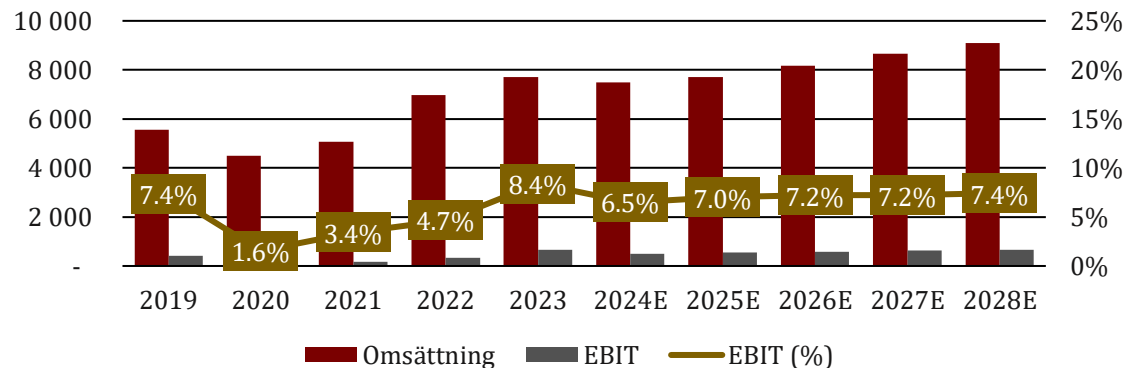


Bordet är dukat för Duni:s comeback

Duni är marknadsledande som tillverkare och leverantör av hushålls- och restaurangartiklar med störst närvaro i Europa och Australien, men med tillväxtambitioner i Asien. Företaget har ett stort fokus på hållbarhet och innovation och riktar sig främst till HoReCa-branschen (B2B). 2024 har varit ett tuffare år med framför allt sämre marginaler till följd av högre transport- och råvarupriser, men även lägre efterfrågan.

Det finns intressanta värde drivare där en starkare köpkraft och efterfrågan hos konsumenterna väntas följa räntesänkningarna och därmed en mer optimistisk konjunktur. Företagets hållbarhetsfokus och marknadsledande position är sådana. Samtidigt har en sämre konjunktur i ryggen slagit mot företagets marginaler.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Analytiker

Albin Schulat
Beppe Grönmark

Nyckeltal

Handelsplats	Mid Cap Stockholm
Sektor	Dagligvaror
Börsvärde (MKR)	4756
Enterprise Value	5702
Nettoskuld/EBITDA	1,4
Direktavkastning (%)	4,9%
P/E	20,4
EV/EBIT	13,6

Värdering

Aktiekurs	101 SEK
Riktkurs DCF	162 SEK
Riktkurs Peers	110 SEK
Uppsida	34%
Rekommendation	Behåll

Investment Case

Marknadsledare i Europa och Australien

Duni har en stark marknadsposition som marknadsledare i Europa och Australien. Med en vertikal affärsmodell får Duni full kontroll över produktions- och leveranskedja vilket ger högre marginaler samt minskar risken för yttre störningar.

Stark grund banar för ljus framtid

Företagets svagare 2024 ska ses som drivet av mer makroekonomiska krafter, där lägre räntor stundar vilket kan ge ett bättre klimat för konsumenten. Med en marknadsledande position i både Europa och Australien samt en stark förankring i både kvalitet och miljöhänsyn bedöms Duni ha goda framtidsutsikter. I ett samhälle som drivs av sociala möten och ett behov av engångsprodukter anses efterfrågan på Dunis produkter på lång sikt inte vara särskilt hotad. Dessutom är företaget tillbaka med utdelningar efter pandemin vilket bevisar en ekonomisk stabilitet och fokus på aktieägarvärde. Duni visar även sund kapitalallokering genom försiktighet under pandemiåren samt förvärv till attraktiva värderingar. Även om Duni har en låg likviditet med 9,4% i rörelsekapital i förhållande till balansomslutningen, vilket reflekterar en period med förvärv och höga kostnader, har bolaget fortsatt en god soliditet och låg skuldsättningsgrad, tillsammans med en stark huvudägare i Mellby Gård – Duni har en stark grund att stå på.

Expansion på tillväxtmarknader skapar värde

Duni:s tillväxt ska drivas av expansion i Asien och Stilla-havsområdet, som är marknader som kännetecknas av hög tillväxt. Denna expansion är i ett tidigt stadie, och ska göra att Duni når sina långsiktiga tillväxtmål. Med förvärv på dessa marknader tar man del av lokal kännedom och

kompetens, och på sätt kan ta ytterligare marknadsandelar genom integration i deras affärsområden.

Proaktiv hållbarhetsstrategi

Duni:s hållbarhetsstrategi finns i alla led inom organisationen – från utbildningar för anställda till miljövänliga leveranser. Duni tar EU:s hållbarhetsdirektiv på allvar och arbetar proaktivt för att vara i framkant. Detta ger inte bara Duni ett starkare rykte och lägre risk för att bli påverkad av reglering – man bygger även upp en konkurrensfördel. Bolag som ligger i framkant vad gäller ESG blir även vanligtvis belönade på börsen med högre multiplar.

Mycket har hänt – men caset kvarstår

Duni förvärvades under hösten 2023 till UEAM med motiveringen av att ha en attraktiv värdering, i framkant vad gäller hållbarhet samt med stigande marginaler. Orsakerna till att behålla Duni idag är detsamma. Uppsidan för värderingen mot utvalda peers är inte lika stor längre, även om vi fortsatt ser en uppsida. Elopak, som är en direkt konkurrent till Duni, har adderats som peer sedan förra analysen och det har minskat relativvärderingens uppsida. Avseende DCF:en är riktkursen högre än förra analysen, 162kr (156kr). Det ger en uppsida på 60% mot dagens kurs. Samtidigt behöver man beakta att vår analys är lite mer konservativ jämfört med den förra analysen, med högre Beta och lägre estimerad CAGR vad gäller omsättningstillväxten. Duni har haft ett tuffare 2024 med sämre marginaler på grund av ökade kostnader i form av ökade transport- och råvarupriser. Dessutom har en lägre köpkraft hos konsumenten lett till en lägre efterfrågan. Till följd av detta har vi valt försiktiga estimat.



Affärsmodell

Dining Solutions

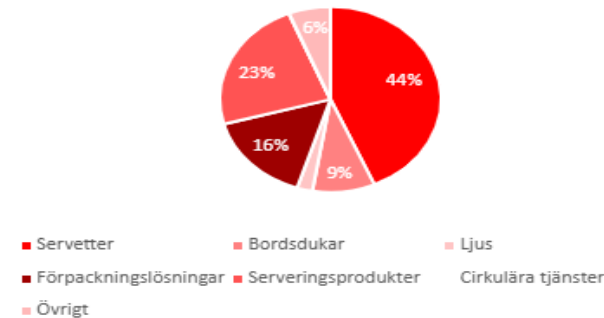
Dining Solutions är Dunis ena verksamhetsben och omfattar hållbara och innovativa lösningar för det dukade bordet. Produkter som inkluderas är främst servetter, bordsdukar och ljus, där man inom Europa är en ledande aktör i premiumsegmentet. Kunderna för dessa produkter är grossister och befinner sig främst inom HoReCa-branschen (hotell, restauranger och café). Försäljningen för Q3 var 58% av företagets totala försäljning med en marginal på 11,3% (14,3%). Produkterna säljs under varumärkena Duni och Paper+Design. Detta affärsområde präglas även av vertikal integration – man äger hela produktions- och leveranskedjan. Detta ger Duni ökad kontroll.

Food Packaging Solutions

Med hållbara förpackningslösningar och serveringsprodukter erbjuder Dunis andra verksamhetsben möjligheter för konsumenten att utnyttja engångsartiklar på ett hållbart sätt. Både take-away och catering är vanliga användningsområden. Kunden i det här segmentet är lite bredare, med både restauranger, butiker samt hälso- och patientvårdssektorer som återkommande köpare. Försäljningen för Q3 var 42% av företagets totala försäljning med en marginal på 3,3% (7,4%). Produkterna säljs under varumärkena Duni och BioPak, där det senare bidrar starkt till en marknadsledande position i Australien och är en viktig aktör för fortsatt expansion i Asien-Stillahavsregionen.

2 februari 2025

Nettomsättning per produkt Q3



Finansiella mål

Duni har som mål att växa organiskt 5% årligen över en konjunkturcykel samt att den operativa rörelsemarginalen ska överstiga 10%. Vidare ska man dela ut 40% av resultatet.

Kapitalallokering

Duni eftersträvar tillväxt både organiskt och via förvärv. Under 2024 har företaget förvärvat Decent Packaging (NZ), Relevo (GER), Huskee (AUS), Seti (SLO) samt Poppies (UK). Det var de första förvärven sedan BioPak (AUS) 2018. De mindre förvärvens köpeskillingar specificeras ej, men de större förvärven sker generellt till attraktiva värderingar – där det senaste förvärvet Poppies köptes till en värdering på ca P/S 1x, men en lönsamhet i linje med Dining Solutions. Även Biopak förvärvades 2018 för ca P/S 1x, då med en omsättning på ca 400mkr, men är idag en stor del av verksamheten.



Affärsmodell

Företaget ger även utdelning om 5kr/aktie/år (4,9%). Utdelningsmålet är 40% av resultatet och detta har man överträffat de senaste åren, förutom under pandemin. Att man ställde in utdelningen 2020–2022 är ett tecken på sund kapitalallokering och bör istället ses som positivt.

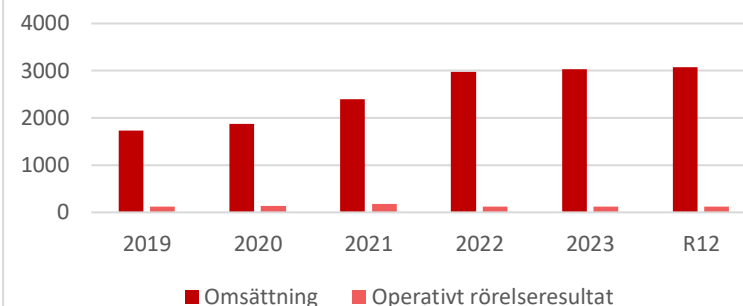
	Utdelning per år	Aktiepris	Direktavkastning
2017	5kr	118kr	4,24%
2018	5kr	119,4kr	4,19%
2019	5kr	117,7kr	4,25%
2020–2022	0kr	-	-
2023	3kr	104,1kr	2,88%
2024	5kr	102,8kr	4,86%

Ägarstruktur och insynsägande

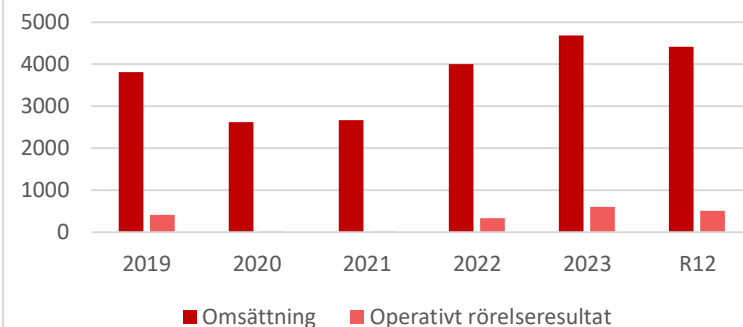
Företagets största ägare är Mellby Gård som sedan förra analysen 2023 har utökat sitt innehav i Duni, som nu består av 50,1% vilket gör dem till majoritetsägare. Mellby Gård har därmed kontroll över Duni, vilket kan ses som positivt då de är en långsiktig ägare. I övrigt består ägarlistan främst av fonder.

Styrelseordförande äger 26 400 aktier och vd äger 20 000 aktier. Övrig styrelse och ledning har i stort sett obefintligt aktieinnehav. Detta är relativt svagt insynsägande. Dock ska det nämnas att några i både ledning och styrelse har kopplingar till Mellby Gård och kan därmed äga fler aktier indirekt.

Food Packaging Solutions - omsättning och operativt rörelseresultat



Dining Solutions - omsättning och operativt rörelseresultat



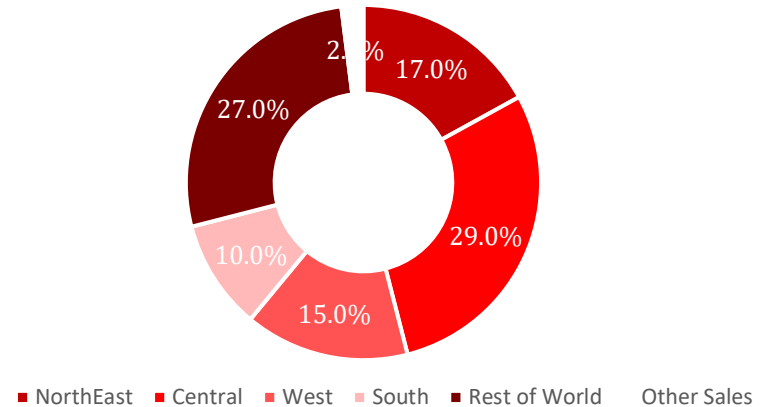
Marknad och Konkurrens

Geografier

Framöver väntas Duni:s tillväxt framför allt drivas av expansion i Asien och StillaHavsregionen, till följd av en ökande medelklass. Expansionen är i ett tidigt skede, men Duni anser att förutsättningarna är goda, då bolaget har en flerårig bas i Thailand i syfte att driva denna expansion. Expansionsplanerna kompletteras även med förvärv – främst inom Food Packaging Solutions. I Q3 2023 förvärvades Australiensiska Huskee samt Decent Packaging. Förvärven är av den mindre skalan – de bidrog med totalt 200mkr till omsättningen för Food Packaging Solutions under förvärvstidpunkten. Man har även fördubblat kapaciteten i Thailands fabrik för att kunna möta en ökande efterfrågan.

I rapporten för Q3 2024 redovisas en positiv utveckling i Asien och StillaHavsområdet, men en svagare utveckling i den största marknaden Tyskland. Detta beror främst på att marknaden för Food Packaging Solutions är starkare, och detta segment dominerar i Asien och StillaHavsområdet. Vidare, jämför man med den direkt konkurrenten för segmentet Elopak, visar även de positiva tillväxtsiffror de senaste kvartalen vilket stärker tesen att dessa marknader kommer driva tillväxt.

Omsättningsfördelning region



Marknadstrender

Den globala marknaden för engångsartiklar inom food service uppgick till 72,3 miljarder USD 2024 och förväntas fortsätta växa till 123,2 miljarder USD år 2034 med en CAGR på 5,8%. Detta kan jämföras med Duni:s mål att växa 5% organiskt årligen. Sedan 2016 har bolaget vuxit med 6,5% CAGR, trots en rejäl nedgång i den underliggande marknaden under pandemiåren. I dessa siffror ingår förvärvad tillväxt vilket gör prestationen undermålig, trots pandemin. Därför, tillsammans med svag prestation 2024, bedömer vi sannolikheten att man ska överträffa sina tillväxtmål långsiktigt som låg.

Marknaden för take away förväntas växa med 11,5% CAGR till 2033. Detta kan driva tillväxt för Food Packaging Solutions och accelerera dess tillväxt

Marknad och Konkurrens

som avtagit någorlunda efter pandemiårens lyft. Ett ytterligare bevis på värdet av detta affärsområde är försäljningen av 25% av Biopak (som segmentet tidigare hette) till fyra gånger mer än vad man köpte andelen för 2018.

Hållbarhet

Hållbarhet har varit ett fokus för Duni länge, men detta fokus accelererades genom en visionsförändring 2021. Detta syns inte bara genom cirkularitetsfokus i produktmixen, men även genom investeringar i solceller, specifik hållbarhetsutbildning för anställda samt starkt fokus på klimatmål för att nämna några. Det Duni gör är att bygga upp en konkurrensfördel, där deras kunder föredrar Duni då negativa externaliteter minimeras, till skillnad från andra aktörer. På en marknad som regleras mer och mer utifrån just hållbarhetsperspektivet, visar detta på ett proaktivt arbete för långsiktig tillväxt och lönsamhet. Reglering innefattar bland annat EU:s direktiv om utfasning av plast som gynnar Duni:s hållbara affärsmodell.



Värdering

Omsättning

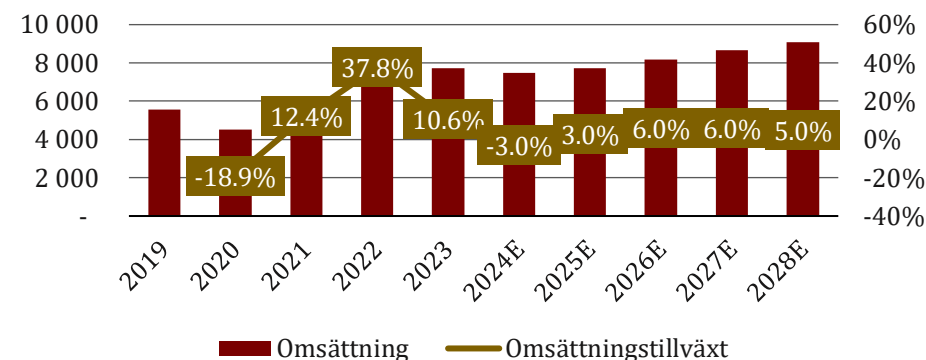
Omsättningen har återhämtat sig väl efter pandemin, främst drivet av Food Packaging Solutions, men har sedan gått in i en svagare marknad i kärngeografierna (främst Dining Solutions) i resultat av geopolitisk oro och höga räntor. För rullande 12 månader har Duni en negativ omsättningstillväxt om 5,6%, samtidigt som man ska ha i åtanke att Duni presterade sin näst bästa Q3 någonsin sett till omsättningen. Vi estimerar att årets negativa tillväxt fortsätter in i Q4, men att 2025 blir någorlunda positivt. Sedan estimerar vi en omsättningstillväxt i nivå med bolagets egna mål och marknadstillväxten, främst drivet av affärsområdet Food Packaging Solutions i tillväxtgeografierna, genom fortsatt expansion genom förvärv och större marknadsandelar. Enligt våra estimat kommer Duni ej nå målet för organisk omsättningstillväxt, utan våra estimat inkluderar förvärvad tillväxt. Detta innebär att estimaten är relativt konservativa, i jämförelse med den tidigare analysen som var mer optimistisk gällande tillväxt.

Rörelsemarginal

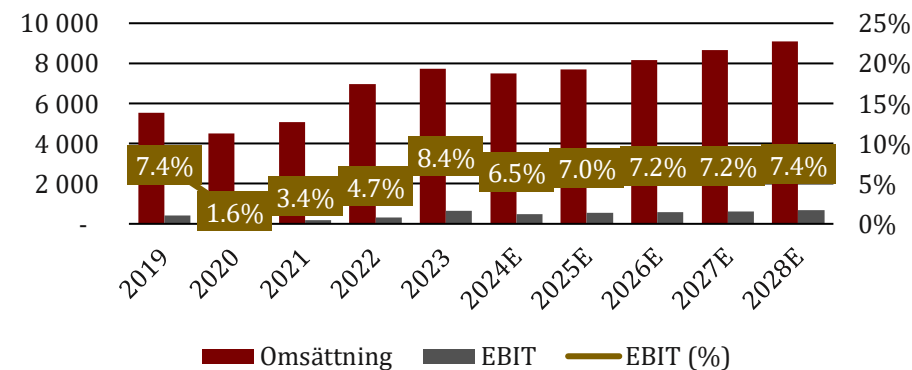
Rörelsemarginalen har varit låg under Q3, 0,5%, vilket går att jämföra med 10,9% under Q3 2023. Omstrukturering påverkar kvartalet och marginalen i och med en kostnad om 125mkr. Det inkluderas ej i den operativa rörelsemarginalen, men även den har minskat jmf med föregående Q3-rapport (7,9% jmf med 11,6%). Ända sedan Rysslands invasion av Ukraina har råvarupriser varit höga – en trend som fortsatt. Exempelvis var priserna för pappersmassa i Q3 2024 30% högre än samma period året innan. Dessutom har priserna för sjöfrakt stigit i samband med detta (exakta procentsatser specificeras ej). Vidare kan effektivisering inom produktion bidra till lägre kostnader. Dock kommer

CapEX stiga relativt till senaste åren (Q1 call enligt CFO). Vi tror långsiktigt på en rörelsemarginal kring 7,5% årligen, med årlig EBIT-tillväxt mellan 6% och 11% fram till och med 2028 – något lägre än förra analysen.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Värdering

Relativvärdering

Relativvärdering på Duni ger uppsida både vad gäller EV/EBIT samt EV/EBITDA i jämförelse med utvalda peers. Uppsida finns på 10% respektive 14%. Vad gäller P/E-talet finns däremot en nedsida på 14%, vilket kan förklaras av sämre resultat för Q3 men även för rullande 12 månader. Det i sin tur påverkas av högre kostnader i form av höga transport- och råvarupris.

Multipelvärderingen ligger på låga nivåer jämfört med aktien ur ett historiskt perspektiv. Median-P/E-talet och median-EV/EBIT senaste fem åren uppgår till 22,1 respektive 19,7, vilket är en högre värdering än den som ges i dagsläget. Medianvärdet används på grund av ovanligt hög värdering under främst 2020 (till följd av att det mesta av resultatet försvann). Aktiekursen nådde en botten i mitten på december 2024 med en aktiekurs på 87,3kr.

På grund av till viss del missvisande historiska siffror (engångsposten på -125mkr i Q3) används framåtblickande nyckeltal, och in i 2025 prognostiseras sjunkande multipelvärderingar både för Duni och dess peers, enligt våra egna estimat för Duni och FactSet:s estimat för övriga. Duni har i det här scenariot uppsida på både vad gäller P/E-tal och EV/EBIT med 10,7% respektive 20%. EV/EBITDA har ej prognostiserats på grund av att EBITDA ej prognostiseras i Börsdata.

I vår riktkurs har vi valt att inkludera både relativvärdering för R12 samt för 2025E, och använda ett genomsnitt. Detta ger Duni en uppsida på 8,14% och en riktkurs på 110kr.

R12	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Essity	16,40	12,40	8,90
Elopak	14,30	12,80	7,90
Axfood	23,40	20,10	9,90
Orkla	18,40	18,10	12,90
Huhtamäki	15,00	11,70	7,60
Average	17,50	15,02	9,44
Duni	20,40	13,60	8,30
Upside/downside	-14%	10%	14%

2025E	P/E	EV/EBIT	Saknas data
Essity	14,90	11,30	
Elopak	12,60	11,70	
Axfood	20,30	18,10	
Orkla	16,10	15,70	
Huhtamäki	14,00	11,80	
Average	15,58	13,72	
Duni	14,08	11,80	
Upside/downside	10,7%	20%	



Värdering

DCF

I DCF:en antas den riskfria räntan överensstämma med den svenska tioåriga statsobligationen, och uppgår därmed till 2,18%. Med en riskpremie på 6,3% och Beta på 1 uppgår WACC:en till 7,5%. Beta uppgår enligt Avanza till 0.65 men vi justerar till 1 för att ge en mer konservativ värdering.

TGR sätts till 2% i enlighet med förväntad BNP-tillväxt. Detta gör att DCF:en värderar Duni till en riktkurs om 162Kr, vilket är en uppsida om 60%.

Sammantagen värdering

Jämfört med peers ser vi en uppsida på 8,14% till en riktkurs om 110kr. Gällande DCF:en ges en högre uppsida på 60% till en riktkurs om 162kr.

Omsättningen och rörelsemarginalen har minskat under 2024, men vi tror långsiktigt på förbättringar i och med bättre konjunktur och lägre räntor. Vi prognostiserar en rörelsemarginal kring 7,5% på längre sikt.

I känslighetsanalysen till höger går det att urskilja hur förändring i WACC, EBIT-margin och omsättning kan komma att slå mot vår värdering.

WACC	Change in EBIT-margin						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
10,5%	-66%	-50%	-33%	-16%	1%	17%	34%
9,5%	-59%	-40%	-21%	-2%	17%	35%	54%
8,5%	-49%	-28%	-6%	16%	37%	59%	81%
7,5%	-36%	-10%	15%	40%	66%	91%	117%
6,5%	-17%	14%	45%	76%	107%	138%	169%
5,5%	13%	53%	92%	132%	172%	211%	251%
4,5%	67%	122%	177%	233%	288%	343%	398%

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
10,5%	-21%	-19%	-18%	-16%	-15%	-13%	-12%
9,5%	-8%	-6%	-4%	-2%	-1%	1%	3%
8,5%	9%	11%	13%	16%	18%	20%	22%
7,5%	31%	34%	37%	40%	43%	46%	49%
6,5%	64%	68%	72%	76%	80%	84%	87%
5,5%	115%	121%	127%	132%	137%	143%	147%
4,5%	207%	216%	224%	233%	241%	248%	256%



Rekommendation

Sammanfattning

Sammanfattningsvis har Duni:s senaste år varit allt annat än fläckfria. Bolaget har, på grund av en svag marknad, ej utvecklats som förväntat sedan förra analysen. Omsättningen har minskat och marginalerna lika. Trots det är aktiekursen i princip oförändrad, och det långsiktiga caset kvarstår. Duni har främst potential i stigande marginaler som vi anser tillfälligt är på en ovanligt låg nivå. Tillsammans med en stabil omsättningstillväxt som återupptas när marknaden i Europa stabiliserat sig och en fortsatt tillväxt inom tillväxtgeografierna finns potential till god aktieutveckling för Duni.

Genom expansion i Asien och Stilla-havsområdet kan Duni gynnas av en växande medelklass som på lång sikt bör öka efterfrågan för bolagets produkter. Tillsammans med underliggande marknadstillväxt för engångsartiklar inom food service samt take away, finns det goda förutsättningar att växa – särskilt för affärsområdet Food Packaging Solutions. Genom att komplettera expansionen med förvärv får man tillgång till lokal kompetens och kännedom, samtidigt som man breddar sin produktportfölj.

Med en stark huvudägare som grund garanteras långsiktighet och stabilitet, samtidigt som man proaktivt arbetar med hållbarhet för att bygga upp en konkurrensfördel, och därav gynnas av en strängare reglering från EU.

Duni är ett kvalitetsbolag, som missgynnas av en kortvarig svacka som hållit nere aktiepriset, och vi menar att aktiemarknaden övervärderar den svaga trenden. Baserat på både DCF-analys och relativvärdering finner vi en god uppsida i aktien, trots konservativa estimat – främst gällande omsättning. Vår DCF påvisar en riktkurs på 162kr, vilket innebär en

uppsida på 60%. Den sammanvägda relativvärderingen baserat på både bakåtblickande och framåtblickande estimat ger en mer blygsam uppsida på 8,14%, och en riktkurs på 110kr. Den sammanvägda riktkursen påvisar därmed en uppsida på 34% och riktkursen 136kr.

Rekommendation

På grund av en god uppsida, och till synes låg risk, rekommenderar vi att **behålla** Duni.

