. Omsättningen från Eftermarknadssegmentet beräknas täcka totala fasta kostnader vilket har gjort det möjligt för Bolaget att ha positivt kassaflöde även under lågkonjunktur 2015 - 2016.

Makroekonomiska faktorer gynnar Ferronordic

I takt med att den ryska ekonomin återhämtar sig från tidigare lågkonjunktur i samband med sanktioner efter Krim-krisen 2014 - 2015 växer efterfrågan för anläggningsmaskiner. Under maj 2019 uttalade President Putin i sitt majtal en plan för att få igång den ryska ekonomiska tillväxten igen, främst genom satsningar på att modernisera den åldrande infrastrukturen i landet. Ryska staten kommunicerade en plan med en budget av värde på ca 390 mdeUR enbart för att modernisera ryska infrastrukturen och modernisera samhället, vilket stimulerar efterfrågan och importen av anläggningsmaskiner i landet.

Ett skiftande fokus från inköpspris till livslängdens pris

I och med en växande mognad på den ryska marknaden för anläggningsmaskiner har ett fokus bland klienter skiftats från initiala inköpspriset till att fokusera mer på priset för anläggningsmaskin över dess livslängd. Importen, därmed marknaden av dessa maskiner, väntas återhämtas i takt med Rysslands BNP tillväxt som estimeras kring 1,55 % 2019 för att nå 1,7 % 2021. Ferronordics försäljning estimeras växa 11 % CAGR 2019 - 2021.

Kostnaden för sålda varor fortsätter vara hög

Eftersom Ferronordic främst är en återförsäljare innebär detta höga försäljningskostnader. EBITDA-marginalen har historiskt rört sig runt 8 %, den estimeras att vara 8,4 % 2019 - 2021. I och med en omstrukturering i Bolagets struktur 2018 så finns det potential till en höjd EBITDA-marginal kring 9,5 % på lång sikt.

AKTIEKURS | 151 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2019 ÅRS PROGNOSE

BEAR
75 kr

BASE
189 kr

BULL
221 kr

Värderingen baseras på flera antaganden och både prognoser och en förändrad kapitalstruktur kan komma att påverka värderingen.

FERRONORDIC MACHINES AB	
Stängningskurs (2019-06-24)	151
Antal Aktier	14 532 434
Market Cap (MSEK)	2 194
Enterprise Value (EV) (MSEK)	2 442
V.52 prisintervall (SEK)	114 – 162

UTVECKLING

1 månad	+3,42 %
3 månader	-3,82 %
1 år	+19,27 %
YTD	+18,71 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: FERRONORDIC ÅRSREDOVISNING 2018)

Skandinavkonsult i Stockholm AB	15,60 %
Falkstenen AB	8,20 %
Scandsib Group	7,40 %
Lars Corneliusson	6,40 %
Man GLG Partners LLP	5,70 %

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Lars Corneliusson
Styrelseordförande	Staffan Jufors

FINANSIELL KALENDER

Delårsrapport 2 2019	2019-08-15
----------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019E	2020E
Omsättning	3 214	3 379	4 042
<i>Omsättningstillväxt</i>	25,2%	5,1%	19,6 %
EBITDA	322	283	339
<i>EBITDA-marginal %</i>	9,9%	8,4 %	8,4 %
EBIT	274	253	309
<i>EBIT-marginal %</i>	8,4 %	7,5 %	7,7 %
P/S	4,7	4,5	3,7
EV/EBITDA	7,5	8,6	7,1
EV/EBIT	8,9	9,6	7,8

INVESTERINGSIDÉ

Ferronordic har sedan 2011 varit den primära återförsäljaren av Volvo CE anläggningsmaskiner i Ryssland, och nyligen har en expansion till grannlandet Kazakstan initierats i samband med ett nytt kontrakt med Volvo CE. Det som hittills drivit Bolagets framgång är ett starkt fokus på en ny växande marknad, vilket importerade anläggningsmaskiner är i Ryssland. Trots en kraftig marknadsnedgång under 2014 - 2015 på -34 % respektive -74 % behöll Ferronordic sin lönsamhet med EBIT-marginal kring 4,5 % (2014) respektive 5,9 % (2015). Affärsmodellen har gjort detta möjligt då 27 % av intäkterna kommer från servicesegmentet som beräknas täcka Bolagets samtliga fasta kostnader. EBIT-marginalen förväntas hålla sig kring 7,5 % - 8 % 2019 - 2024 i ett Base scenario där marknadsandel väntas vara någorlunda konstant kring 8 % - 9 %. I ett Base scenario värderas Ferronordic till 189 kr per aktie.

Expansiv finanspolitik stimulerar efterfrågan av anläggningsmaskiner

EN ÖKAD
EXPANSIV
FINANSPOLITIK
VÄNTAS
STIMULERA EN
STARK FRAMTIDA
TILLVÄXT

En ökad expansiv finanspolitik väntas stimulera en stark framtida tillväxt där fokus framförallt ligger på en modernisering av infrastrukturen. Från data publicerat av den ryska staten är investeringar öronmärkta för modernisering av infrastruktur såsom vägar värderade till ca 85 mdeUR. Detta kombinerat med ett estimerat behov av minst 70 000 fler anläggningsmaskiner enligt Ferronordic, så skapas en hög efterfrågan efter nya och moderna anläggningsmaskiner förutsatt att projekten genomförs. Detta förväntas öka antal sålda enheter främst inom generella byggmaskiner och vägsegmentet.

Intäktmodell skyddar vid sämre tider

Ferronordics huvudområde är försäljning av utrustning och estimerat utgöra ca 70 % av Bolagets totala intäkter. De resterande delarna består av Eftermarknad vilket är service av fordon (ca 27 %) samt maskinuthyrning och övrigt vilket är estimerat till 3 % av intäkter. Utifrån Bolagets egen data ser det ut som att Ferronordics samtliga fasta kostnader täcks av eftermarknadsintäkterna, vilket ger Bolaget ett visst typ av skydd vid minskad försäljning av ny utrustning. Detta blev extra tydligt åren 2014 - 2015 då det blev en kraftig marknadsnedgång på -34 % respektive -74 % samtidigt som Ferronordic behöll sin lönsamhet med en EBIT-marginal kring 4,5 % (2014) respektive 5,9 % (2015).

Förändrad strategi för inköp gynnar försäljning av premium anläggningsmaskiner

I och med att marknaden för importerade anläggningsmaskiner i premiumsegmentet växer i Ryssland mognar marknaden i sin strategi vid köp av utrustning. Tidigare har inköpsstrategin hos ryska bolag varit att gå utefter det bästa initiala priset, men i och med Ferronordic och dess konkurrenters intåg i Ryssland väntas marknaden för anläggningsmaskiner mogna. Detta innebär att kunden prioriterar priset på en maskin över dess livslängd istället för det initiala inköpspriset.

Prognos och värdering

+3 379
MSEK
OMSÄTTNING
2019 HELÅR

Ferronordic väntas växa med den ryska importmarknaden av anläggningsmaskiner som i sin tur estimeras växa i relation till Rysslands BNP-trend. I ett Base scenario förväntas omsättningen växa med 5,1 % från 3 215 MSEK (2018) till 3 379 MSEK 2019. Antal sålda enheter väntas öka från 947 enheter 2018 till 1019 enheter 2019. EBIT förväntas bli 253 MSEK från tidigare 274 MSEK (2018). Ferronordics omsättning väntas växa med en CAGR om 22 % 2019 - 2021. Värderingen har genomförts genom en DCF värdering med stöd av en relativvärdering till liknande bolag. DCF:en i ett Base scenario har en WACC på 11,5 % och *perpetuity growth rate* på 2 % som ger ett indikerat värde om 189 kr per aktie.

Riskerna är främst relaterade till länderna där verksamheten bedrivs och fortsatt god relation med Volvo CE

Riskerna för Ferronordic är främst relaterade till länderna Bolaget har sin verksamhet i. Både Ryssland och Kazakstan har en generellt hög nivå av korruption, låg transparens och politiska risker vilket höjer risken i de marknader Ferronordic adresserar. Framförallt har den ryska ekonomin visat sig vara historisk sårbar i samband med låga råvarupriser och sanktioner som lett till negativ ekonomisk tillväxt och hög volatilitet på importmarknaden. Dessutom står utrustning från Volvo CE för ca 80 % av total maskinförsäljning, därav är Ferronordic beroende av en god relation till Volvo CE.

BOLAGSBESKRIVNING

TIDIGARE
VOLVO-
ANSTÄLLDA
INNEBÄR GODA
RELATIONER

Ferronordic Machines AB är en återförsäljare av anläggningsmaskiner i Ryssland. Det är främst utrustning från Volvo Construction Equipment (Volvo CE) som säljs vilket estimeras till ca 80 % av totala antal maskiner sålda. Ferronordic grundades under 2010 då tidigare Volvo-anställda Anders Blomqvist och Erik Eberhardson köpte loss Volvo ABs återförsäljningsverksamhet i Ryssland. På grund av sin historia har Ferronordic en mycket god relation med Volvo CE och deras märken. Nyligen (med start 2019) har de även initierat en expansion till Kazakstan där målet är att bygga en liknande affärsmodell som den i Ryssland. 2018 var omsättningen 3 214 MSEK och antalet sålda enheter var totalt 947 st. De största segmenten av sålda anläggningsmaskiner är framförallt olika typer av grävskopor (421 st.), tunga dumptruckar (182 st.) samt hjullastare (140 st.).

Intäktsmodell

- **Försäljning av utrustning:** Den största delen av Ferronordics intäkter (70 %) kommer från segmentet försäljning av utrustning. Ferronordic är en återförsäljare för främst Volvo, men även andra märken. I Ryssland har Ferronordic kontrakt med olika tillverkare av anläggningsmaskiner som Bolaget sedan säljer till kunder. Som återförsäljare är Ferronordics intäkt mellanskillnaden från inköpspriset av anläggningsmaskinen och priset som kunden betalar. Detta ger en hög kostnad för sålda varor vilket resulterar i att omsättning och bruttovinst skiljer sig mycket. Inom detta segment inkluderas både nya och begagnade anläggningsmaskiner.
- **Eftermarknad:** En stor del av Ferronordics intäkter (27 %) kommer från segmentet eftermarknad. Detta är serviceintäkter som Bolaget erhåller genom olika typer av tjänster. Största intäkten inom detta segment är service av olika anläggningsmaskiner som Bolagets kunder har köpt samt försäljning av reservdelar. Detta sker både vid Ferronordics egna verkstäder samtidigt som det även finns även service bilar som har möjlighet att närvara direkt hos kunden om reparation i fält är möjligt. I samtliga sålda enheter erbjuder Ferronordic även tillgång till data för att effektivisera nyttjandet av enskilda anläggningsmaskiner. För service segmentet finns det även flertal fordon som kan skicka data till Ferronordic för att optimera service av maskiner via telematiska system, detta gör det möjligt att erbjuda kunder specifika erbjudanden baserad på deras data.
- **Övrigt:** Övrigt kategorin står för 3 % av Ferronordics intäkter. Detta segment inkluderar främst leasing av fordon och personal från Ferronordic för specifika projekt. En del av intäkterna kommer även från utbildning relaterat till anläggningsmaskiner.



Allmän byggnation
& övrigt



Gruvindustri



Skogsindustri



Vägbygge



Stenbrott & sandtag



Olja & gas

Kostnadsdrivare

Ferronordics huvudsakliga kostnader är kostnader för sålda varor. I och med att Ferronordic är en återförsäljare består deras intäkter av mellanskillnaden mellan vad t.ex. Volvo vill ha från Ferronordic och vad kunden betalar för anläggningsmaskinen. Detta blir mycket tydligt vid en inspektion av resultaträkningen där omsättning 2018 var 3 214 MSEK och bruttovinst på 614 MSEK. Resterande kostnader består främst av leasing av lokaler samt kostnader relaterade till personal. Värt att notera är att de fasta kostnaderna estimeras täckas av intäkterna från eftermarknadssegmentet, vilket till viss mån skyddar vid lägre antal enheter sålda.

Expansion till Kazakstan och lastbilsrenoveringar

Ferronordic kommer framöver fortsätta med expansion av sin verksamhet till Kazakstan som inleddes i början av 2019. Planen är att bygga upp en liknande verksamhet som den i Ryssland då Ferronordic nyligen ingick ett kontrakt med Volvo CE som återförsäljare i Kazakstan. Detta förväntas inte utgöra en stor del av omsättningen till en början men sprider Ferronordics geografiska möjligheter samt exponering. Dessutom ska Ferronordic investera 35 MSEK under 2019 - 2020 för att bygga upp en ny verksamhet inom lastbilsrenoveringar. Investeringskostnaderna går till leasing av lokaler samt inköp av komponenter till begagnade lastbilar som sedan kommer renoveras och säljas.

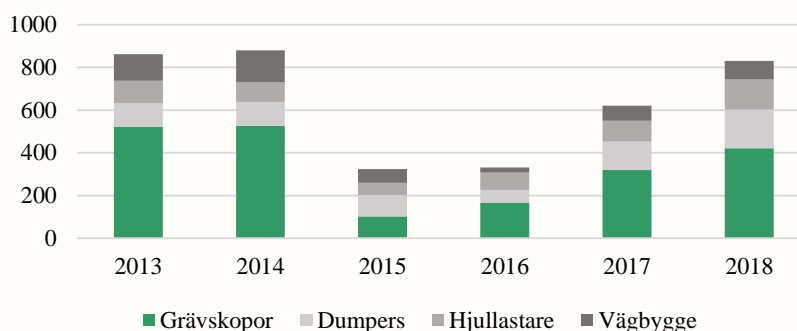
EXPANSION
TILL
KAZAKSTAN
MED START
2019

BOLAGSBESKRIVNING

Försäljning av utrustning

Ferronordics största andel av omsättning är försäljning av anläggningsmaskiner. I analysen estimeras detta till 70 % av Ferronordics totala omsättning, varav ca 80 % av maskinförsäljningen är utrustning från Volvo CE. Utöver utrustning från Volvo CE har Ferronordic samarbeten med andra aktörer från vilka de levererar utrustning.

Utvalda marknadssegment: Försäljning i antal av nya anläggningsmaskiner



80 % AV
OMSÄTTNINGEN FRÅN
MASKINFÖRSÄLJNINGSS-
SEGMENTET
ESTIMERAS VARA
UTRUSTNING FRÅN
VOLVO

- **Volvo Trucks, Construction Equipment och Penta:** *Volvo Trucks* ingår i Volvokoncernen och är en tillverkare av lastbilar och bussar. Ferronordic är i dagsläget en återförsäljare av begagnade Volvo-lastbilar samt en auktoriserad mekaniker för Volvo lastbilar i Ryssland och Kazakstan (sedan 2019). *Volvo Construction Equipment* är ett helägt dotterbolag av Volvo Trucks. Volvo CE tillverkar anläggningsmaskiner av olika slag t.ex. Hjullastare, grävskopor, tunga lastbilar, vägmaskiner med mera. Volvo CE säljer den mesta av sin utrustning via olika lokala återförsäljare, varav Ferronordic är Volvo CE:s återförsäljare i Ryssland och sedan 2019 även i Kazakstan. *Volvo Penta* är en tillverkare av båt- samt industrimotorer och ingår i Volvokoncernen. Ferronordic säljer egentillverkade dieselgeneratorer som använder sig av komponenter från Volvo Penta.
- **Renault Trucks:** Renault Trucks är en fransk lastbilstillverkare som ingår i Volvokoncernen och är en tillverkare av lastbilar. Ferronordic är i dagsläget en återförsäljare av begagnade Renault lastbilar samt en auktoriserad mekaniker för Renault lastbilar i Ryssland.
- **Rottne:** Rottne är en svensk tillverkare av olika typer av skogsmaskiner. Ferronordic är en auktoriserad återförsäljare och leverantör av service relaterade tjänster i Ryssland.
- **Mecalac:** Mecalac är ett franskt bolag som producerar olika typer av grävskopor och grävmaskiner. Ferronordic är en auktoriserad återförsäljare och leverantör av service relaterade tjänster i både Ryssland och Kazakstan.
- **Terex Trucks:** Terex Trucks är en brittisk tillverkare av tunga lastbilar byggd för svår terräng som ägs av Volvo CE. Dessa används främst i gruvschakt och annan svår terräng. Sedan 2018 lanserade Volvo CE egna liknande trucks som kommer ersätta Terex Trucks i sortimentet hos Ferronordic.
- **Dressta:** Dressta är en polsk tillverkare av bulldozers. Ferronordic är en auktoriserad återförsäljare och leverantör av service relaterade tjänster i Ryssland.



MARKNADSANALYS

Ferronordic är verksamma i Ryssland och nyligen har de initierat expansion till Kazakstan under början på 2019. Nedan visas hur investeringar i infrastrukturen i Ryssland väntas påverka Ferronordics omsättning positivt de kommande åren:



Ökad mognad på marknaden

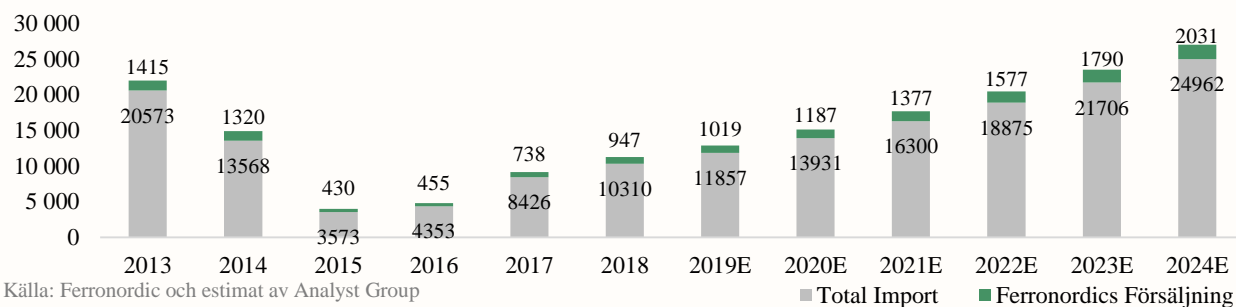
På en mogen marknad, såsom stora delar av Europa och Nordamerika, sker inköp av anläggningsmaskiner med fokus på maskinens livslängd. Det är alltså anläggningsmaskinernas kostnad under en hel livstid snarare än det initiala priset som är avgörande när en kund på en mogen marknad ska införskaffa en ny anläggningsmaskin. I Ryssland har marknaden inte mognat till nivån där konsideration över en maskins kostnad över en hel livscykel väger tyngre än det initiala inköpspriset. Detta är någonting som är på väg att ändras i och med att den ryska marknaden för anläggningsmaskiner mognar. Viktigt att ha i åtanke är att marknaden för importerade anläggningsmaskiner, framförallt av högre kvalitet vilket Volvo CE räknas in i, är en ny och växande trend i Ryssland med en potentiellt lång tillväxt-resa kvar.

Expansiv finanspolitik och stora projekt ökar efterfrågan

I Ryssland har regeringen lagt fram en plan för att få igång den ekonomiska tillväxten igen och modernisera den åldrande ryska infrastrukturen. Totalt estimeras värdet på budgeten för denna satsning till ca 390 mdEUR. Ferronordic estimerar att det i dagläget finns ett behov av minst 70 000 ytterligare anläggningsmaskiner. Dessutom, förutsatt att de uttalade projekten genomförs, finns det enligt Ferronordic ett stort behov av inköp av fler anläggningsmaskiner för att kunna fortsätta med nuvarande projekt i landet medan nya infrastrukturprojekten startas.

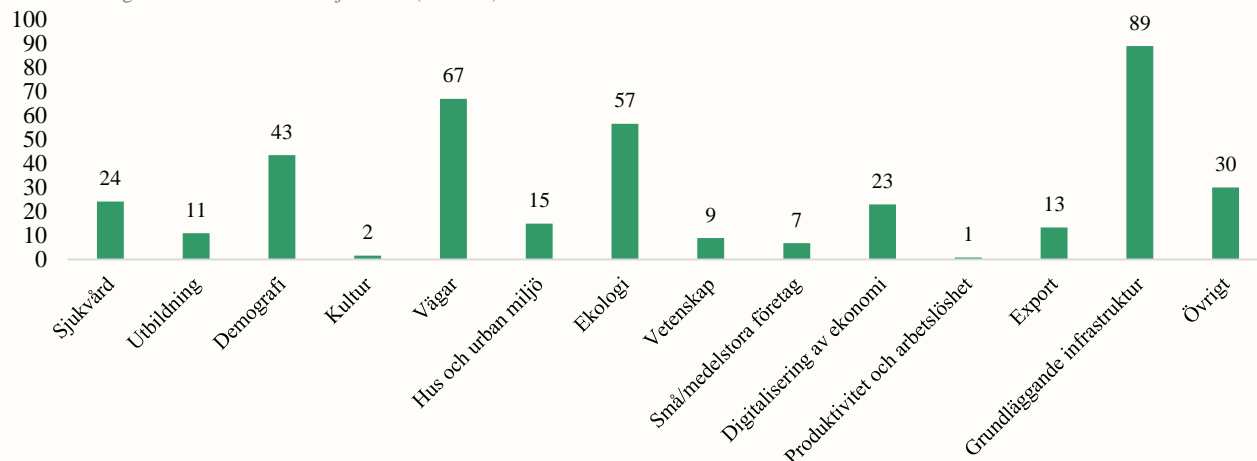
Antalet importerade anläggningsmaskiner förväntas öka i samband med en återhämtande ekonomi och många stora byggprojekt.

Antal importerade anläggningsmaskiner i Ryssland 2013 – 2024E



Estimerad budget för Rysslands modernisering.

Andel av budget som estimeras till varje sektor (mdEUR)



Källa: Rysslands regering

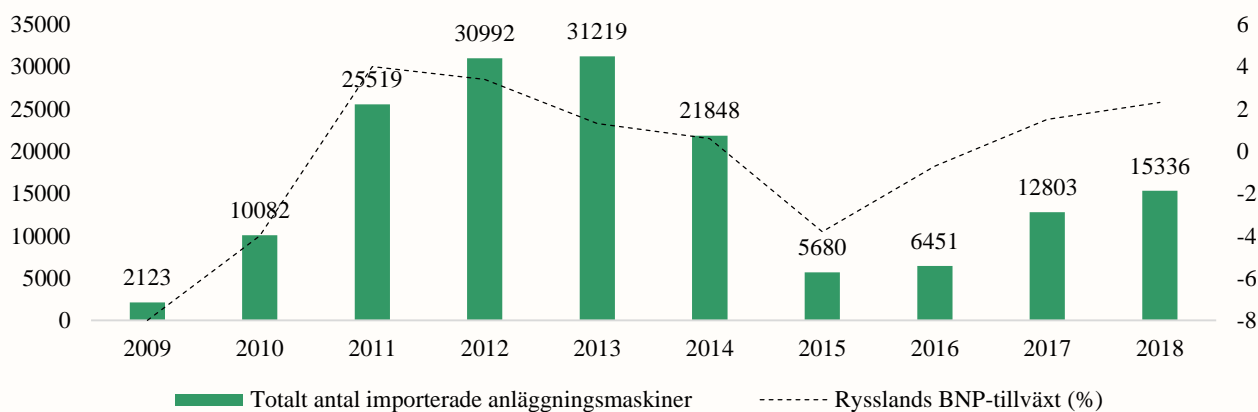
MARKNADSANALYS

Historisk volatilitet på marknaden

Den ryska marknaden för import av anläggningsmaskiner har ur ett historiskt perspektiv korrelerat med Rysslands BNP-tillväxt. Marknaden för import av premium anläggningsmaskiner är fortfarande en väldigt ny marknad i Ryssland. Under tidsperioden 2009 – 2018 har Ryssland drabbats av två kraftiga ekonomiska nedgångar, dessa nedgångar har haft signifikant påverkan på efterfrågan av anläggningsmaskiner överlag. Utifrån den marknadshistorik som finns går det att resonera att import och försäljning av anläggningsmaskiner, framförallt i premiumsegmentet, är en mycket cyklisk verksamhet. 2009 importerades 1 649 st. premium anläggningsmaskiner, ett år senare importerades 8 004 premium anläggningsmaskiner (2010), en YoY tillväxt om 385 %. 2015 minskade importen till 3 573 enheter, 2017 hade antalet enheter importerade ökat till 8 426. Värt att notera är att när marknaden väl börjat återhämta sig historiskt växer antalet sålda enheter mycket kraftigt på en kort tid om 1 - 2 år.

Antalet importerade anläggningsmaskiner har en historia av hög volatilitet.

Antal importerade anläggningsmaskiner i relation till BNP-tillväxten i Ryssland, 2009 – 2018



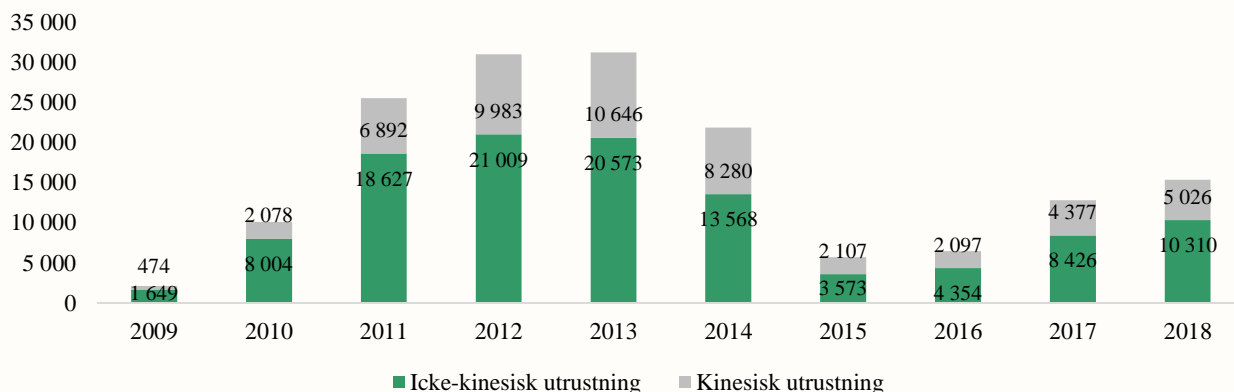
Källa: Ferronordic och Världsbanken

Kinesiska anläggningsmaskiner i relation till premiumsegmentet

Det finns två klassifikationer av anläggningsmaskiner som är den primära importen. Det som klassificeras som premiumsegment där Caterpillar, Hitachi, Komatsu och Volvo CE (via Ferronordic) klassificeras. Det andra segmentet är kinesisk utrustning. Historiskt har kinesisk utrustning varierat runt 25 - 35 % av den totala importen av anläggningsmaskiner i Ryssland. Ferronordic anser inte att kinesisk utrustning är en huvudkonkurrent då en kund som köper premiumutrustning ofta inte skulle köpa en kinesisk anläggningsmaskin då de främst är billigare i sitt initiala inköpspris men inte har samma kvalitet och standard som premiumsegmentet. Andelen kinesisk utrustning som importeras förväntas sjunka i samband med att marknaden mognar och prioriterar en maskins kostnad över dess livscykel över det initiala inköpspriset.

Kinesiska anläggningsmaskiner har historiskt varit ca 30 % av totalt antal importerade anläggningsmaskiner.

Antal importerade anläggningsmaskiner totalt uppdelat i segment icke-kinesisk utrustning och kinesisk utrustning



Källa: Ferronordic

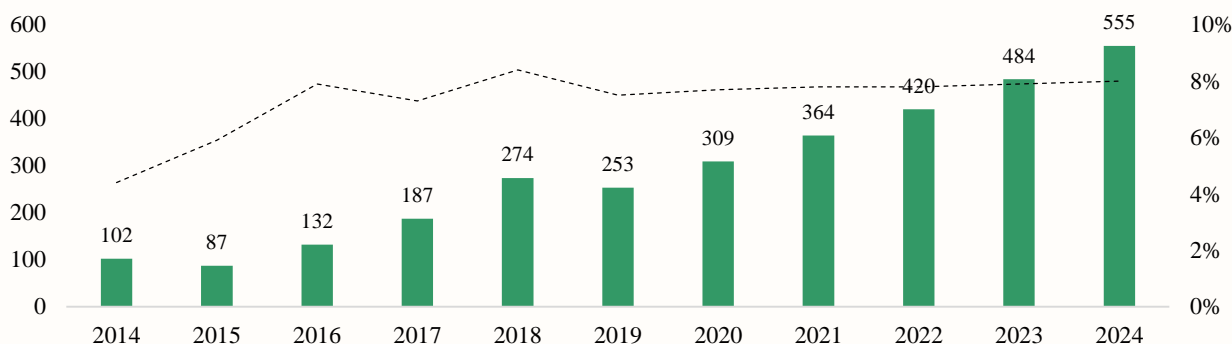
FINANSIELL PROGNOSS

Hög andel äldre anläggningsmaskiner förväntas behöva ersättas

Andelen äldre anläggningsmaskiner väntas öka de kommande åren. Stora mängder anläggningsmaskiner som används aktivt i dagens Ryssland importerades under perioden 2003 - 2013 när marknaden för import av anläggningsmaskiner etablerades i Ryssland. Andelen importerade anläggningsmaskiner ökade i snitt med en CAGR om 34 % enligt Ferronordic. Den främsta anledningen till den starka tillväxten attribueras till flertal stora byggprojekt och ett behov av mer modern utrustning. Detta är någonting som väntas fortsätta då en stor del av dagens anläggningsmaskiner i Ryssland är äldre och ineffektivare modeller.

Ferronordic har historisk varit lönsam trots en marknadskollaps 2014 – 2015.

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal, 2014 – 2024E (MSEK)



Källa: Ferronordic & Analyst Group estimat

■ EBIT - - - - - EBIT Marginal

Historisk lönsamhet

Ferronordic har ur ett historiskt perspektiv varit lönsamt även under de tuffaste åren. Detta blev extra tydligt per år 2014 - 2015 då en kraftig marknadsnedgång på -34 % respektive -74 % samtidigt som Ferronordic någorlunda behållit sin lönsamhet med EBIT-marginal kring 4,5 % (2014) respektive 5,9 % (2015). Eftersom intäkterna från eftermarknadssegmentet (27 % av total omsättning) väntas fortsätta täcka de fasta kostnaderna även kommande år förväntas det att Ferronordic har möjlighet att behålla en viss lönsamhet även vid tuffare marknader framöver.

Intäkter

För 2019 - 2021 antas en organisk omsättningstillväxt om ca 22 % CAGR. Denna tillväxt motiveras av marknadens generella tillväxt som korrelerar relativt till BNP prognoser för Ryssland de kommande åren. Rysslands BNP anses växa 1,7 % i snitt under helåren 2019 - 2021 och därefter sakta in till ca 1,5 % i årlig tillväxt helåren 2022 - 2024. Eftersom marknaden för importerade anläggningsmaskiner i Ryssland kraftigt korrelerat med BNP-tillväxten ur ett historiskt perspektiv, finns ingen anledning att tro att så inte är fallet inom de kommande 6 åren. Värt att notera är det faktum att Rysslands stora infrastrukturinvesteringar möjliggör för marknaden av importerade anläggningsmaskiner att växa i högre procentenheter än den ryska ekonomin, som även är fallet historiskt.

Under 2018 annonserade Ferronordic en investering om 35 MSEK totalt under åren 2019 och 2020 i syfte att starta upp en ny verksamhet för renoveringar av begagnade lastbilar och delar. Investeringen kommer att användas för att leasa en ny byggnad samt för inköp av delar och renoveringsobjekt. Då försäljningen av begagnade fordon i Ryssland fortfarande är en underutvecklad marknad hoppas Ferronordic kunna kapitalisera på en framtida växande marknad för begagnade och nyrenoverade fordon.

Contracting Services är en del av Ferronordics strategi för att bli mer integrerade i kundernas verksamhet. Förutom att hjälpa till med service och underhåll av kundernas maskiner erbjuder Ferronordic även möjlighet att leasa personal och fordon. Detta gäller främst för specifika arbetsuppgifter och inte hela projekt. Vanliga uppdrag inom Contracting Services är främst relaterade till gruvindustrin där outsourcing är vanligt i stora delar av omvärlden, i Ryssland är detta fortfarande en ny och växande marknad. Under slutet av 2018 inleddes det största uppdraget hittills, ett projekt som involverar 100 anställda och 25 maskiner.

**HISTORISK
LÖNSAMHET
ÄVEN UNDER
SVÅRA TIDER**

**ORGANISK
OMSÄTTNINGSS
TILLVÄXT OM
CA 22 %
CAGR PER
ÅR**

FINANSIELL PROGNOIS

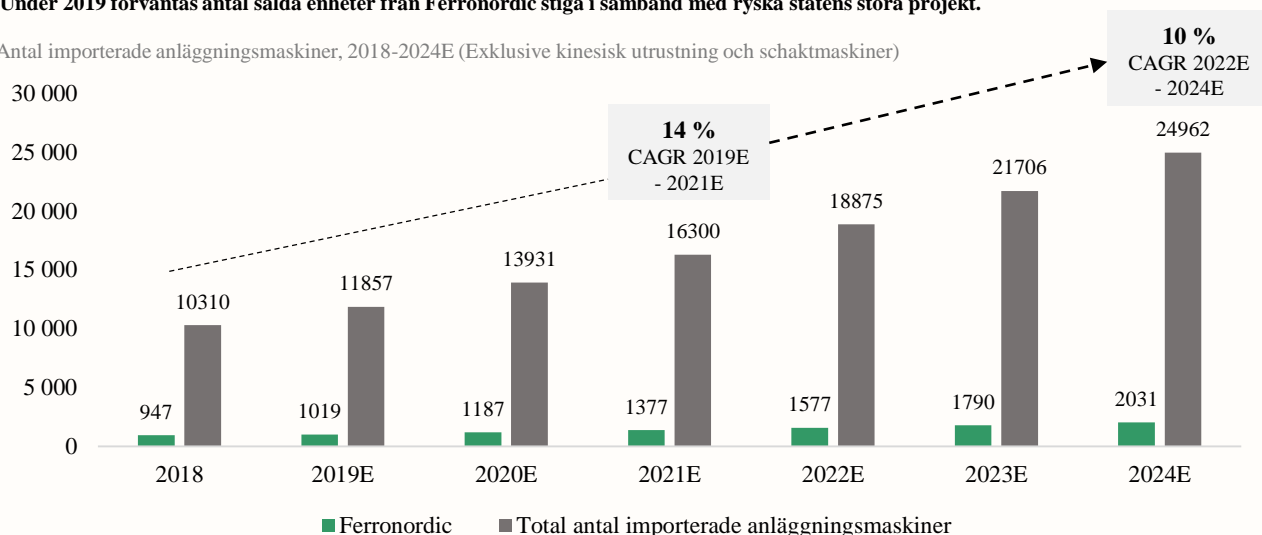
Försäljning av utrustning – omsättningsprognos 2019 till 2024

**1 377 SÅLDA
ENHETER
2021E**

Ferronordics organiska tillväxt väntas fortsätta framöver, framförallt väntas antal sålda fordon öka. 2019 estimeras antal sålda enheter öka med 7,6 % till 1 019, från 947 sålda enheter under 2018. Anledningen bakom den lägre tillväxten under 2019 är med hänsyn till Bolagets egna prognoser för 2019, där Bolaget uttalat en försiktighet kring resultatet 2019. Under 2020 estimeras tillväxten att öka med 16,5 % till en total om 1 187 sålda enheter. 2021 fortsätter den årliga tillväxten kring 16 % till en total om 1 377 sålda enheter. Den organiska tillväxten i marknaden under denna period beror främst på en återhämtning i den ryska ekonomin efter sanktioner som slog hårt 2014 - 2016. En ökad efterfrågan av anläggningsmaskiner stimuleras även av de flera stora projekt för att modernisera rysk infrastruktur som initieras under 2019. 2022 - 2024 väntas en långsammare ekonomisk tillväxt i den ryska ekonomin om 1,5 % i snitt tillväxt. Detta då efterfrågan på anläggningsmaskiner estimeras minska smått i tillväxt jämfört med 2020 och 2021. En årlig tillväxt i antal sålda maskiner är runt 13 % 2019 - 2021. 2022 estimeras 1 577 sålda enheter och 2024 estimeras 2 031 sålda enheter, vilket motsvarar en CAGR om 9 % 2022 - 2024.

Under 2019 förväntas antal sålda enheter från Ferronordic stiga i samband med ryska statens stora projekt.

Antal importerade anläggningsmaskiner, 2018-2024E (Exklusive kinesisk utrustning och schaktmaskiner)



Analyst Groups prognos

Eftermarknad – omsättningsprognos 2019 till 2024

Eftermarknad är en viktig del för Ferronordics lönsamhet, detta då intäkterna från service och reservdelar estimeras täcka samtliga fasta kostnader. Bolaget betonar även betydelsen för deras kunder när det kommer till service och reservdelar, detta då det är viktigt att snabbt och effektivt kunna leverera till en kund som behöver service för sina fordon. Därav förväntas Bolaget att fortsätta fokusera på ett utspritt varulager i de flesta geografiska områden i Ryssland. Bolaget använder sig även av telematiska system T.ex. Volvo CEs 'CareTrack' som övervakar användandet av kunders maskiner. Systemet skickar sedan data till Ferronordic som kan se både statistik över maskinens prestanda och historik av användning. Denna data kan sedan användas för att erbjuda kunder olika förslag för effektiviserad verksamhet, samt möjlighet att planera underhåll av maskin.

Eftermarknadssegmentet kan anses vara relativt icke-cykliskt eftersom anläggningsmaskiner som används skapar ett behov av reservdelar och service. Omsättningen för eftermarknaden väntas växa med ett års fördröjning bakom försäljningen av nya och begagnade anläggningsmaskiner, vilket estimeras visa CAGR om 13 % mellan 2019 - 2024. Omsättningen 2024 estimeras till 1 883 MSEK, att jämföra med 867 MSEK 2018. Eftermarknadssegmentet estimeras fortsätta vara 27 % av total omsättning och förblir viktig för Bolagets återkommande intäkter. Ferronordic har vid slutet av 2018 79 anläggningar totalt. 78 stycken är lokaliserade på olika geografiska platser runt om i Ryssland där Ferronordics kunder har sin verksamhet. Det finns 1 anläggning än så länge i Kazakstan, lokaliserad i största staden Almaty. Fler anläggningar förväntas startas i Kazakstan, däremot tar det tid att etablera ett nätverk av service och försäljningsanläggningar och Bolaget har ingen uttalad strategi vart eller hur strategin för landet ser ut annat än en liknande affärsmodell till den i Ryssland.

**13% CAGR FÖR
EFTERMARKNADS
SEGMENTET
2019E-2024E**

FINANSIELL PROGNOSS

Övrigt – omsättningsprognos 2019 till 2024

Estimaten för omsättningen i övrigt estimeras fortsätta stå för 3 % av total omsättning. Omsättningstillväxten i Övrigt kommer främst drivas av Contracting Services som Ferronordic erbjuder. I estimaten förväntas fler liknande kontrakt skrivas som liknar det bolaget skrev med GV Gold där leasing av 25 maskiner och 100 personer hyrs ut. Omsättningen väntas bli 101 MSEK 2019 och växa med en CAGR om 13 % till 209 MSEK 2024. Detta motiveras av Ferronordics uttalanden om att Contracting Services väntas öka successivt i och med att Contracting Services-metoden är vanligt i mer mogna gruvindustrier i övriga världen. Därav väntas användningen av Contracting Services-metoden öka i Ryssland då marknaden mognar.

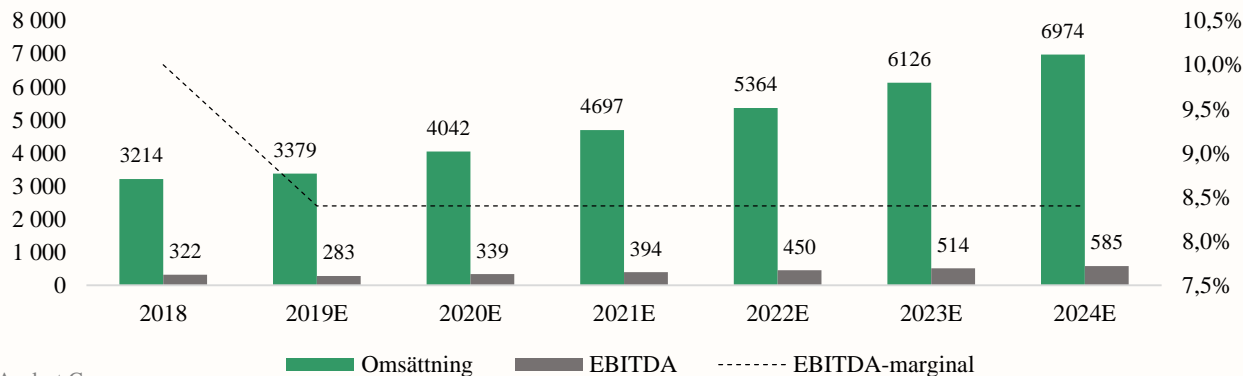
CONTRACTING SERVICES VÄNTAS ÖKA I RYSSLAND

	Traditionell metod	Contracting Services-metod
Maskiner	FERRONORDIC	FERRONORDIC
Reservdelar	FERRONORDIC eller kunden	FERRONORDIC
Service	FERRONORDIC eller kunden	FERRONORDIC
Operatörer	Tillhandahålls av: kunden	Tillhandahålls av: FERRONORDIC
Betalning	Kostnad för maskin, reservdelar och service	Volymbaserad (per ton, kubikmeter, etc)

Källa: Ferronordic

EBITDA-marginal förväntas vara 8,4 % då kostnad för försäljning är fortsatt relativt hög.

Framtidsestimater för omsättning och EBITDA med marginal, 2018 - 2024E



Analyst Groups prognos

Kostnader och marginaler

Majoriteten av kostnadsposterna dras av som kostnad för såld vara. De kostnader som återstår efter EBITDA är skatt, CAPEX, OPEX samt av- och nedskrivningar. Kostnaderna för sålda varor 2019 - 2024 väntas fortsätta vara relativt höga. EBITDA-marginalen estimeras till 8,4 % 2019 - 2024, vilket baseras på historisk data och estimerade kostnader för framtida tillväxt. Under 2018 effektiviserade Bolaget sin struktur och sänkte därmed kostnaderna för sålda varor vilket resulterade i en EBITDA-marginal om 9,9 %. En del av kostnaderna väntas växa då Ferronordic förväntas utöka antal leaseade lokaler. En kostnadspost när en expansion av servicelokaler ökar är även kostnad för inköp av reservdelar. Detta eftersom det är viktigt för Ferronordics kunder att de har tillgång till snabb ersättning av delar och service nära deras operationella områden.

Tillsammans med att försäljning av anläggningsmaskiner estimeras fortsätta vara 70 % av totala omsättningen kommer denna EBITDA-marginalen vara svår att höja och är därmed fastställd på 8,4 % i Base scenario. Kostnaderna estimeras uppgå till 3 095 MSEK 2019 och fortsätta vara 92 % av total omsättning. Kostnaderna estimeras uppgå till 6 388 MSEK 2024. EBIT-marginalen förväntas fortsätta kring 7,5 % - 8 % 2019 - 2024.

VÄRDERING

Diskonterad kassaflödesmodell

Ferronordic har värderats genom en diskonterad kassaflödesmodell, ”DCF”. Diskonteringsräntan utgörs av Bolagets antagna WACC om 11,5 %. Avkastningskravet på eget kapital står för 13 %, vilket beräknades utifrån en riskfri ränta om 0,2 % och en riskpremie om 12,8 %, vilket sammantaget resulterar i en WACC om 11,5 %. I DCF-modellen användes evighetsmetoden för att ta fram ett residualvärde där oändlighetstillväxten uppskattades till 2 % utifrån framtida rysk BNP tillväxt. Vidare görs antagandet om en långsiktig EBITDA-marginal om 8 % och en skattesats om 21 %.

DCF-värderingen, utifrån ovan nämnda antaganden resulterar i ett Enterprise Value om 2 442 MSEK. Justerat för Ferronordics nettoskuld delat med antal utställda aktier resulterar det i ett motiverat aktiepris om 189 kr per aktie.

189 KR
PER AKTIE
(BASE)

Relativvärdering

Analysen har även tagit hänsyn till liknande bolag för tillväxtestimat, marginaler och värdering. Följande är två exempel:

Finning International Är en kanadensisk återförsäljare av Caterpillars anläggningsmaskiner. Bolaget är betydligt större än Ferronordic med 13 000 anställda globalt och ett marknadsvärde kring 38 000 MSEK. Liknande Ferronordic, fokuserar Finning främst på återförsäljning av ett specifikt märke, Caterpillar. Likt Volvo CE använder sig Caterpillar av självständiga återförsäljare i många delar av världen. Likt Ferronordic använder sig Finning även av renovationer av äldre fordon som sedan säljs. Renovation av äldre fordon utgör en liten del av total omsättning. Finning estimeras ha en EBITDA-marginal kring 9 % år 2018.

Ferrey Corp. SAA Är en peruansk återförsäljare av framförallt Caterpillar anläggningsmaskiner, men har även andra märken. Den primära verksamheten bedrivs i Peru. De erbjuder även service-lösningar för sina kunder. Bolaget har ca 3 500 anställda och ett marknadsvärde om 23 220 MSEK. Bolagets EBITDA-marginal är cirka 7,5 % och största utgiften utgörs av kostnad för sålda varor. Likt Ferronordic har Ferrey Corp. Sitt främsta fokus på en hemmamarknad där de är den enda auktoriserade återförsäljaren av sitt huvudmärke.

Källa: Finning International, Ferrey Corp. SAA och Bloomberg

Företagsnamn	EBITDA-marginal (%)	EV/EBITDA	P/E	Nettoskuld/EBITDA	Omsättnings-tillväxt (%)
Wajax Corporation	5,8	5,8	9,1	2,4	12%
Finning Int'l	8,7	8,2	19,6	1,8	12%
Ferreycorp SAA	11,4	7,1	9,3	3,2	8%
Titan Machinery Inc.	4,5	12,6	28,2	5,7	5%
FerroNordic	9,9	5,4	10,2	-0,9	26%
Medel utan Ferronordic	7,6	7,8	16,6	3,3	13%
Median utan Ferronordic	7,3	7,7	14,5	2,8	10%
Medel	8,1	7,8	15,3	2,5	13%

Källa: Bloomberg

BULL & BEAR

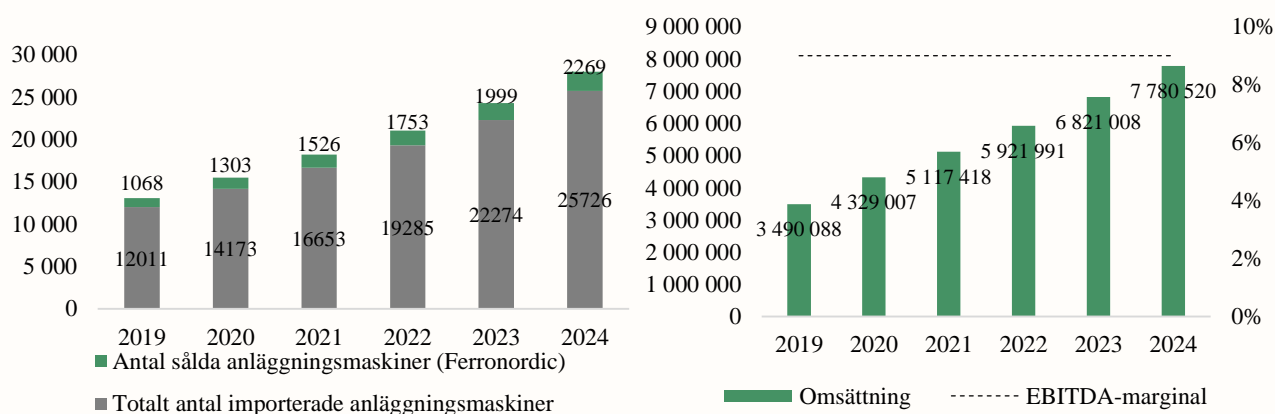
Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas Ferronordics marknad visa på god tillväxt. Rysslands BNP-tillväxt är 2 % - 2,2 % årligen 2019 - 2021 att jämföra med Base scenario med BNP-tillväxt om 1,5 % - 1,7 %. Detta är främst tack vare den ökade ekonomiska aktiviteten i samband med expansiva finanspolitiska planerna för att få igång en ekonomisk tillväxt. I och med en högre ekonomisk tillväxt och hög efterfrågan på anläggningsmaskiner har Ferronordic möjlighet att öka försäljning av antalet anläggningsmaskiner. Den främsta tillväxten sker inom segmenten allmän byggnation och vägbygge. I ett Bull scenario antas vidare att Ferronordic har möjlighet att bibehålla en EBITDA-marginal om 9 %, att jämföra mot 8,4 % i Base scenariot. Detta tack vare den lyckade omstruktureringen som bolaget genomförde 2018. Omsättningen 2019 estimeras till 3 490 MSEK, och EBITDA till 314 MSEK. I ett Base scenario estimeras omsättning till 3 379 MSEK och EBITDA till 283 MSEK. I Bull scenariot är för tillväxt i försäljning av antal anläggningsmaskiner 13 % CAGR 2019 - 2021.

221 KR
PER AKTIE
(BULL)

EBITDA-marginal förväntas vara 9 % och antalet sålda anläggningsmaskiner blir 1 526 st 2021.

Antal importerade anläggningsmaskiner, 2019E-2024E (Exklusive kinesisk utrustning och schaktmaskiner) samt Ferronordics estimerade omsättning



Analyst Groups prognos

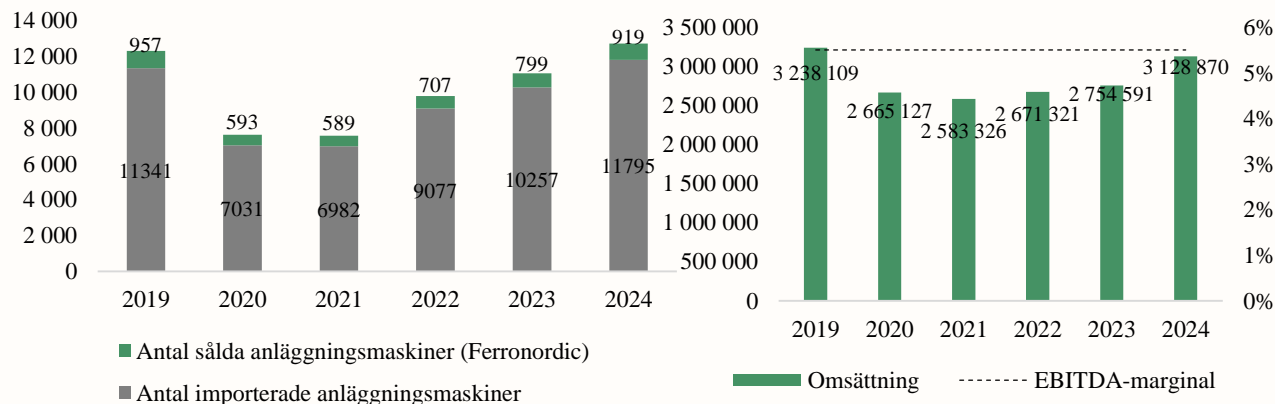
Bear scenario

I ett Bear scenario förväntas Ferronordics marknad visa på negativ tillväxt. Marknaden har lägre tillväxt än väntat, där Ryssland går in i en lågkonjunktur 2020 - 2021. 2020 är BNP-tillväxt -3,8 % och 2021 är BNP-tillväxt -0,7 %, att jämföra med Base scenario med BNP-tillväxt 1,5 % - 1,7 %. På grund av den negativa ekonomiska utvecklingen i samband med en lågkonjunktur minskar efterfrågan på nya anläggningsmaskiner kraftigt. Dessutom antas volatila och osäkra råvarupriser. Den främsta nedgången är i segmenten relaterade till råvaror såsom 'stenbrott och sandtar', 'olja och gas' samt 'allmän byggnation'. I ett Bear scenario antas vidare att bolagets EBITDA-marginal sjunker till en nivå om 5,5 %, vilket framförallt motiveras av en lägre försäljningsvolym och ökade kostnader för sålda varor. Omsättningen 2019 estimeras till 3 238 MSEK, och EBITDA till 178 MSEK. I ett Base scenario estimeras omsättning till 3 379 MSEK och EBITDA till 283 MSEK.

75 KR
PER AKTIE
(BEAR)

EBITDA-marginal förväntas vara 5,5% och antalet sålda anläggningsmaskiner blir 589 st 2021.

Antal importerade anläggningsmaskiner, 2019E-2024E (Exklusive kinesisk utrustning och schaktmaskiner) samt Ferronordics estimerade omsättning



Analyst Groups prognos

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Ferronordic Årsrapport 2018.



Lars Corneliusson, CEO / Styrelseledamot

Lars har varit VD för Ferronordic sedan 2012 och har en M.Sc.-examen inom företagsekonomi. Tidigare har Lars varit verksam inom med ledande position hos Volvo Lastvagnar Ryssland som President. Tidigare arbetade Lars som Managing Director för Volvo Vostok.

Aktieinnehav: 1 035 749 aktier



Jonathan Tubb, CFO

Tubb har en ONC inom företagsekonomi och finans och har varit tillförordnad CFO för Ferronordic sedan 2018. Han är en Fellow inom institutet för finansiell redovisning FFA/FIPA sedan 2017.

Aktieinnehav: 660 aktier.



Staffan Jufors, Styrelseordförande

Utbildning från Handelshögskolan i Göteborg och blev styrelseordförande i Ferronordic 2017. Förutom sitt engagemang i Ferronordic är Jufors ledamot i Haldex AB, ÅF AB samt Akelius Residential Property AB. Staffan har tidigare erfarenhet som chef för Volvo Lastvagnar 2004-2011, samt verkställande direktör för Volvo Penta 1998-2004.

Aktieinnehav: 60 747 aktier.



Annette Brodin Rampe, Styrelseledamot

Brodin Rampe är styrelseledamot i Bolaget sedan 2017 och har en ingenjörsutbildning inom industriell kemi. Förutom styrelseledamot i Ferronordic, har Brodin Rampe varit Verkställande Direktör för Internationella Engelska Skolan. Har tidigare varit styrelseledamot i Peab AB, Ernströmgruppen AB samt AHA World AB.

Aktieinnehav: 10 000 aktier.



Håkan Eriksson, Styrelseledamot

Håkan har varit med som styrelseledamot sedan 2016, han är även den största aktieägaren i Ferronordic via Skandinavkonsult Holding i Stockholm AB. Han är för nuvarande styrelseledamot och Managing Director i Planch AB, styrelseledamot i Skandinavkonsult Holding i Stockholm AB med mera. Han har en M.Sc. i företagsekonomi och har tidigare varit VD för Kapitalkredit Sverige AB.

Aktieinnehav: 2 260 744 aktier.



Erik Eberhardson, Styrelseledamot

Utbildad inom företagsekonomi med en B.Sc. Inom företagsekonomi samt studier inom fysik. Erik har varit med i styrelsen sedan 2010. Han har en nuvarande position som President av ScandSib Group. Han har tidigare varit VD för Ferronordic samt chef för Volvo CE i Ryssland.

Aktieinnehav: 1 810 905 aktier.



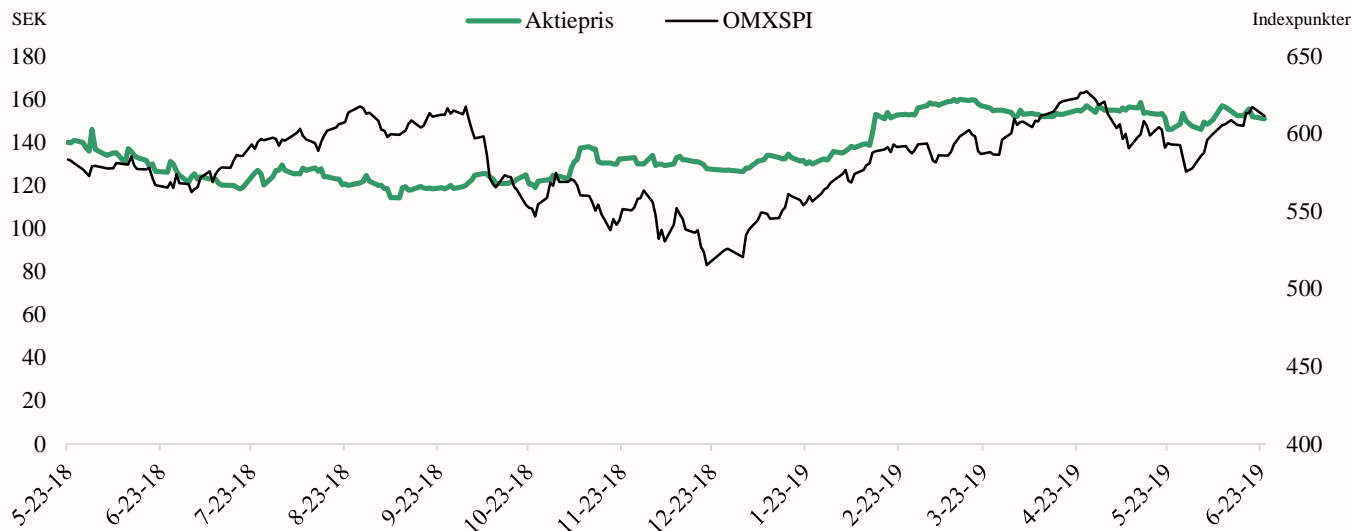
Magnus Brännström, Styrelseledamot

Utbildad inom företagsekonomi med en B.Sc. Inom företagsekonomi samt studier inom fysik. Erik har varit med i styrelsen sedan 2010. Han har en nuvarande position som President av ScandSib Group. Han har tidigare varit VD för Ferronordic samt chef för Volvo CE i Ryssland.

Aktieinnehav: 1 810 905 aktier.

APPENDIX

Aktiens utveckling



Ferronordic Machines AB – Prognos Base scenario

SEK	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättning	3 214 253	3 379 167	4 042 205	4 697 230	5 364 791	6 126 049	6 974 791
<i>Omsättningsstillväxt (%)</i>	25,5%	5,1%	19,6%	16,2%	14,2%	14,2%	13,9%
EBITDA	322 000	283 850	339 545	394 567	450 642	514 588	585 882
<i>Marginal (%)</i>	9,9%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Av och nedskrivningar	48 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000
EBIT	274 000	253 859	309 545	364 567	420 642	484 588	555 882
<i>Marginal (%)</i>	8,4%	7,5%	7,7%	7,8%	7,8%	8,4%	8,0%
Skatter	58 061	54 324	66 243	78 017	90 017	103 702	118 959
EBIAT (NOPAT)	215 939	199 526	243 303	286 550	330 625	380 886	436 924

DCF känslighetsmått

Enterprise Value

Exit Multiple

	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x	8,5x
10,5%	220	220	220	220	220
11,0%	203	203	203	203	203
WACC	189	189	189	189	189
12,0%	176	176	176	176	176
12,5%	166	166	166	166	166

WACC	11,50%
Beta	1
Riskfri ränta	0,28 %
Avkastningskrav	12,99 %
Systemrisk premium	12,79 %
Kostnad av skuld	1,89 %

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

Övrigt

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Innehavsredovisning

Carl-Fredrik Gärtner äger inga aktier.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Analysen har ingen planerad uppdatering.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE