

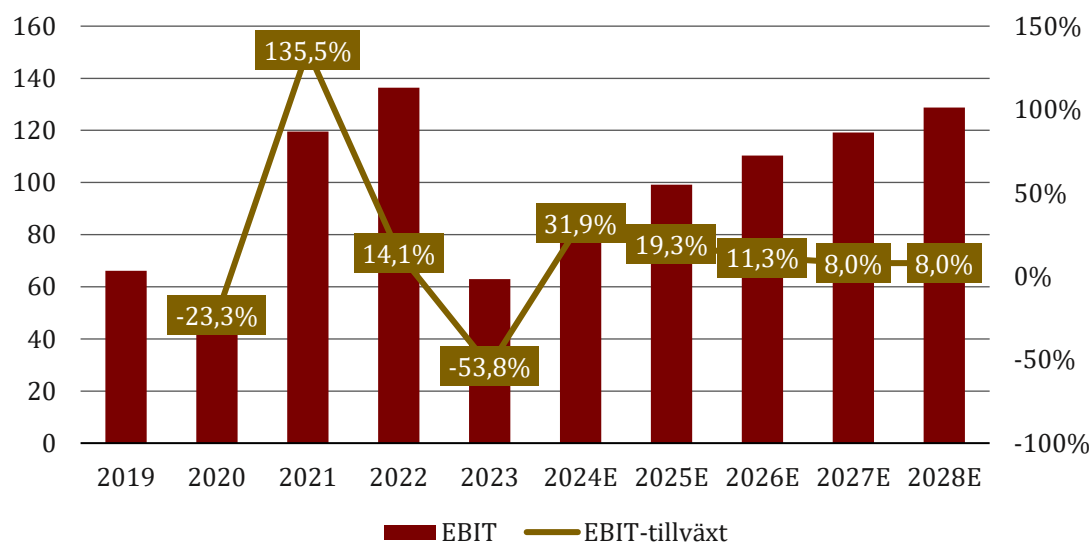
Nilörngruppen AB

“Act Local, Be Global” – Nilörngruppens väg framåt

Nilörngruppen är en ledande global aktör inom branding och design. De är specialiserade på innovativa lösningar inom etiketter, förpackningar och accessoarer, särskilt anpassade för mode- och konfektionsindustrin.

Bolaget handlas just nu till en låg och attraktiv värdering enligt både DCF och i jämförelse med Peers. Genom stigande marginaler och återhämtande lönsamhet, samt att bolaget i grunden är ett kvalitetsbolag, gör vi bedömningen att det finns ett köpläge i Nilörngruppen, som har en potentiellt god uppsida i en vändande konjunktur.

EBIT and EBIT growth (MSEK)



Analytiker

Albin Schulat
Beppe Grönmark

Nyckeltal

Handelsplats	Small Cap Stockholm
Sektor	Sällanköpsvaror
Börsvärde (MKR)	775,3
Enterprise Value	756,0
Nettoskuld/EBITDA	-0,16
Direktavkastning (%)	2,2
P/E	13,2
EV/EBIT	9,1
EPS	5,17
ROE (%)	16,8
ROIC (%)	21,1
ROA (%)	9,9

Värdering

Aktiekurs	68,00kr
Riktkurs DCF	117,30kr
Riktkurs Peers	78,65kr
Uppsida/nedsida	44,08%
Rekommendation	KÖP



Investment Case

Kvalitetsbolag i grunden

Nilörngruppen har historiskt vuxit med 7,7% (tioårssnittet) med en rörelsemarginal mellan 7,2%-15,2% och ROIC mellan 15,9%-59%. Under denna period har man delat ut mellan 60%-99% varje år förutom 2020. Sedan 2015 har Nettoskuld/EBITDA aldrig överstigit 1, och i nuläget uppgår nyckeltalet till -0,16 (bolaget har nettokassa). Allt detta tyder på att Nilörngruppen är ett kvalitetsbolag i grunden.

Lönsamheten återhämtar sig

2021 och 2022 var starka år för Nilörngruppen. Rörelsemarginalen var ca 15% och omsättningstillväxten var hög. Detta berodde på att deras kunder byggde upp lager på grund av diverse fraktproblem, för att förebygga risken att inte kunna möta efterfrågan. Resultatet av detta realiserades 2023 – krisen hade löst sig och Nilörns kunder stod med för stora lager vilket pressade ned både Nilörns försäljning och lönsamhet. Rörelsemarginalen halverades 2023, men har återhämtat sig någorlunda och landade på 8,8% 2024.

Även om överlönsamhet präglade åren 2021 och 2022 borde marginalen stiga avsevärt från nuvarande nivå. Tioårssnittet för rörelsemarginalen är 10,6%. Vi anser att den normaliserade rörelsemarginalen skulle kunna bli ännu högre än så, på grund av effektivisering och skala.

Produkterna som Nilörngruppen säljer är produkter vars efterfrågan tros bestå över tid, även om den kan komma att bete sig någorlunda pro-cykliskt. Med en köpvilligare konsument, och ny fart i kläindustrin, kommer efterfrågan för Nilörngruppens produkter öka. Investeringarna Nilörn gör i sin produktionskapacitet tyder på en liknande förväntan framgent från bolagets sida.

Investeringar banar vägen för tillväxt

I Q4 rapporten beslutade styrelsen om att investera i en ny fabrik i Bangladesh samt en utökning i Portugal, med en totalkostnad på 11MUSD fördelat över två år. Denna investering genomfördes trots att Nilörn redan ökat produktionsvolymerna i Bangladesh i början av 2024. Investeringen kommer på bekostnad av utdelning som uppgår till 1,5kr per aktie, trots att kassaflödet tillåter mer, vilket kan vara en anledning till den dystra rapportreaktionen. Vi tror däremot detta kan driva tillväxt framöver, och sett till bolagets historiskt goda lönsamhet (ROIC uppgår till 21%), finns alla möjligheter till att även denna investering ska bli lönsam. Man kan också hävda att det är osannolikt att företaget skulle utöka sina produktionsvolymerna om man inte väntar sig ökad försäljning.

Företagets tre största segment – etiketter, RIS och paketering – agerar på en marknad som spås en god tillväxt flera år framöver och det kombinerat med bolagets historik av god ROIC ser vi en potentiellt intressant utveckling.

Slutsats

Slutligen anser vi att normaliserad lönsamhet, investeringar med god ROIC samt Nilörns kvalitativa grund innebär att aktien handlas långt under det verkliga värdet. Vår DCF motiverar en uppsida på 72,5% och relativvärderingen 15,66%. Sammantagen riktkurs uppgår därmed till 98kr, en uppsida på 44% från dagens kurs på 68kr.



Affärsmodell

Affärsmodell

Nilörngruppen är en ledande global aktör inom branding och design. De är specialiserade på att skapa mervärde för varumärken genom innovativa lösningar inom etiketter, förpackningar och accessoarer, särskilt anpassade för mode- och konfektionsindustrin. Ett viktigt strategiskt arbete för Nilörn är att arbeta med nära samarbeten med sina långsiktiga kundrelationer.

Företaget assisterar sina kunder med att välja korrekta symboler vid packetering, bl a i syfte att följa etikettkrav. Med Nilörn:CONNECT har man även skapat en plattform för att öka transparens och spårbarhet, vilket ger Nilörns kunder ökade kontroll över deras kunders kundresa. Med QR-koder har man skapat en Digital Product Passport (digitalt produktpass).

Nilörngruppen arbetar efter "Act Local, Be Global", där de strävar efter att ha globala distributionsdistributionsnät och stordriftfördelar samtidigt som de vill vara nära kunden för att möjliggöra korta beslutsvägar och en flexibel organisation.

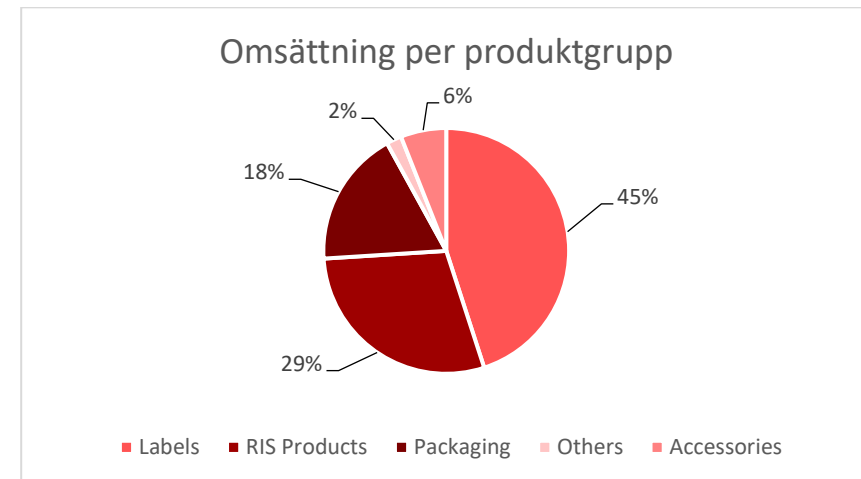
Den interna produktionen står för cirka 12 – 15 procent av koncernens totala försäljning

Produktsegment

Nilörn har ett starkt fokus på etiketter, som motsvarar 45% av försäljningen. Näst största produktgrupp med 29% är RIS, som står för Retail Information Service och är etiketter med variabel data, följt av förpackningar om 18%.

Givet att företagets försäljning baseras på främst sålda etiketter och förpackningar B2B, innebär detta att det för bolaget är eftersträvaransvärt med hög konsumtion inom mode- och konfektionsindustrin. Hög omsättning och

orderantal vad gäller bl a kläder är därmed fördelaktigt och en förutsättning för omsättningstillväxt för Nilörngruppen.



Ägarbild

AB Traction står för 26,3% av kapitalet och 58,1% av rösterna, och är därmed majoritetsägare. AB Traction är ett investmentbolag och Nilörngruppen består av 5% av bolagets innehav (Avanza). Bolaget ägs i sin tur av familjen Stillström.

Finansiella mål

Företaget har som finansiella mål att växa med 7% årligen vad gäller omsättningen samt att ha en rörelsemarginal som överstiger 10%. Dessutom har man som mål att nettoskulden ej ska överstiga 2x EBITDA.



Marknad och Konkurrens

Bred geografisk närvaro med fyrsiffrigt antal kunder

Nilörn har en global närvaro med både produktion både Europa och Asien, men även lager i USA. Bolaget har över 1000 kunder vilket tyder på en låg kundrisk, men däremot står de tio största för ca 34% av omsättningen. Kundrelationerna är långsiktiga, och på grund av den täta dialogen och det nära arbetet med kunden kan det öka sannolikheten för att kunden väljer att fortsätta arbeta med Nilörn.

Nilörn påverkas av konsumenten

I och med att 45% av Nilörns försäljning utgörs av klädetiketter, påverkas de starkt av klädbranschen och konsumenttrenden. Detta samband gjordes tydligt åren 2022 och 2023 när Nilörn drabbades av lagerproblematiken. Retailers hade stora lager, sålde för lite, och därmed köpte de inte av Nilörn - marginalerna och omsättningen sjönk som resultat, främst på grund av svagheten i Sport and Outdoor-segmentet, men senare även på grund av svagare tillväxt i lyxsegmentet. I Q3 återhämtade sig den förstnämnda någorlunda, men lyxsegmentets tillväxt har inte accelererat än. Vi tror att en återhämtning kan bidra till att driva Nilörns rörelsemarginal till normaliserade nivåer.

Marknadstrender

Marknaden växer: Enligt Nilörn följer deras underliggande marknad efter modeindustrin vad gäller tillväxt. Modeindustrin präglas av kortare livscykler och ökad konsumtion, vilket innebär högre volymer för Nilörn. Marknaden för klädetiketter väntas snabbare än klädmarknaden, med 7,3% CAGR tills 2033 (Business Research Insights).

Tillväxtmarknader: I och med investeringen i ännu en fabrik i Bangladesh intensifierar Nilörn satsningen på denna textilnation. Bangladesh är en tillväxtmarknad vars BNP väntas växa ca 7% årligen kommande årtionde.

EU skärper lagstiftningen – *Green Deal*: Det så kallade digitala produktpasset innebär att varor som säljs inom EU ska vara spårbara märkta med hållbarhetsdata. Genom *Nilörn connect* kan de hjälpa sina kunder att möta denna nya standard. Detta är ej unikt för Nilörn, utan konkurrenterna, som mestadels är stora och globala, har liknande lösningar, men däremot kan *Green Deal* driva på marknadens tillväxt.

Politisk oro i Bangladesh

Trots den underliggande BNP-tillväxten finns orosmoln i tillväxtgeografin. I Q3 stannade Nilörn sin produktion i Bangladesh under en vecka på grund av politisk oro i form av demonstrationer mot regimen. Landet är i grunden demokratisk, men det demokratiska utrymmet har krympt senaste åren vilket lett till uppror. Bolagets egen produktion för 12–15% av den totala försäljningen, men hur stor andel av detta som Bangladesh står för uppges inte.

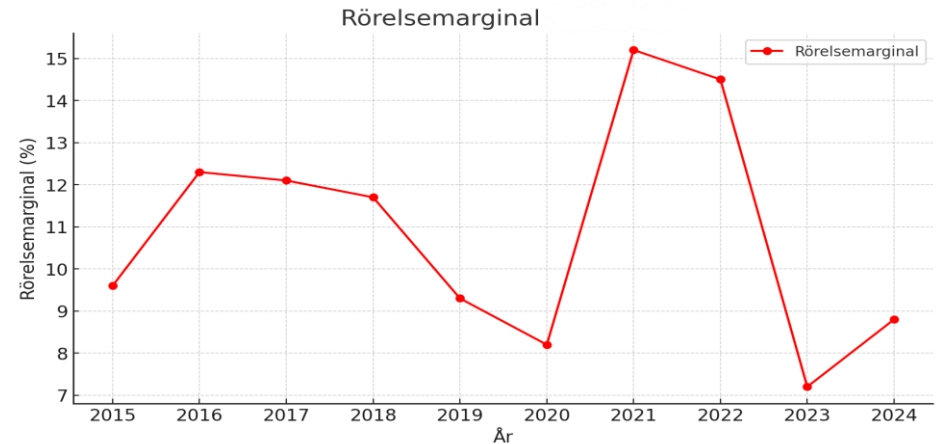
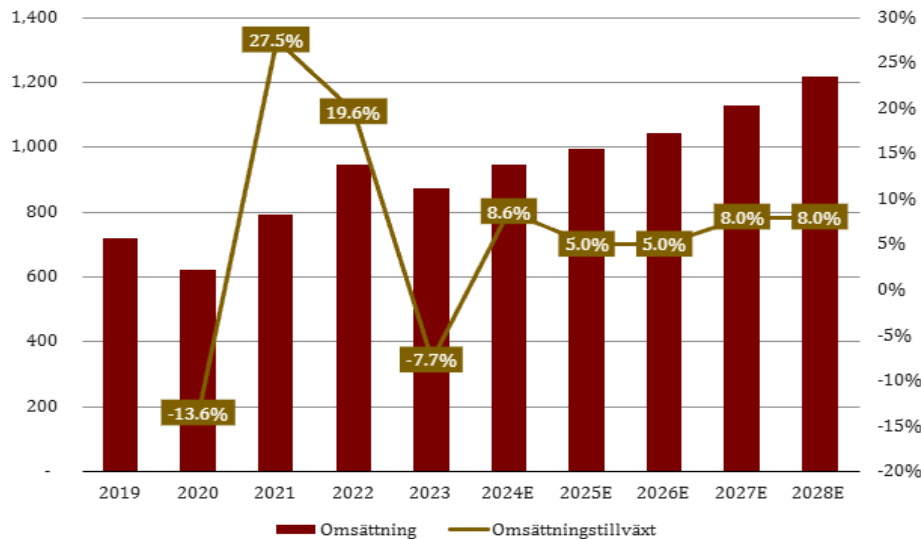


Värdering

Omsättning

Nilörn har senaste tio åren vuxit med 8,5% CAGR, vilket överstiger det finansiella målet på 7%. Sedan målet sattes 2019 har man däremot endast vuxit med 5,77% CAGR, vilket kan förklaras av ett tufft 2020. Framöver tror vi på en omsättningstillväxt i linje med målet, som accelererar någorlunda 2027 när de rådande investeringarna börjar ge avkastning. Tillsammans med de ökade produktionsvolymerna kommer den underliggande marknadstillväxten driva omsättningstillväxten.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



Rörelsemarginal

Rörelsemarginalens utveckling är den enskilt viktigaste faktorn för att bedöma Nilörns potential. Vi tror inte marginalen ska upp till 15% igen, eftersom det var ett resultat av överlönsamhet, men nuvarande 8,8% är alldeles för lågt. Nilörn är ett bolag som historiskt bevisat sig ha god kostnadskontroll och en normaliserad marginal bör därmed närma sig snittet. Tioårssnittet uppgår till 10,6% och kan ses som ett riktmärke. Dessutom påverkade en cyberattack resultatet med -4.4mkr Q3 2024. Justerad rörelsemarginal för helåret blir därmed 9,3% istället för 8,8%. Sammantaget tror vi rörelsemarginalen kommer stiga 2025 för att anta en normaliserad nivå 2026. Vi har även antagit en konstant marginal sedermera, på grund av svårigheter att estimerar marginalens volatilitet. Vi tror alltså att snittet kommer uppgå till normaliserade nivåer.



Värdering

Capex

Vi estimerar stigande capex till följd av investeringar i en ny fabrik i Bangladesh och utökning i Portugal. På grund av Nilörns goda historiska lönsamhet vad gäller främst ROIC finns goda förutsättningar för dessa investeringar att bära frukt. Efter 2026, när fabriken är färdigbyggd, estimerar vi att capex sjunker till genomsnittet på 2,8% av omsättningen. Avskrivningarna väntas öka linjärt, likt historiken.

ROIC har sjunkit rejält senaste två åren, vilket kan förklaras utifrån lagerproblematiken. Enligt ABG beror ROIC i hög grad på kassakonverteringscykeln. När ROIC var som högst under 2021–2022 kunde Nilörn konvertera rörelsekapitalet till kassa fort. Under efterföljande år rådde motsatsen när Nilörns kunders lager var fulla, och därmed sjönk ROIC rejält. Kassakonverteringen har därmed genomgått ett par volatila år, vilket vi också anser borde normaliseras. Vi estimerar därför stigande lönsamhet, vilket gynnar investeringarna Nilörn gör framöver.

Utdelning

Historiskt sett har man delat ut minst 60% av vinsten varje år (förutom under pandemin) tills 2023 då utdelningsandelen minskade till 29%. Detta var en säkerhetsåtgärd till följd av den finansiella nedgången. I Q4 rapporterades det att man behåller denna utdelningsandel (men utdelning per aktie ökar från 1kr till 1,5kr), men nu är syftet att öka capex. Vi ser detta som ett rationellt kapitalallokeringsbeslut på grund av bolagets goda förmåga att uppnå hög avkastning på kapital.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Billerud	17,00	13,70	6,50
Arctic Paper	6,10	4,40	3,00
Elopak	15,20	13,20	7,90
Huhtamäki	16,70	13,30	8,30
Essity	17,40	13,00	9,30
Bong Ljungdahl	-13,00	14,10	5,10
Duni	19,20	14,20	8,60
Average	15,27	12,27	6,96
Nilörngruppen AB	13,16	9,12	6,44
Upside/downside	16%	34%	8%

Relativvärdering

Valda peers har alla starka kopplingar till pappersindustrin och påverkas därmed till stor del av både priset på pappersmassa och konjunkturcykeln, även om verksamheterna skiljer sig åt. Särskilt Arctic Paper och Bong påverkar relativvärderingen.

P/E-talet ger en uppsida om 16% gentemot peers. Där har Bongs P/E-tal uteslutits i och med att företaget har gått med förlust. Möjligen är EV/EBIT det mest rättvisa jämförelsetalet, där Nilörns peers har en jämn värdering mellan 13,00 och 14,20 (exkl Arctic Paper). Där ges en klar uppsida på 34%. Slutligen drar Arctic Paper och Bong ner snittet för peers avseende EV/EBITDA, vilket även det leder till uppsida, om än blygsamma 8%.



Värdering

Det gäller dock att beakta Arctic Paper och Bong som två tydliga outliers. Av den anledningen kan det vara nödvändigt att utgå från medianvärde istället för medelvärde. I detta fall ges då än mer positiva indikationer på ett eventuellt undervärderat Nilörngruppen gentemot peers. Används medianvärde ges en uppsida på 26,9% avseende P/E-talet, 45% avseende EV/EBIT samt 22% avseende EV/EBITDA.

Sammantagen relativvärdering för nutid och framåtblickande samt båda angivna lägesmåten ger en uppsida 15,66%.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Billerud	17,00	13,70	6,50
Arctic Paper	6,10	4,40	3,00
Elopak	15,20	13,20	7,90
Huhtamäki	16,70	13,30	8,30
Essity	17,40	13,00	9,30
Bong Ljungdahl	-13,00	14,10	5,10
Duni	19,20	14,20	8,60
Median	16,70	13,30	7,90
Nilörngruppen AB	13,16	9,12	6,44
Uppsida/nedsida	26,9%	45%	22%

DCF

Vår WACC på 8,7% ges av en riskfri ränta på 2,22% efter räntan på den tioåriga svenska statsobligationen och en riskpremie på 6,3%. Beta sätts till 1, vilket är högre än Avanzas beta på 0,76.

Våra estimat följer resonemangen ovan. Vi tror på stadigt ökade marginaler till 2026 varefter det senaste tioårssnittet behålls. Sedermera estimerar vi en omsättningstillväxt i linje med målet om 7% och en förhöjd capex till följd av investering i Bangladesh och Portugal de kommande åren, för att sedan avta och återgå till normala nivåer.

TGR sätts till 2% och med våra estimat ger det en riktkurs om 117,30kr. Det motsvarar en omfattande uppsida på 72,50%.

Sammantagen värdering

Efter ett tufft 2023 har företaget repat sig något, och både marginaler och omsättningstillväxt har ökat vilket är en trend vi tror fortsätter. Det speglas i DCF:en som ger en uppsida om ca 70%. Med en historiskt hög ROIC förväntar vi oss att företagets investeringar i Portugal och Bangladesh betalar av sig kommande år.

Relativvärderingen ser god ut enligt medelvärdet för peers, men ännu bättre sett till medianvärdet. Slår man ut ett snitt för uppsida/nedsida för relativvärderingen med avseende både på medelvärde och medianvärde samt nutid och för nästkommande period ges en uppsida om 15,66%. Samtidigt behöver man då beakta att två outliers inkluderats samt att det är den framåtblickande relativvärdering som begränsar en än högre uppsida sett till relativvärderingen mot Nilörns peers.



Rekommendation

Sammanfattning

Nilörngruppen är ett kvalitetsbolag med en temporär svacka till följd av lagerproblematiken, vars aktiekurs tagit en oförtjänt hård smäll. 2024 har visat ljuset i tunneln - omsättningstillväxten är tillbaka och marginalerna stiger. Vi tror att denna trend kommer fortsätta, och att marginalerna ska nå normaliserade nivåer. Tillsammans med accelererad omsättningstillväxt till följd av ökade investeringar med god ROIC, anser vi att marknaden missbedömer Nilörns potential att växa i linje med sina finansiella mål.

Genom Nilörns satsning på tillväxtgeografier såsom Bangladesh, Portugal och Vietnam finns det en underliggande tillväxt på deras marknader. Detta stärks även av marknaden för klädetiketter som växer starkare än klädmarknaden i sin helhet. Dessutom gynnas marknaden av hållbarhetstrender, såsom EU:s lagstiftning *Green Deal*. Vidare är den starka huvudägaren Traction's strategi i linje med Nilörns långsiktighet, vilket ökar incitamenten att skapa aktieägarvärde på sikt.

DCF-analysen visar en god uppsida på 73%, och tillsammans med relativvärderingens uppsida på 15,66% indikeras en sammantagen uppsida på 44,08% och en riktkurs på 98kr. Därför rekommenderar vi att **köpa** Nilörngruppen.

