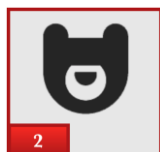


Rottneros (RROS)

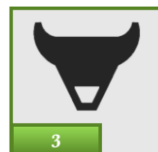
Value Drivers



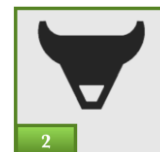
Quality of Earnings



Risk Profile



Quality of Management



- **Stigande massapriser och hög dollarkurs förstärker resultatet.** Massapriserna som anges i dollar är i dagsläget nära 14-årshögsta och tack vare den höga dollarkursen ser priserna ut att bli historiskt höga i svenska kronor vilket driver upp resultatet. Detta anser vi kunna generera en direktavkastning på upp till 1 kr per aktie år 2016.
- **Dagens aktuella P/E-tal 7,0 kan anses missvisande.** För 2014 redovisade bolaget en skatteintäkt på 19 Mkr från en uppskjuten skattefordran och därmed högre earnings. Utan skattefordran om nu totalt 69 miljoner hade motsvarande earnings varit cirka 89 (133) mkr vilket ger P/E 10,46.
- **Prognostiserat toppresultat för 2015.** Enligt våra prognoser kommer resultatet 2015 landa på cirka 320 Mkr vilket innebär en vinstillväxt om 143 % från 2014 och med dagens kurs ger det ett P/E-tal på 2,9 vilket är extremt lågt. Detta kan motivera en kortsiktig upphandling av aktien från marknaden och ge ytterligare uppsving i kursen under året.
- **Free Cash Flow (FCF)-värderingen indikerar dock en fundamental övervärdering på längre sikt.** Vår prognos är att massapriset kommer sjunka framöver dels på grund av en minskad efterfrågan. Dessutom så är priselasticiteten mot utbudet hög vilket innebär att höga massapriser lockar fler producenter vilket i sin tur ökar utbudet och priserna pressas då ned tillslut. Det fundamentala värdet enligt FCF-värderingen beräknas till 5,2 kr per aktie (-14,8 %) enligt vår massaprisprognos.

Analytiker:
Patrik Olofsson (patrik.olofsson@analystgroup.se)
Daniel Tano (daniel.tano@analystgroup.se)

Aktiekurs	6.10
52 v högsta/lägsta	7.25 / 2.09
Antal aktier	152 572 000
Börsvärde (MSEK)	930.7
Nettoskuld (MSEK)	-59.0
EV (MSEK)	871.7
Sektor	Material
Kortnamn	RROS
Delårsrapport	2015-05-13

Utveckling

1 mån	-15.48 %
3 mån	22.00 %
1 år	182.41 %
YTD	63.11 %

Huvudägare

Arctic Paper SA (Onstad)	51.0 %
Bronsstället AB	4.8 %
Proad AB	4.6 %
Clearstream Banking SA	2.7 %
Avanza Pension	1.8 %

Ledning

VD & Styrelseledamot	Per Lundeen
Styrelseordförande	Rune Ingvarsson

Insynshandel	Namn	Förändring	Totalt
2015-01-09	Gun-Marie Nilsson*N	10 000	17 700
2015-01-08	Gun-Marie Nilsson*N	5 000	5 000
2015-01-08	Gun-Marie Nilsson	15 000	30 000
2015-01-07	Gun-Marie Nilsson*N	4 700	7 700
2014-12-23	Gun-Marie Nilsson	15 000	15 000
2014-12-23	Pia Ohlson	150 000	430 000
2014-12-20	Gun-Marie Nilsson*N	3 000	3 000
2014-12-11	Per Lundeen	100 000	160 000
2014-11-18	Peter Gyllenhammar	-364 168	15 273 904
2014-09-05	Peter Gyllenhammar	-113 678	15 638 072
2014-09-04	Peter Gyllenhammar	-300 000	15 751 750
2014-09-02	Peter Gyllenhammar	-100 000	16 051 750
2014-09-01	Peter Gyllenhammar	-252 639	16 151 750
2014-08-29	Peter Gyllenhammar	-96 261	16 404 389

Value Drivers

Högt massapris
och en hög
dollarkurs

Rekordhöga
resultat år 2015

Hög utdelning förväntas
under år 2016

Massapriserna sjunker
samt en försvagad
efterfrågan

Ökad effektivisering samt
ökad efterfrågan på
specialprodukter

Från lågt P/E-tal och hög vinst
år 2015 och 2016 kan bolaget
få svårt att gå runt

Investment Thesis

Kortsiktig uppsida men inte ett långsiktigt köp för portföljen. Trots Rottneros kraftiga uppgång anser vi att aktien fortfarande inte behöver ha nått sin peak. Vinsterna under 2015 beräknas bli rekordhöga och med bolagets historik av att dela ut anser vi även att potentialen för hög utdelning är god. Vår bedömning är dock att dagens kurs överstigit det fundamentala värdet av bolaget och rekommenderar att inte behålla aktien då risken för en inprisning över 2-3 år kommer ske. För den kortsiktige och aktiva kan Rottneros vara ett spännande köp på 0-1 års sikt.

Massamarknaden riskerar att minska i framtiden men tillväxtpotential kan finnas för Rottneros. Under föregående år såg bolaget till att trimma verksamheten och öka produktionskapaciteten. Det resulterade dels i ett nytt produktionsrekord sett till ett enskilt dygn, samt en årlig försäljningsökning med 4 % jämfört med år 2013. Bolagets framtida expansion kommer främst drivas av den globala BNP-utvecklingen samt efterfrågan från tillväxtmarknader så som Indien och Kina. Enligt IMF beräknas globalt BNP växa med 5 % årligen mellan 2015 och 2020 och under samma period förväntas Kina och Indien växa med 6 % respektive 8 % årligen. I kombination med detta ska bolaget även se till att bygga bort flaskhalsarna i sina bruk för att på så vis fortsätta öka både kapaciteten och produktiviteten. Detta talar ändå för att bolaget har möjlighet att växa under de kommande åren trots frågetecken kring efterfrågan av massa i väst.

Resultatet i bolaget drivs av valutaeffekter samt höga massapriser. Utgår man ifrån år 2009 som basår, då bolaget hade sålt av stora delar av sin verksamhet, så har den sålda volymen legat relativt stabil på samma årliga nivå omkring 310-340 000 ton. Det som främst har drivit tillväxten i bolaget är då rimligen de stigande massapriserna som stigit kumulativt med 5 % sedan år 2009. Läger man då till att massapriserna sätts i dollar och bolagets kostnader finns i kronor så har bolaget på senare tid haft en rejäl medvind vilket kommer återspeglas i resultatet. Vår bedömning är dock att massapriserna kommer att börja sjunka år 2016 då historien har visat att höga massaprisnivåer likt idag leder till ett större antal producenter vilket i sin tur får priserna att falla.

Bolaget har en stark balansräkning år 2014 men den har sett starkare ut tidigare år. Bolagets aktuella skuld- och tillgångssida kan vid en första anblick se attraktiv ut. För år 2014 uppgår de totala tillgångarna till 1261 mkr vilket kan ställas i

relation till totala skulder om enbart 286 Mkr vilket ger ett P/B-tal på 0,95. Jämför man dock detta med senaste årens stabila snitt omkring 0,50 så visar det att priset på kapitalet i bolaget faktiskt har blivit dyrare senaste året.

Starka kassaflöden är viktiga för Rottneros utdelningspolicy. Med bland annat en stark kassa i ryggen tog bolaget i år återigen upp sin utdelning efter några års återhållning vilket ändå visar på styrka i bolaget. Det viktiga för Rottneros blir därmed att kunna fortsätta bibehålla positiva kassaflöden före finansieringsverksamheten och år 2014 uppgick detta till 84 Mkr (27) och resulterade i en utdelning om 0,4 kr/aktie. År 2015 uppskattar vi att kassaflödet kan stiga till hela 311 Mkr före finansieringsverksamheten och en utdelning om 1 kr/aktie är inte omöjlig. Detta anses dock inte som en framtida hållbar nivå, utan den drivs av de för närvarande gynnsamma marknadsförhållandena och en sådan utdelning bedöms bestå högst 1-2 år.

I dagsläget handlas Rottneros till ett missvisande P/E-tal på 7,0. I denna värdering har man inte tagit hänsyn till den uppskjutna skatten bolaget redovisat som en intäkt för helåret 2014. Korrigerar man för denna post samt då applicerar den faktiska bolagsskatten på 22 % får man en vinst per aktie som uppgår till 0,58 kr/aktie jämfört med redovisade 0,87 kr/aktie. Detta ger då ett justerat P/E-tal på 10,5. I balansräkningen 2014 uppgick värdet av skattefordran till totalt 69 mkr vilket innebär att en liknande intäkt skulle kunna redovisas under ungefär tre år till då den positiva nettoeffekten 2014 var 19 mkr.

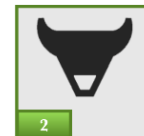
År 2015 prognostiserar vi att årets resultat uppgår till 322 Mkr. Detta kan jämföras med år 2014 resultat på 133 Mkr vilket då innebär en vinsttillväxt på 143 %. Håller vi samma antal aktier som idag fast innebär det en vinst på cirka 2,10 kr/aktie vilket med dagens kurs ger P/E-tal 2,9. Detta gör att Rottneros kan vara ett intressant köp på kort sikt där man bör handla på rapporterna.

En långsiktig FCF-värdering visar på en potentiell nedsida. Enligt våra beräknade intäkter byggda på att massapriser som i SEK återgår till ett historiskt medel så finns det en nedsida i dagens kurs. Värdet på bolaget enligt det diskonterade kassaflödet och finansiella tillgångarna uppgår till totalt 792 miljoner motsvarande 5,2 kr/aktie, en nedsida om 14,8 %. Antagandena är i huvudsak normaliserad massapriser och en svag tro på tillväxten för bolaget efter en starkare 5-årsperiod.

Bolagsbeskrivning

AG-view

Rottneros har lång erfarenhet inom branschen med en rak och tydlig affärsmodell. Ett av huvudmålen i bolaget är att leverera en attraktiv värdeutveckling för investerare dels i form av utdelning och historiken tyder på en mycket god förmåga att uppnå detta.



Affärsmodell

Rottneros AB är ett svenskt bolag som verkar på en marknad för avsalumassa och är en global leverantör av långfibrig kemisk blekt och oblekt massa samt mekaniska massor av typerna CTMP och slipmassa. Produktionen sker vid två svenska massabruk och dessa bruk har självständiga resultatenheter samt egna försäljningsorganisationer.

- I Vallviks Bruk producerar bolaget långfibrig kemisk blekt sulfatmassa samt långfibrig kemisk oblekt massa.
- I Rottneros Bruk tillverkas mekaniska massor av typen CTMP och slipmassa.

Det övergripande målet i verksamheten är att ge en konkurrenskraftig avkastning i form av värdeutveckling och direktavkastning till aktieägarna jämnt över en konjunkturcykel. För att uppnå detta måste bolaget skapa ett mervärde för sina kunder, erbjuda konkurrenskraftiga produkter, satsa på tillväxt samt minska volatiliteten i resultatutvecklingen under svängningarna som råder i olika konjunkturlägen.

Värdekedja

Med insatsfaktorer i form av vedmassa, kemikalier och el producerar bolaget kemisk och mekanisk massa och användningsområdena för dessa massor skiljer sig till viss del åt. Vid Rottneros bruk kan massan exempelvis användas till tryckpapper och kartongtillverkning medan vid bruket i Vallvik kan massan även användas till elektriskt isolationsmaterial. Detta är bara några av användningsområdena för bolagets olika massatyper. Det som skiljer massorna åt är själva tillverkningsprocessen vilket

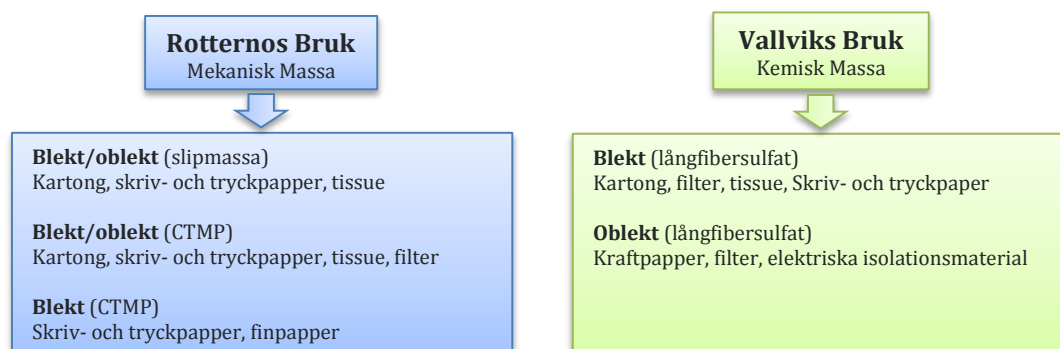
i sin tur ger massorna olika egenskaper. Mekanisk massa tillverkas genom en mekanisk separering av fibrer och förbehandlas även veden med kemikalier kan CTMP tillverkas. Kemisk massa tillverkas genom att man kemiskt vid hög temperatur bryter ner och löser ut komponenter ur veden och fibrerna kan på så vis frigöras.

Stark utdelningshistorik

Går man tillbaka hela vägen till år 1992 då Rottneros nyligen hade noterats på börsen har bolaget levererat utdelning 17 av 24 år vilket visar på en stark finansiell styrka i bolaget. Senaste tiden har utdelningen uteblivit vissa år vilket i stort sett kan förklaras av den senaste finanskrisen. Nu är dock bolaget tillbaka på banan igen och tar åter upp utdelningen vilket visar på ett gott självförtroende.

Rottneros idag

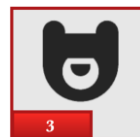
Rottneros är ett av världens ledande specialistbolag inom produktion och utveckling av massa. Närmast ska bolaget skapa sig en effektiviseringsinvestering över de kommande åren för att dels bli av med vissa flaskhalsar i produktionen samt öka både kapacitet och produktivitet. De långsiktiga trenderna för massamarknaden talar både för och emot Rottneros. Bolaget kan uppnå en underliggande tillväxt genom att efterfrågan på de olika slutprodukterna som bolagets massaprodukter används till för att tillverka växer. Samtidigt så blir världen allt mer digitaliserad och efterfrågan på pappersprodukter minskar därmed. Det Rottneros tror kommer driva bolagets expansion är främst den generella BNP-utvecklingen samt efterfrågan från utvecklingsmarknader som Kina och Indien.



Marknadsanalys

AG-view

Rottneros är ett stabilt och väletablerat bolag men det finns uppenbara risker på marknaden de opererar på. Framtida marknadstillväxt kan ifrågasättas och faktorer utanför bolagets kontroll som massapriser och dollarkurs är vad som närmast kommer styra bolagets utveckling och därmed resultat.



I dagsläget produceras ungefär 170 miljoner ton pappersmassa, varav cirka 1/3 (ca 60 miljoner), är avsalumassa vilken är den sort Rottneros producerar. En grov uppskattning är att marknaden för denna avsalumassa i dagsläget är jämnt fördelat över Grafiska Papper, Mjukpapperstillverkning & Förpackningsändamål m.fl. (t.ex. e-massa). Rottneros säljer en majoritet (71 %) inom Europa. Därefter är Asien den näst största marknaden med 16 % följt av USA 12 % och övriga världen 1 %. Ett flertal av Rottneros större köpare har långa relationer med koncernen och har uttryckt sitt nöje över jämn hög kvalitet, service & teknik samt trovärdighet.

Europa konsumerade under 2014 18 miljoner ton (10 %) avsalumassa, det dubbla mot Nordamerika (5 %). Nästan 50 % av konsumtionen av avsalumassa sker i Asien. Under 2014 påverkades marknaden överlag av återhämtning i USA och i Asien var det stora dragloket Kina och den förbättrade levnadsstandarden. Produktionen ökade mer än efterfrågan vilket innebar att branschens kapacitetsutnyttjande sjönk från 93 % till 91 %. Generellt sett karakteriseras marknaden till viss del av strukturförändringar, främst digitaliseringen som dämpar efterfrågan på massa i industriländer och tillväxten i marknaden i utvecklingsländer. Sedan finanskrisen har efterfrågan på grafiskt papper sjunkit nästan 4 % årligen. Både produktionen och konsumtionen tenderar även att skifta åt öster, trots det nämns de största konkurrenterna finnas i Kanada (Tembec, Canfor & West Fraser m.fl.).

Råvarukostnader

För Rotternos är vedtillgången avgörande för bolagets massaproduktion och kostnaderna för inköp av virke svarar för närmare 40 procent av bolagets totala kostnader.

Marknadspriser

De faktorer som har störst påverkan på Rotternos resultat är dels det globala massapriset som anges i USD samt växelkursen USD/SEK. Mellan år 2013 och 2014 steg massapriset uttryckt i kronor från 5 582 kr/ton till 6 345 kr/ton vilket är en ökning med 14 %. Variationerna i massapriset är sällan relaterat till förändrade kostnader för bolaget och kan således ha stora påverkningar på resultatet. Ett högt massapris kan därmed ha en positiv påverkan på resultatet då bolaget får mer betalt för sina produkter. Dock kan ett för högt pris leda till en minskad efterfrågan och därmed minskad försäljningsvolym.

Marknadsutsikten

Mjukpapper, som används i privathygien har ökat långsamt (1 % årligen) och förväntas fortsätta öka, marknaden är stabil i Europa och Nordamerika medan den växer på tillväxtmarknader. Detsamma gäller även för förpackningssektorn som inte heller påverkas av strukturförändringar. Rottneros bedömer vidare själva att kartongtillverkning kommer öka främst inom den asiatiska marknaden och att mekanisk massa kommer efterfrågas i Indien och Indonesien. Fortsatt industrialisering av Latinamerika och Asien, kombinerat med modernisering av elnät (e-massa) i USA & Europa bedöms kunna fortsätta driva en positiv efterfrågan. Däremot förväntas den negativa utvecklingen inom grafiska papper fortsätta.

Konkurrensfördelar

Rottneros har uttalat att för att kunna fortsätta leverera god avkastning ämnar bolaget att specialisera sig vidare på nisch-branscher där bolaget i dagsläget tillhör marknadsledarna och har goda konkurrensfördelar. Dessa inkluderar t.ex. filter & e-massa. Därigenom avser bolaget att konkurrera inom teknik och produktion snarare än pris.

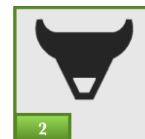


Fokus	Segment (massa)	Konkurrensfördel	% Rottneros	% Vallviks
Elektriska Applikationer	E-massa	Hög Renhet	-	12%
Filter livsmedel- & Fordonsindustrin	Filter & Kartong	Porös (luftgenomtränglighet)	4%	30%
Kartong & Livsmedelskartong	Kartong	Bulkegenskaper (styvhet)	52%	6%
Tissue	Tissue	-	8%	8%
Tunna Tryckpapper	Tunna Papper	Täthet (mindre genomskinlighet)	-	5%

Ledning och styrelse

AG-view

Styrelsen har god kompetens med lång erfarenhet men är inte extraordinär, VD:n är relativt obeprövad samtidigt som Peter Gyllenhammar har släppt en majoritet av minoritetsposten. Ägarbilden med Arctic Paper är svårbedömd och den risk vi ser är ett överflöd i utbudet av aktier i fall bolaget vill sälja av delar av sitt innehav.



VD & Styrelseledamot – Per Lundeen

Per Lundeen har varit ledamot i styrelsen sedan 2013, Per blev tillförordnad VD i november 2014 och VD i februari 2015 och föreslås därmed inte för omval i styrelsen. Per Lundeen har en ingenjörsexamen i Kemi-teknik från Chalmers och har haft flertalet ledande positioner bl.a. som VD för A&R Carton samt VD och ägare av Lundeen Development. Per Lundeen är för nuvarande även ledamot i Fiskeby Board AB och Strand Packaging AB. Innehav: 160 000 aktier (0,1 %)

Styrelseordförande – Rune Ingvarsson

Rune Ingvarsson har en ingenjörsutbildning och en bakgrund med erfarenhet av både konsult och ledande befattningar inom skogsindustrin, bl.a. på Norske Skog. Rune Ingvarsson blev invald i ledningen 2007 och nominerades till ordförande 2008, men blev vald till ordförande först 2013. Han är även Ledamot i tillsynsstyrelsen i huvudägarna Arctic Paper S.A. Innehav: 54 900 aktier (0,03 %)

Styrelseledamot – Roger Asserståhl

Roger Asserståhl har en examen som Civiljägmästare från Skogshögskolan och har varit ledamot i Rottneros sedan 2008. Roger Asserståhl är även VD för det egna bolaget Asserståhl & Partners som ska bedriva främst konsultverksamhet i företagsledning. Han har tidigare erfarenhet från skogsbolag som AssiDomän AB och Södra Woods och är oberoende från bolaget och huvudägare. Innehav: 6 000 aktier (0,004 %)

Styrelseledamot – Per Skoglund

Per Skoglund är COO i Arctic Paper S.A. och har en bakgrund inom Kemiteknik på KTH. Han har tidigare erfarenhet från skogsindustrin inom Stora Enso & Klippan. Inget innehav.

Ägarbild

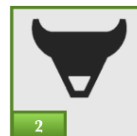
Den största ägaren med 51 % av kapitalet och rösterna är Arctic Paper SA. Arctic Paper SA är ett svenskt pappersbolag som i november 2012 försökte köpa upp Rottneros för motsvarande 2.30 kr aktien medan aktien stod i drygt 2 kr. Affären gick inte igenom bland annat på grund av Petter Gyllenhammar som ägde knappa 12 % av rösterna och kapitalet och motsatte sig affären. Under 2014 minskade Peter Gyllenhammar innehavet i Rottneros till 10.1 % för att sedan fortsätta försäljningen ytterligare. I dagsläget äger Bronsstädet AB (Peter Gyllenhammar) 4.8 % av rösterna såväl som kapitalet.

Insynshandel	Namn	Förändring	Totalt	Ägarbild	Innehav %	Röster %
2015-01-09	Gun-Marie Nilsson*N	10 000	17 700	Arctic Paper SA (Onstad)	51,00%	51,00%
2015-01-08	Gun-Marie Nilsson*N	5 000	5 000	Bronsstädet AB	4,80%	4,80%
2015-01-08	Gun-Marie Nilsson	15 000	30 000	Proad AB	4,60%	4,60%
2015-01-07	Gun-Marie Nilsson*N	4 700	7 700	Clearstream Banking SA	2,70%	2,70%
2014-12-23	Gun-Marie Nilsson	15 000	15 000	Avanza Pension	1,80%	1,80%
2014-12-23	Pia Ohlson	150 000	430 000	BBVA Ireland Plc	1,50%	1,50%
2014-12-20	Gun-Marie Nilsson*N	3 000	3 000	Morgan-Åke Åkesson	1,50%	1,50%
2014-12-11	Per Lundeen	100 000	160 000	Bo Larsson	1,00%	1,00%
2014-11-18	Peter Gyllenhammar	-364 168	15 273 904	Livsförsäkringsbolaget Skanda	1,00%	1,00%
2014-09-05	Peter Gyllenhammar	-113 678	15 638 072	Mikael Jönsson	0,70%	0,70%
2014-09-04	Peter Gyllenhammar	-300 000	15 751 750			
2014-09-02	Peter Gyllenhammar	-100 000	16 051 750			
2014-09-01	Peter Gyllenhammar	-252 639	16 151 750			
2014-08-29	Peter Gyllenhammar	-96 261	16 404 389			

Finansiella Prognoser

AG-view

På kort sikt anser vi att Rottneros kan vara köpvärt med motiveringen att år 2015 troligen kan komma att bli ett rekordår resultatmässigt med höga marginaler. Detta beror dock på externa faktorer som vi inte tror kan hålla i sig längre fram i tiden vilket gör att betyget hålls ned något.



Externa faktorer driver försäljningsvolymen

För att bolagets tillväxttakt ska öka så kommer de behöva fortsätta höja sin effektivitet och produktionskapacitet vilket ledningen har flaggat för ska ske. Närmast är det dock externa faktorer som kommer driva tillväxten i bolaget i form av faktiska massapriser, dollarkurs samt den generella konjunkturutvecklingen på Rottneros marknader som exempelvis Europa, Kina och Indien. I vårt defensiva basscenario har vi antagit att försäljningsvolymen växer med 1-2 % årligen baserat dels på den prognostiserade konjunkturtillväxten från IMF samt vissa antaganden om framtida efterfrågan på bolagets specifika produkter, där exempelvis efterfrågan på långfibersulfat antas öka medan slipmassa och CTMP tynger något.

Massapris och dollarkurs har en stor effekt på omsättningen. I dagsläget ligger både massapriserna och dollarkursen på en hög nivå där peaken enligt oss bedöms vara runt år 2015/2016 med ett massapris omkring 7 000 kr/ton i genomsnitt. Detta kommer generera ett starkt kassaflöde år 2015 vilket motiverar en höjd utdelning som förklarar varför kassaflödet från investeringsverksamhet beräknas uppgå till -155 Mkr år 2016. Efter år 2015 räknar vi med ett fallande massapris då marknadsefterfrågan bedöms som ostadig samtidigt som ett högt massapris som idag lockar fler producenter till marknaden vilket kommer pressa priserna ytterligare. Vi bedömer att ett fall från år 2015 kommer plana någonstans omkring 5 500 kr/ton år 2020 och framåt vilket historiskt får anses vara en ganska normaliserad prisnivå.

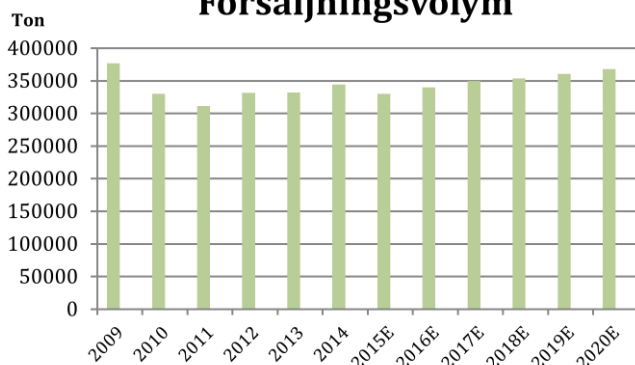
Justering av nettoomsättningen

Problemet med historiska snittpriserna på massa som anges är att dessa sträcker sig över helår medan försäljningen i Rottneros sker kontinuerligt under året vilket i praktiken innebär olika faktiska massapriser vid varje försäljningstillfälle. Om man då försöker jämföra årssnittet av massapriser mot total såld årsvolym är faktisk redovisad nettoomsättning i snitt sedan år 2000 21 % lägre. Detta förklaras alltså av att de faktiska massapriserna varierar från dag till dag och att större volymer kan ha sålts till lägre priser. Därför utgår våra prognoser av nettoomsättning ifrån årliga snittpriser på massa och sedan tillämpas en 21 % konservativare prognos, just för att få en mer korrekt redovisad nettoomsättning.

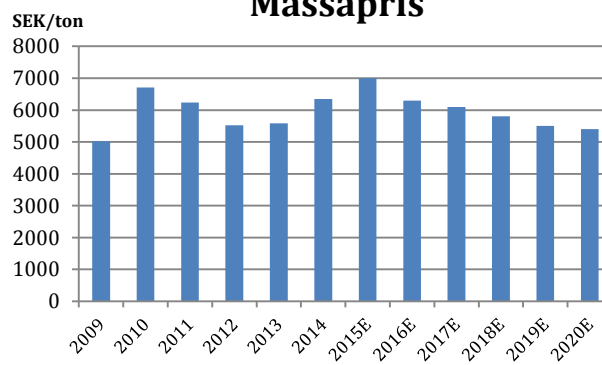
Utsikter

Sedan avyttringarna 2009 har bolaget lyckats sänka sina kostnader för avskrivningar och kostnader för personal vilket fått ett positivt utslag på resultatet. Vi bedömer att bolaget kan fortsätta hålla dessa kostnader på den nya lägre nivån. De största kostnaderna, råvaror och förnödhigheter, är drivna av volymtillväxten i vår prognos vilket med massapriserna som är idag kommer innebära ett rekordår med råvaror och förnödhigheter under 50 %. Fram till år 2020 bedömer vi att denna post kommer återgå till cirka 60 %. Rörelsemarginalen för år 2015 bedöms ligga på historiskt höga 21 % för att sedan falla mot 8 % år 2018 och tack vare den dåliga tron på marknaden och dagens priser falla kraftigt därefter.

Försäljningsvolym



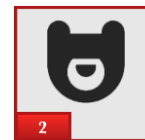
Massapris



Värdering

AG-view

Värderingen drivs av höga massapriser och hög dollarkurs vilket närmast kommer återspeglas väl i Rottneros räkenskaper. I dagsläget anser vi att aktien är övervärderad sett till FCF och kursen är uppblåst av marknaden. Dock kan det fortfarande finnas mer att hämta under år 2015, men på längre sikt är vi skeptiska.



Kursen är i dagsläget dopad av historiskt högt massapris och dollarkurs

Vår prognos är att Rottneros till viss del kommer kunna konkurrera och fortsätta växa under en kortare period. Fram till 2020 bedömer vi att tillväxten för Rottneros i massavolym kommer att ligga på 1-2 % årligen drivet av Europa och Kina. På längre sikt har vi dock svårt att se att Rottneros kan fortsätta växa genom att konkurrera på kvalitet och rapporter om massapriser beskriver att utbudet är extremt priselastiskt samtidigt som produktion flyttas mot öst. Vi bedömer därför att Rottneros produktionsvolym kommer att peaka runt 2020 för att sedan försvagas fram till 2025, för att nå en nolltillväxt i omsättning.

Historiskt låga räntor ger låg kapitalkostnad

Bolaget är i dagsläget till största delen finansierad med eget kapital (ca 95 % av totala värdet) och enbart ca 5 % långfristiga räntebärande skulder. Sett historiskt har Rottneros hållit relativt lite skuld, och uppgick som högst till 20 % av finansieringen 2011 under de senaste fem åren. Vi bedömer att finansieringen kommer fortsätta vara bestående av hög andel eget kapital.

Kostnaden för eget kapital är deriverad genom CAPM och uppgår till 5,59 %.

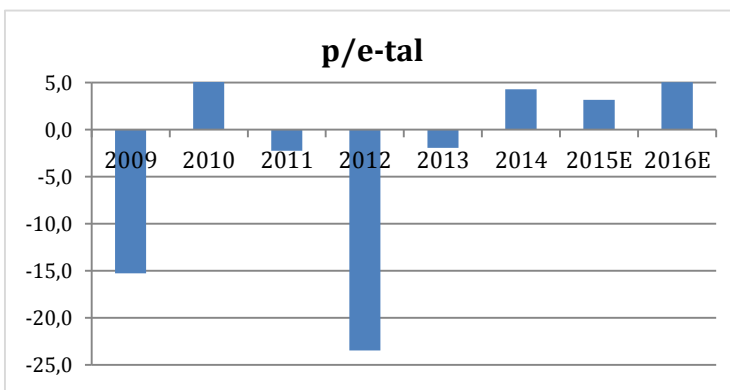
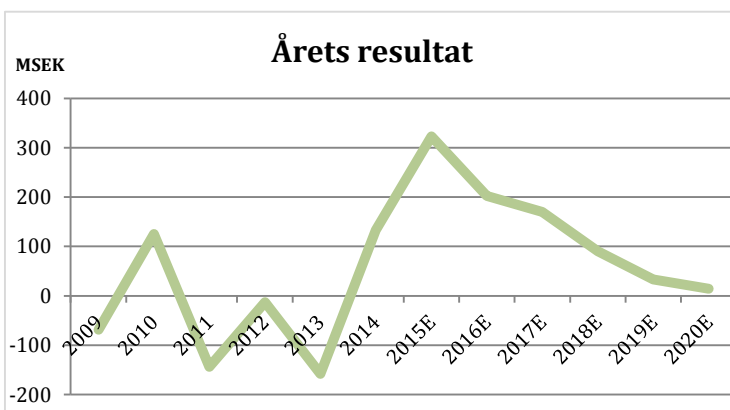
För den riskfria räntan har Svenska 30-årsräntan om 0,80 % använts. Vad gäller kostanden för lånat kapital har den historiska siffran uppgått till cirka 7-5,5 % och med det låga ränteläget som förväntas bestå bedömer vi att finansieringskostnaden för lånat kapital i framtiden kommer sjunka till ca 3,5 % efter skatteavdrag. Tack vare den låga belåningen är värderingen väldigt okänslig till förändringar i detta antagande.

I vårt basscenario blir vår värdering av nuvärdet på framtida FCF 774 miljoner, samtidigt håller Rottneros icke-operativa tillgångar värda 60 Mkr (inkluderande vår bedömning av icke-operativa kassa om 58 Mkr) och skuld för 42 Mkr. Totalt ger detta ett marknadsvärde på Rottneros om 792 Mkr, motsvarande 5,2 kr per utestående aktie (152,5 miljo-

ner efter de cirka 800 000 aktier bolaget själva håller). Detta långsiktiga värde indikerar en nedsida om 14,8 % från 6,1 kr.

Resultat för år 2015 ger förmodligen skjuts åt kursen

Sett ur ett kortsiktigt multipelperspektiv kan Rottneros onekligen se attraktivt ut. Enligt våra prognoser kommer resultatet för år 2015, efter påverkan av dollarkursen, uppskjuten skatt och massapriset landa på 323 Mkr. Bolaget själva bedömer att 50 öre förändring på USD/SEK slår med 70 Mkr på resultatet. Baserat på en ökning om cirka 2 kr mot snittkursen under 2014 (6,86) skulle detta innebära ett resultat på cirka 330 Mkr om de utnyttjar skattefordran under en treårsperiod som i 2014. Baserat på prognostiserad vinst 2015 motsvarar det idag P/E 2,9 jämfört med 2014 års P/E om 4,29. Ett sådant lågt P/E kan onekligen ge aktien skjuts under 2015 trots de enligt oss sämre utsikterna på marknaden och för Rottneros under ett längre perspektiv.



Bull & Bear Case

AG-view

Det som avgör om Rottneros är ett Bull- eller Bear-case är närmast vilka marknadsförutsättningar bolaget kommer möta. Det finns en uppsida i bolaget vid gynnsamma förhållanden i form av fortsatt högt massapris och dollarkurs samtidigt som en stor nedsida finns ifall dessa variabler skulle utvecklas negativt. Vår bedömning är att Bear-caset för Rottneros väger något tyngre.



Bull Case

Bolaget talar om att expandera och effektivisera verksamheten, men konkreta förslag uteblir. Därför kommer vår framtida värdering av Rottneros drivas främst av massapriserna samt dollarkursen. På senare år har vi sett både stigande massapriser samt en stigande dollarkurs.

I ett Bull-scenario kommer vi att se ett fortsatt högt massapris där år 2015 troligen blir en toppnotering i massapris omkring 7 000 kr/ton. Under följande år därefter finns möjlighet att massapriser fortsätter ligga högt vilket dels motiveras av en hög dollarkurs då massapriserna anges i just dollar. Vi räknar därför i detta scenario med en kontinuerlig prisnivå omkring 6 000 kr/ton från år 2016 och framåt. Historiskt är detta inte den högsta prisnivå bolaget har sett, men samtidigt bör det i alla fall historiskt inte anses som en normal prisnivå. Försäljningsvolymen antas fortfarande växa omkring 1-2 % årligen i enlighet med vårt basscenario baserat på prognostiserad konjunkturell tillväxt och efterfrågan på bolagets produkter. Som läsare ska man vara medveten om att det finns en negativ korrelation mellan höga massapriser och försäljningsvolym. Vad det innebär är att ett högt massapris som i detta scenario kan komma att leda till lägre försäljningsvolym på grund av minskad efterfrågan vid given prisnivå. Vi tror dock ändå att Rottneros har möjlighet att öka sin försäljningsvolym med 1-2 % årligen.

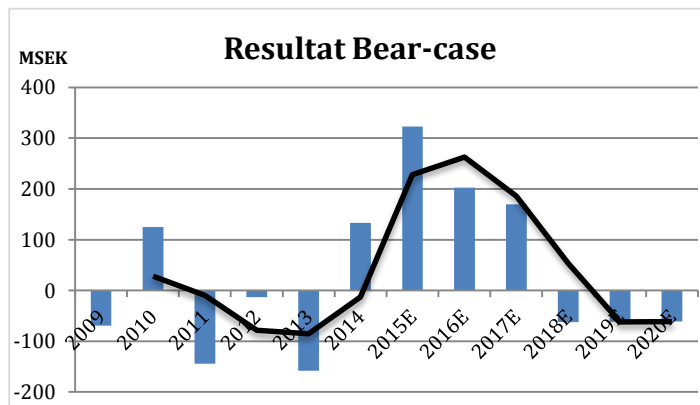
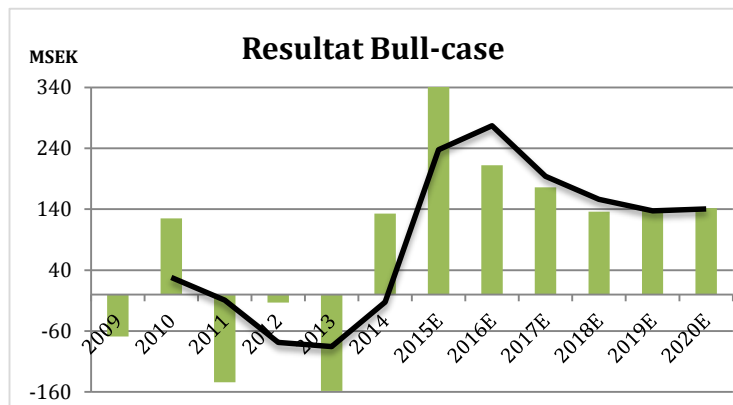
Inträffar detta ser vi utifrån en FCF-värdering ett pris per aktie omkring 20 kr i ett Bull-scenario vilket är en uppsida på 228 % utifrån dagens aktiekurs.

Bear Case

Rottneros opererar för närvarande på en marknad där ändå risk finns att tillväxten kan komma att minska. Dessutom är bolaget extremt exponerade mot faktorer utför bolagets kontroll så som just massapriserna och dollarkursen.

I ett Bear-scenario så ser vi sjunkande massapriser vilket härleds från en lägre efterfrågan samtidigt som dollarkursen befinner sig på en lägre nivå än idag. Under 2015 tror vi ändå att prisnivån kan befinna sig på en fortsatt hög nivå men att risk därefter kan finnas att priserna sjunker tillsammans med en sjunkande efterfrågan. I detta scenario räknar vi med att massapriset för 2015 kommer ligga omkring 7 000 kr/ton för att sedan falla och plana ut någonstans omkring 5 000 kr/ton år 2020 och framåt. Tillsammans med minskad efterfråga på bolagets produkter samt lägre massapriser anser vi att Rottneros på lite längre sikt kan få det svårt att hålla resultatet uppe och kommer troligen inte kunna påvisa en vinst i verksamheten. Detta i sin tur hämmar den utdelning Rottneros vill kunna erbjuda sina aktieägare.

Med andra ord är Rottneros verksamhet extremt känsligt för svängningar i massapriser och dollarkurser där små rörelser får en stor påverkan på resultatet i bolaget. Sannolikheten för att ett sådant här Bear-case inträffar är inte helt orimligt. Dock skulle en ökad produktionskapacitet i Rottneros ändra caset betydligt, men som nämnt innan finns det i dagsläget inga konkreta prognoser från bolaget angående detta.



SWOT

Strengths

Rottneros har en lång erfarenhet inom branschen och därmed erfarenhet av olika marknadslägen och kan på så sätt anpassa sig väl till rådande trender. Massorna som Rottneros producerar är också många gånger ledande för en viss applikation och en stor andel massa utgörs av kvalitéer med en hög specialiseringsgrad. Bolaget har även en historik av stabila finanser vilket har inneburit en hög utdelningstakt vilket visar på ytterligare styrka i bolaget

Weaknesses

Den stora svagheten i Rottneros anser vi främst bestå av en hög exponering mot externa faktorer. Bolaget är extremt känsligt för förändringar i massapriser och dollarkurs och detta kan Rottneros inte styra. En liten svängning i dessa variabler slår kraftigt på resultatet i verksamheten. Detta är inte en intern svaghet, men likväl en svaghet och vidare en svaghet som bolaget inte har möjlighet att kontrollera.

SWOT

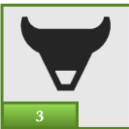
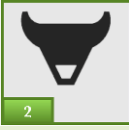
Opportunities

Förhållandena med hög nivå på massapriser samt dollarkurs är gynnsam för bolaget och på kort sikt anser vi ändå att detta är en möjlighet för bolaget att stärka sina finanser ytterligare och en höjd utdelning nästa år är inte alls omöjlig. Bolaget har dessutom infört olika former av effektivisering i sin verksamhet vilket redan givit viss effekt. Rottneros ska även fortsätta med detta under året vilket skulle kunna öppna upp för ökad kapacitet och produktivitet.

Threats

Bolaget är känsliga för rådande konjunkturlägen och externa faktorer som ligger utom bolagets kontroll. Den hotbild vi främst ser framöver är att massapriserna tillsammans med dollarkursen kan sjunka. Dessa har gett medvind i bolaget men vänder detta kommer det snabbt synas. De lönsamma nivåerna som är just idag lockar även historiskt nya konkurrenter vilket då drabbar Rottneros negativt. Dessutom är den framtida efterfrågan inom branschen inte given.

Bull or Bear

	Value Drivers	Rottneros befinner sig på en marknad där efterfrågan inte är en självklarhet under de kommande åren och närmast drivs värdet i bolaget av högt massapris och dollarkurs. I dagsläget anser vi inte att det finns några tydliga drivare som skulle kunna öka bolagsvärdet utöver toppresultatet 2015.
	Quality of Earnings	Intjäningsförmågan har gått upp och ner under de senaste åren vilket skulle kunna förklaras av svängningar i konjunkturen. Detta visar ändå på att bolagets förmåga att tjäna pengar styrs av utomstående faktorer som bolaget ej kan kontrollera vilket sänker betyget.
	Risk Profile	Rottneros har många år av erfarenhet inom branschen och tillsammans med en stabil soliditet och låg skuldsättningen anser vi att risken i bolaget är liten. Dessutom har bolaget en mycket stark utdelningshistorik vilket ökar stabiliteten. Riskerna bedöms främst bestå av marknadsrelaterad risk, vilken vi främst valt att väga in under Quality of Earnings.
	Quality of Management & Ownership	Vi bedömer ledningen som kompetent och erfaren inom branschen där kommunikation och rapportering sker på ett tydligt sätt. Per Lundeen är en relativt ny VD i bolaget men har tidigare funnits i styrelsen. I dagsläget anser vi att nuvarande ledning är lämplig att styra Rottneros in i framtiden men för att få ett högre betyg hade vi velat se ett starkare insideräggande.
	Overall View	Rottneros kan vara ett intressant köp under år 2015 då vi bedömer att marknadsförhållandena är gynnsamma för bolaget. Dock är framtiden inte helt given för branschen vilket gör att vi i dagsläget inte ser på Rottneros som ett långsiktigt köp. Summerat är bolaget ett köp för den kortsiktige i dagsläget.

Nyckeltal - Bolagets performance

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
Omsättningstillväxt	-46,1%	21,3%	-6,6%	-9,9%	-4,1%	10,4%	20,1%	-7,3%
Bruttomarginal	39,9%	46,0%	39,8%	39,0%	37,6%	46,7%	54,6%	49,6%
EBITDA-marginal	-4,2%	12,6%	0,2%	4,1%	-0,8%	11,1%	24,0%	16,9%
EBIT-marginal	-11,3%	7,8%	-7,0%	0,4%	-10,7%	7,4%	20,4%	13,2%
Nettomarginal	-4,7%	7,0%	-8,7%	-0,9%	-11,0%	8,4%	16,9%	11,4%
ROA	-3,4%	8,9%	-9,6%	-1,0%	-12,2%	11,5%	25,6%	12,9%
ROE	-8,5%	11,5%	-11,7%	-1,3%	-15,9%	16,1%	33,1%	16,4%
ROCE	-4,6%	10,9%	-11,6%	-1,3%	-15,7%	15,9%	31,8%	15,9%
ROIC	-17,5%	10,4%	-11,4%	0,4%	-18,0%	10,4%	36,3%	23,0%
Direktavkastning	0,0%	3,0%	2,7%	4,5%	0,0%	6,0%	14,9%	14,9%
Kapitalets omsättningshastighet	0,74	1,20	1,01	1,07	1,07	1,33	1,46	1,09

Resultaträkning

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
Omsättning	1 467,0	1 780,0	1 663,0	1 499,0	1 438,0	1 588,0	1 907,6	1 768,8
Rörelsekostnader	-1 529,0	-1 556,0	-1 660,0	-1 438,0	-1 449,0	-1 411,0	-1 449,2	-1 469,9
EBITDA	-62,0	224,0	3,0	61,0	-11,0	177,0	458,3	298,9
EBITDA-marginal	-4,2%	12,6%	0,2%	4,1%	-0,8%	11,1%	24,0%	16,9%
Avskrivningar	-104,0	-86,0	-119,0	-55,0	-142,0	-59,0	-70,0	-64,9
EBIT	-166,0	138,0	-116,0	6,0	-153,0	118,0	388,3	234,0
EBIT-marginal	-11,3%	7,8%	-7,0%	0,4%	-10,6%	7,4%	20,4%	13,2%
Finansnetto	97,0	0,0	-3,0	0,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
EBT	-69,0	138,0	-119,0	6,0	-157,0	114,0	384,3	230,0
EBT-marginal	-4,7%	7,8%	-7,2%	0,4%	-10,9%	7,2%	20,1%	13,0%
Nettoreultat	-69,0	125,0	-144,0	-13,0	-158,0	133,0	322,8	202,4
Nettomarginal	-4,7%	7,0%	-8,7%	-0,9%	-11,0%	8,4%	16,9%	11,4%
Vinsttillväxt	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	143%	-37%

Balansräkning

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
Eget kapital	1 089,0	1 228,0	1 014,0	993,0	825,0	975,0	1 236,9	1 289,3
Totala tillgångar	1 405,0	1 494,0	1 347,0	1 294,0	1 161,0	1 261,0	1 567,4	1 598,9
Nettoskuld	205,0	111,0	312,0	275,0	301,0	197,0	-3,6	-78,1
Kassa och bank	111,0	155,0	21,0	26,0	35,0	89,0	334,0	388,0
Sysselsatt kapital	1 191,0	1 267,0	1 072,0	1 086,0	898,0	1 014,0	1 275,9	1 328,3
Rörelsekapital	298,0	371,0	189,0	199,0	132,0	323,0	588,2	622,1
Soliditet	78%	82%	75%	77%	71%	77%	79%	81%

Kassaflöde

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
Operativt CF exkl. förändr. rörelsekap.	-110,0	204,0	84,0	55,0	-15,0	175,0	396,8	271,3
Förändring av rörelsekapital	194,0	-2,0	-49,0	-14,0	77,0	-71,0	-14,5	20,2
CF löpande verksamheten	84,0	202,0	35,0	41,0	62,0	104,0	382,3	291,6
CF investeringsverksamheten	115,0	-108,0	-148,0	-50,0	-35,0	-20,0	-71,3	-83,6
Fritt kassaflöde	199,0	94,0	-113,0	-9,0	27,0	84,0	311,0	208,0
CF finansieringsverksamheten	-133,0	-50,0	-21,0	14,0	-18,0	-30,0	-61	-155,0
Periodens kassaflöde	66,0	44,0	-134,0	5,0	9,0	54,0	250,0	53,0

Nyckeltal - Värderingsmultiplar

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
P/E	-15,26	5,33	-2,24	-23,47	-1,92	4,29	3,17	5,05
EV/EBITDA	-20,29	3,47	211,31	9,51	-54,97	4,34	2,22	3,16
EV/EBIT	-7,58	5,64	-5,46	96,69	-3,95	6,51	2,62	4,04
P/S	0,72	0,37	0,19	0,20	0,21	0,36	0,54	0,58
EV/Sales	0,86	0,44	0,38	0,39	0,42	0,48	0,53	0,53
P/BV	0,97	0,54	0,32	0,31	0,37	0,59	0,83	0,79
Räntetäckningsgrad	-1,56	24,00	-23,00	2,20	-38,50	29,50	97,08	58,50
FCF/EV	15,8%	12,1%	-17,8%	-1,6%	4,5%	10,9%	30,5%	22,0%
MV	1 053	667	322	305	304	571	1 022	1 022
EV	1 258	778	634	580	605	768	1 019	944

Analyst Group

**Disclosure:**

*Daniel Tano - äger ej aktier i Rottneros AB
Patrik Olofsson - äger ej aktier i Rottneros AB*

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB (Vidare Analyst Group) är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fränsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker har undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendation er rikta till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

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 ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.