

Nordrest AB

Nordrest – hungrigast på försvarsmarknaden

Nordrest är ett renodlat foodserviceföretag med fokus på naturliga gästflöden och kontraktbaserade måltidslösningar. Måltidslösningarna är anpassade efter kundernas behov och affärsmodellen omfattas därmed av ett systematiskt entreprenörskap. Med kunder som antingen har krav på måltidsservice eller där det finns få alternativ för matgästen, kan Nordrest operera på en marknad där de kan anpassa både produkt och pris. Dessutom innehar de en stark marknadsposition som Sveriges enda foodservicebolag – och de har blickarna vända mot en expansion.

Estimat (mkr)	2023	2024E	2025E	CAGR
Omsättning	1770,6	1906,9	2097,6	8,8%
EBITDA	174,0	197,3	219,2	12,2%
EBIT	155,2	160,2	199,3	13,3%
EBT	156,0	161,1	200,2	13,3%
Resultat	80,7	134,4	159,2	40,4%

Värdering	2023	2024E	2025E
EV/EBITDA	9,0	8,0	7,2
EV/EBIT	10,1	9,8	7,9
P/E	19,5	11,7	9,9

Analytiker

Albin Schulat
Beppe Grönmark

Nyckeltal

Handelsplats	First North Stockholm
Sektor	Sällanköpsvaror
Börsvärde (MKR)	1 687
Enterprise Value	1 571
Nettoskuld/EBITDA	-0,59
Direktavkastning (%)	3,7%
P/E	14,1
EV/EBIT	9,8
EPS	9,64
ROE (%)	81,9
ROIC (%)	131
ROA (%)	18,2

Värdering

Aktiekurs	135,8kr
Riktkurs DCF	127,8kr
Riktkurs Peers	183,2kr
Uppsida/nedsida	14,5%
Rekommendation	Avvakta



Investment Case

Försvarssegmentet - stor uppsida till hög risk: Foodservicebolaget Nordrest har allt från företag till försvaret som kunder, och det är den sistnämnda som främst kommer styra Nordrests framtid. Inom MRE (meals-ready-to-eat) genom dotterbolaget OutMeals AB har man ett ramavtal med Nato, som fungerar som en distributör för Nato-medlemmarna, och står för 19% av bolagets omsättning, men stod år 2023 för ca 60% av EBIT på grund av dess relativt höga rörelsemarginal. Nuvarande avtal är giltigt till 2026 med optionsår till 2029, och en förlängning är kritiskt för att koncernen ska bevara sin fina marginal och stabila tillväxt. Bolaget själva verkar inte tvivla på förlängning, då de finansiella målen ligger strax över nuvarande EBITA-marginal, samt tillväxtmålet är att växa över 10% årligen. Utöver detta har man segmentet "försvar", som innefattar servering på försvarsanläggningar. 2024 innefattar totalt sett 40% av omsättningen från försvarsmarknaden, varav 19% innefattas av Nato-avtalet.

Trots den betydande kundrisken, kan man också vända på myntet. Oroligheterna i omvärlden har medfört att Europa rustar upp och Sverige ökar försvarsbudgeten med 10% redan till 2025. Enligt SVT ska satsningen i EU omfatta 800 miljoner euro över kontinenten. Bara mellan 2021 och 2024 har EU ökat de totala försvarsutgifterna med 30%, till en nivå på 1,9% av EU:s BNP. Samtidigt har det diskuterats om ett mål runt 3,5% av BNP, en nivå Europa inte sett sedan 1967. Så länge Nordrest behåller Nato som kund väntas därför stora volymökningar. Ju större andel av koncernens omsättning MRE-segmentet står för, desto högre EBITA-marginal kan koncernen leverera, vilket potentiellt skulle kraftigt överstiga de finansiella målen. Dessutom har Nordrest endast tappat tre kundkontrakt sedan 2016, vilket tyder på deras förmåga att skapa långvariga kundrelationer. Vidare förvärvade de nyligen en produktionsfastighet för egenproduktion inom MRE-segmentet, vilken kan

innebära att man väntar sig ökade volymer. De erhöll även en ny Nato-order totalt värd 12,9mEUR under åren 2025-2026, vilket stärker argumentet för att de inte ska förlora Nato som kund i närtid, även om det ökar försvarsorganisationens andel av Nordrests omsättning.

Förvärv driver tillväxt: För att växa på nya marknader tillämpar Nordrest en förvärvsstrategi där man nyligen förvärvat det finska bolaget Garam & Vermiglio Catering Day, som ska ses som ett första steg ut i övriga Norden. Historiskt har Nordrest framgångsrikt förvärvat bolag inom närliggande områden där man sedan utvecklat verksamheten organiskt. Ett exempel är OutMeals AB som förvärvades 2016, som har tiodubblat omsättningen senaste fem åren, till följd av framgång inom försvarsegmentet. Ytterligare ett exempel är Svea Cater som förvärvades 2014 och har vuxit omsättningen med ca 500% senaste fem åren. Detta påvisar en rationell förvärvsstrategi, och gör förvärv till en spännande integral för bolagets framtida tillväxt. Framöver finns förvärvsutrymme, till följd av att Nordrest har nettokassa och en stark operativ kassagenerering (operativt kassaflöde/EBITDA) på 89% 2024.

Attraktiv värdering: Aktien handlas till EV/EBIT 9,8 vilket bör ses som en attraktiv värdering givet bolagets potential till både omsättningstillväxt och marginalexpansion. Nordrest arbetar mycket med kontraktbaserade avtal med sina kunder, vilket främjar ett långsiktigt samarbete med förutsägbara intäktsströmmar. Även om avtalen är någorlunda rigida och medför en lägre flexibilitet skapar det en lägre konjunkturkänslighet, som annars starkt förknippas med branschen. Det tillsammans med starka, bestående kunder gör att det finns fog att tro på en långsiktig stabilitet, vilket bör motivera en högre värdering gentemot exempelvis vanliga restaurangkedjor. Å andra sidan

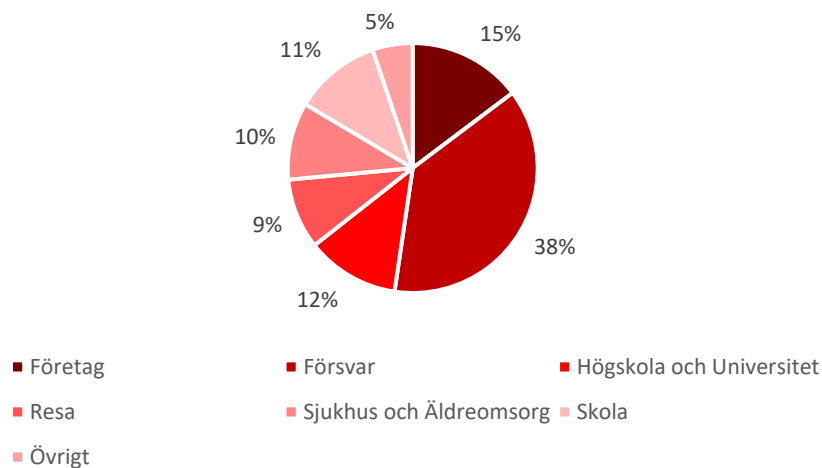


Investment Case

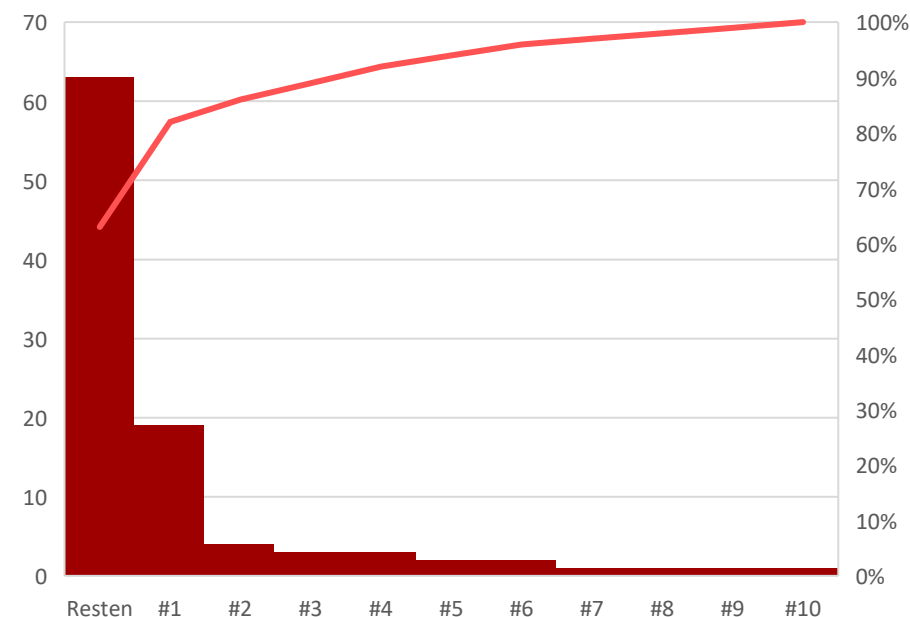
motiverar det stora utfallsrummet, givet resultatets koncentration på Nato-avtalet, en viss riskrabatt som är svårvärderad.

Sammantaget gör det Nordrest till ett någorlunda binärt case, där den förväntade uppsidan är stor, men där ett worst-case scenario vid förlust av Nato-avtalet kan bli kostsamt. Detta gör att vi rekommenderar att **avvakta** med Nordrest, trots att vi finner en uppsida på 14,5%.

Fördelning affärsområden



Nettoomsättning per kontrakt



Affärsmodell

Affärsmodell: Nordrest grundades 2014 av Thomas Dahlstedt, som idag är koncernchef. Idag är bolaget ett av Sveriges ledande företag för food service. Företaget säljer måltidsupplevelser, bl a genom restaurang- och cafédrift. Affärsidén genomsyras av kundanpassade koncept, till skillnad från flera konkurrenter som erbjuder standardiserade måltidskoncept. På så sätt ser man sig som en samarbetspartner till sina kunder, och en stor del av verksamheten handlar om att upphandla koncerninköpsavtal.

Med ett starkt fokus på långsiktig, lokal närvaro ute hos sina kunder är det viktigt för bolaget att hitta starka lokala chefer. Bolaget kännetecknas av en stor frihet för enhetscheferna att utveckla restaurangen, vilket hänger ihop med företagets affärsmodell om att inneha ett "systematiskt entreprenörskap". Samtidigt har Nordrest flera färdiga varumärkeskoncept, som Taste by Nordrest, Dinners och Way Cup.

Kunderna i fokus – en förutsättning för förutsägbara gästflöden: Företaget arbetar särskilt med långsiktiga kunder med större verksamheter. På så sätt eftersöker Nordrest kunder där efterfrågan tros vara bestående över tid. Det omfattar främst kunder som företag, fastighetsägare och offentliga aktörer. Exempel på kunder är skolor och universitet, Region Gävleborg, Försvarsmakten, Ericsson, Volvo Cars och Arlanda flygplats.

Kunderna återfinns på platser där det finns få alternativ för matgästen eller där verksamheten t.o.m har direkta krav på att servera mat. Kundavtalen är även kontraktbaserade, vilket tillsammans med en bestående efterfrågan innebär att Nordrest har någorlunda förutsägbara intäktsflöden. Avsaknad av alternativ och krav på måltidsservering skapar även utrymme för bolaget att formera sin produkt och pris utan någon omfattande lokal konkurrens.

Tillväxt: Företaget vill växa både organiskt och via förvärv, där man ser möjligheter att expandera först inom Norden. I november gav man sig in på den finska marknaden via ett uppköp av Garam & Vermiglio Catering Day. Förvärvsobjektet omsätter endast 30mkr och Nordrest vd Thomas Dahlstedt tydliggör att man inte ska vänta sig något omfattande resultat av satsningen redan i år. Historiskt I början av 2024 expanderade man dessutom med tre nya enheter ute vid Arlanda flygplats.

Målsättning:

1. Tillväxt: Den organiska tillväxten ska överstiga 10% per år i genomsnitt.
2. Lönsamhet: EBITA ska uppgå till 8-10%.
3. Skuldsättning: Nettoskuld/EBITDA ska uppgå till högst 2.0.
4. Utdelningspolicy: Utdelningsandel på minst 50% av vinsten efter skatt, med reservation för större förvärv.

Bolaget noterades på börsen så sent som i maj 2024 och noterades då på Nasdaq Stockholm. Sedan dess har antalet omsatta aktier per dag i genomsnitt uppgått till 20 575st och kursen har stigit drygt 23% sedan IPO. Bolaget grundades 2013 men har sedan 80-talet bedrivits i olika verksamheter. De största ägarna är Thinc Holding AB & Thinc Holding 2 AB (43,88%), vilket ägs av vd:n Dahlstedt, samt Axel Lindgren AB (18,60%). Utöver Dahlstedts stora andel är insiderägandet stabilt med vd:n för måltidsservice och ekonomichefen med 2,67% av aktierna i ett delägt bolag. Vidare äger styrelseordförande Anders Ehrling 0,72 % av aktierna.



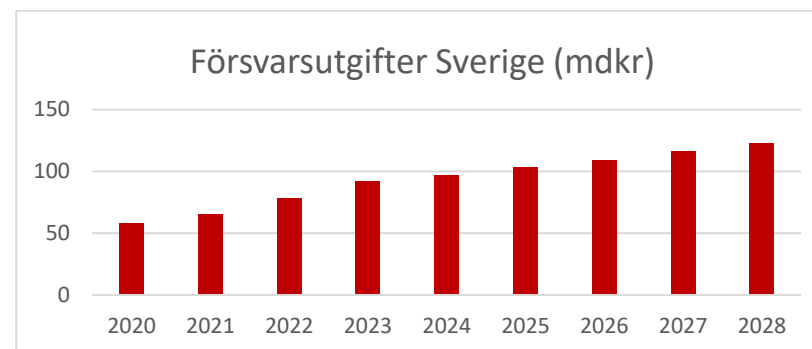
Marknad och Konkurrens

Kundbas: Utöver Nato-avtalets signifikans är kundbasen stor. Nordrest hade totalt 170 kontrakt 2023 varav det näst största stod för 4% av omsättningen. Det tionde största stod för 1%. De offentligt upphandlade kontrakten (65% av omsättningen 2023) är vanligtvis giltiga 3-5 år med option för förlängning en eller flera gånger. Enligt bolaget utnyttjas optionen nästan alltid, vilket gör kontraktslängderna långa i praktiken. Tillsammans med faktumet att endast tre kontrakt sagts upp sedan 2016 är kundrisken utöver Nato-avtalet till synes låg.

Foodservicemarknaden: Marknaden för catering och food service i Sverige väntas uppgå till 249.16 miljoner USD per 2025 (Statista). Enligt Business Research Insights prognos kommer marknaden globalt att öka med 8% CAGR till 2033, där fine dining kommer att inneha en klar majoritet av marknadsandelarna. 2023 hade Nordrest en marknadsandel på 0,9% av den svenska foodservicemarknaden. I och med bolagets ambitiösa, men rimliga, tillväxtmål på 10% årligen väntas denna marknadsandel öka, även om en del av tillväxten kommer vara hänförlig övriga Norden. Den fragmenterade svenska marknaden skapar goda möjligheter för förvärv, vilket bör driva omsättningstillväxten.

Försvarstrenden: Att försvaret ska växa går att konstatera, vilket Nordrest har kapitaliserat på flertalet år inom MRE, och har möjligheter att göra även framöver. Enligt Nordrest prospekt väntas de svenska försvarsutgifterna uppgå till 120mdkr år 2028, vilket innebär en årlig tillväxttakt på strax över 10%, och antalet personer inom försvarsorganisationen ska växa från 60 000 (2023) till 100 000 (2028). Bolaget själva tydliggör att MRE kommer växa med mer än 10% årligen inom närmsta 3–5 åren.

30 mars 2025



Konkurrensbild: Den främsta konkurrenten för Nordrest är det brittiska företaget SSP som omsatte 702mdkr i Sverige år 2022, att jämföra med Nordrest 1207mdkr. SSP har haft bekymmer att komma tillbaka efter pandemin, vilket kan noteras i deras höga skuldsättningsgrad på 12,3 och låga vinstmarginal på 0,8% som kan härledas till höga räntekostnader. Att följa SSP närmsta åren kan vara intressant kommande år för Nordrest att kapitalisera på vid en eventuell konkurs eller nedläggning i Sverige. Övriga konkurrenter är ej renodlade foodservicebolag, utan verkar dessutom inom närliggande områden. Även lokala aktörer konkurrerar med Nordrest i viss mån, men Nordrest fördel ligger i de förutsägbara kundflöden där en nästan monopolistisk ställning erhålls på exempelvis företagsparker, då alternativen är få.

En stor del av konkurrensen bygger på att vinna långsiktiga kontrakt med kunden, ofta i form av upphandlingar. Detta innebär att konkurrensen koncentreras till en kortare period efter avtalsperiodens slut. Att vinna eller förlora ett kontrakt kan därmed få långsiktiga effekter sett till konkurrensbilden i positiv eller negativ bemärkelse - beroende på om bolaget vinner kontraktet eller ej.



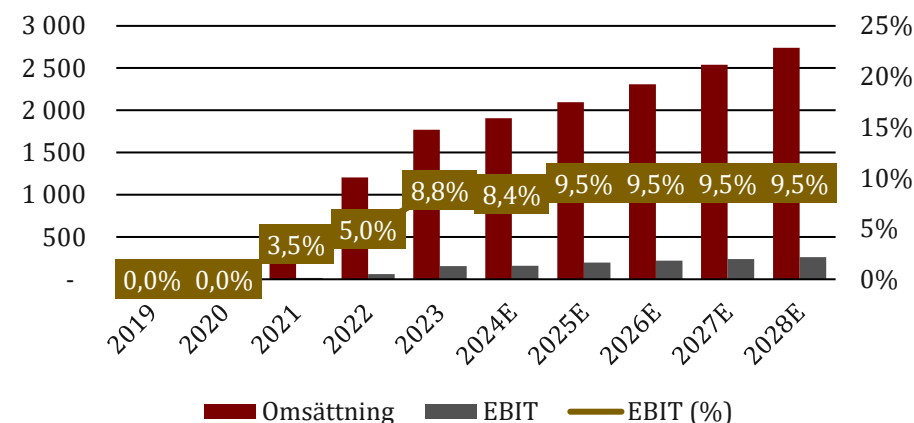
Värdering

Omsättning: Omsättning har mellan 2021 och 2023 vuxit med 38,0% CAGR, vilket är en enorm omsättningstillväxt. Omsättningen framöver tror vi beror i stort på försvarsegmentet och hur kundetableringen där urartar sig framöver. Bolaget har ett avtal till 2026 med Nato och det är en oerhört viktig hörnsten i bolagets omsättning, samt en ny order från Nato som kommer öka omsättningstillväxten inom segmentet för 2025–2026.

Bolagets omsättning kommer till 24% från dotterbolaget OutMeals, som levererar meals-ready-to-eat till främst aktörer inom försvarsindustrin. OutMeals har ett EBIT på 121mkr 2023, medan Nordrest som koncern har EBIT på 161mkr för 2024. Det innebär att 80% Nordrests EBIT är hänförligt till kunder med OutMeals som leverantör.

Även om det innebär en stor risk i att ha en koncentrerad kundbas ser vi en stark potential i försvarsegmentet. Upprustningen som pågår över hela kontinenten kommer öppna nya och än större potentiella kunder som behöver Nordrest produkter. Av den anledningen prognostiserar vi att bolaget ökar omsättningen i linje med de finansiella målen, men att den sedan avtar något till 2028.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Rörelsemarginal: I och med omsättningens stora beroende av OutMeals/MRE försvarskunder är även marginalen starkt hänförlig till dessa avtal. OutMeals vinstmarginal uppgick till 28,1% 2023, långt över koncernens på 4,6% samma år, eller 6,3% i år. Till följd av den senaste Nato-ordern bör andelen MRE öka, och således bör koncernens marginaler öka någorlunda. Detta gör att vi prognostiserar en stabiliserad rörelsemarginal på 9,5%, vilket är i linje med målen på 9,5% EBITA-marginal.

Vi beräknar att bolagets avtal till 2026 med Nato står för 60% av bolagets EBIT under 2023, vilket baseras på att omsättningen av det avtalet omfattar 78% (336mkr/420mkr) av OutMeals omsättning. Med detta görs antagandet att marginalen för Natoavtalet är samma som genomsnittsmarginalen, vilket är rimligt i och med att avtalet består av omsättningen till 78%.



Värdering

Relativvärdering: Valda peers har alla starka kopplingar till foodservicemarknaden eller facility management. De peers med störst andel matexponering är SSP, Compass Group och Sodexo, i den ordningen.

P/E-talet ger en klar uppsida om 94% gentemot peers. Där har HelloFresh P/E-tal uteslutits i och med att företaget har gått med förlust. Exkludering görs även för måttet EV/EBIT. Dessutom är det värt att notera SSP:s höga räntekostnader som trycker ned dess resultat rejält, i jämförelse med EBIT. Gällande EV/EBIT ges en uppsida på 48%. Slutligen drar HelloFresh ner snittet för peers avseende EV/EBITDA, vilket dock även det leder till uppsida, om än blygsamma 7%.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Coor	27,00	15,80	8,20
HelloFresh	-9,90	-208,00	3,80
ISS	11,40	10,70	7,60
Sodexo	11,90	12,50	7,90
Compass Group	39,10	23,20	19,10
SSP	45,90	12,00	4,80
Average	27,06	14,84	8,57
Nordrest	13,94	9,79	7,95
Upside/downside	94%	48%	7%

Bedömning görs att relativvärdering med avseende på medianen möjligen ger en bättre bild av värderingen mot peers på grund av de spridda värderingarna för bolagets peers. P/E-talet ger en uppsida om 39,6% medan EV/EBIT ger en uppsida om 23%. Samtidigt ger EV/EBITDA en nedsida på 2%.

En sammantagen relativvärdering enligt medianvärderingen ger Nordrest en uppsida på 20,2%. Detta ger en riktkurs på 163,23kr. Inkluderat även medelvärdesvärderingen mot peers ges en uppsida på 34,93%. Detta ger en riktkurs på 183,23kr.

Relativvärdering som framåtblickande indikator har ej använts i och med att majoriteten av bolagets peers saknar estimat via Börldata.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Coor	27,00	15,80	8,20
HelloFresh	-9,90	-208,00	3,80
ISS	11,40	10,70	7,60
Sodexo	11,90	12,50	7,90
Compass Group	39,10	23,20	19,10
SSP	45,90	12,00	4,80
Median	19,45	12,25	7,75
Nordrest	13,94	9,79	7,95
Uppsida/nedsida	39,6%	23%	-2%



Värdering

DCF: Vår WACC på 12,8% ges av en riskfri ränta på 2,64% efter räntan på den tioåriga svenska statsobligationen och en riskpremie på 6,3%. Beta saknas för Nordrest på grund av aktiens korta period på börsen. Istället använder vi en beta på 1,5 för att ta höjd för kundrisken. Detta menar vi är rimligt då en hög kundrisk är att likställa med risk för aktien, samt att det kan leda till högre volatilitet.

TGR sätts till 2% och med våra estimat ger det en riktkurs om 127,8kr. Detta motsvarar en nedsida på -5,90%. Med en beta på 1,0 och estimat i övrigt intakt hade vi fått en uppsida på 31,67%.

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
15,8%	-29%	-27%	-26%	-24%	-22%	-21%	-19%
14,8%	-24%	-22%	-21%	-19%	-17%	-16%	-14%
13,8%	-19%	-17%	-15%	-13%	-11%	-10%	-8%
12,8%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	-1%
11,8%	-4%	-2%	1%	3%	4%	6%	8%
10,8%	6%	9%	11%	13%	15%	17%	19%
9,8%	19%	21%	24%	26%	28%	30%	32%

WACC	Change in EBIT margin						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0%	0,5%	1,0%	1,5%
15,8%	-37%	-33%	-28%	-24%	-20%	-16%	-11%
14,8%	-33%	-28%	-24%	-19%	-14%	-10%	-5%
13,8%	-28%	-23%	-18%	-13%	-8%	-3%	2%
12,8%	-23%	-17%	-11%	-6%	0%	5%	11%
11,8%	-16%	-10%	-4%	3%	9%	15%	21%
10,8%	-8%	-1%	6%	13%	20%	27%	34%
9,8%	2%	10%	18%	26%	34%	42%	49%



Rekommendation

Sammanfattning: Nordrest har ridit på försvarsvågen i skymundan jämfört med de andra sektorvinnarna. Bolaget själva bedömer att det finns mycket utrymme kvar att växa på den marknaden, men också att det finns tillväxt inom övriga segment. Vi delar den bilden, och bedömer att framtiden kan bli ljus för Nordrest. Däremot, skapar den höga kundkoncentrationen till Nato en betydande risk, där ett worst-case scenario är förödande för verksamheten, och således på aktiekursen.

Icke att förglömma är Nordrest starka finansiella position med nettokassa och stark kassagenerering, som skapar förvärvsutrymme, vilket de historiskt har gjort med bravur. Även detta skapar tillväxtmöjligheter. Dessutom finns en stark ägarbild i bakgrunden som bidrar till bolagets stabilitet. Sammantaget tror vi detta leder till en stabil tillväxt enligt de finansiella målen, och med en rörelsemarginal i toppen av målets intervall.

Till sist visar relativvärderingen på en god uppsida på 34,93%, men tittar man på P/E-nivå är siffran nästan det dubbla. I vår DCF tar vi höjd för riskerna med en hög WACC till följd av en hög beta. Detta leder till en nedsida på 6% och sammantaget blir riktkursen 155,5kr, en uppsida på 14,5% från dagens kurs. Trots uppsidan väljer vi att rekommendera UEAM att **avvakta** med Nordrest. Även om potentialen är stor, är kundrisken väsentlig och gör utfallsrummet för stort.

EBIT and EBIT growth (MSEK)

