

## ÖVERSIKT



Nordic Waterproofing estimeras 2018E växa organiskt om 4 % till följd av en stark marknadsposition samt prisjusteringar för oljepriset. Bolaget estimeras kunna växa EBIT 8 % genom förvärv, då nettoskuld/EBITDA endast uppgår till 0,8x. Sammantaget estimeras EBIT-tillväxten till 18 % 2018E. Givet targetmultipln EV/EBIT 11x samt direktavkastning om 5 % motiveras på 12 månaders sikt en uppsida om 31 %.

**Nordic Waterproofing Holding A/S** ("Nordic Waterproofing" eller "Bolaget") är verksamma inom tätning av tak i norra Europa. I segmentet Product & Solutions (69 % av omsättningen) producerar Bolaget tätskiktprodukter och i sitt andra segment, Installation services (31 %), installerar Nordic Waterproofing tätskiktlösningar på den danska och finska marknaden.

#### Stark position på marknad med höga inträdesbarriärer.

Marknaden för produktion av tätskiktsmassa karaktäriseras av höga inträdesbarriärer då kostnaderna för leverans är höga, vilket gör att produktionen ofta sker i närområdet. Detta har gett upphov till att producenterna är konsoliderade samtidigt som kunderna, primärt installatörer och grossister, är mer fragmenterade. Detta ger producenterna en stark prissättningsförmåga.

Den nordiska tätskiktmarknaden estimeras växa med CAGR 2,5 % 2015E-2020E.<sup>1</sup> Bolaget hade 2017 en marknadsandel om 12 %. Framgent bedöms Bolaget kunna växa organiskt snabbare än marknaden, genom att upprepa den framgångsrika strategin som föranlett den marknadsledande positionen i Sverige, Finland och Danmark på andra marknader.

#### Förvärvsambitioner och stark balansräkning ger möjlighet till förvärv 2018E.

Under 2017 växte Nordic Waterproofings omsättning med 15 % genom fyra förvärv. Den slutgiltiga konsolideringen av dessa estimeras bidra med ytterligare 4 % tillväxt 2018E. Bolaget har fortsatt som strategi att förvärva för att befästa eller etablera sig på specifika geografiska marknader samt för att uppnå vertikala synergier. Synergier kan exempelvis uppstå genom korsförsäljning, då förvärvade installatörer direkt kan anlita ett dotterbolag som leverantör av tätskiktprodukterna. Installationsverksamheten existerar i nuläget endast i Danmark och Finland, vilket ger möjlighet att expandera till de marknader där Bolaget redan har produktion av tätskiktprodukter. Bolaget har som finansiellt mål att nettoskuld/EBITDA inte ska överstiga 2,5x, rullande 12 månader uppgår den till 0,8x. Utökad belåning till målet om 2,5x ger, justerat för utdelningen 2017 om cirka 90 MSEK, möjlighet till att förvärva för cirka 134 MSEK. Givet en genomsnittlig förvärvsmultipl om 6x EBIT kan Bolaget maximalt förvärva 22 MSEK EBIT, vilket motsvarar en tillväxt om 12 %.

**Externa makrofaktorer utgör största riskerna.** Bolaget är beroende av olja som är en stor beståndsdel i tätskiktsmaterialet bitumen, vilket används i tätskiktprodukter på den nordiska marknaden. 2016 uppskattades att en 10 % förändring i bitumenpriset, drivet av olja, påverkar EBIT med med 7 %, samtidigt garderas detta till vis mån. För att hantera det stigande oljepriset under 2017 har prisjusteringar aviserats till

#### NUVARANDE KURS

76,2 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL (2018)

57,0 kr

96,0 kr

116,0 kr

befintliga kunder vilket kommer påverka bruttomarginalen positivt. Tätskiktmarkanden kan även betraktas som en del av den större byggmarknaden. En lägre efterfrågan på byggmarknaden skulle således även ha inverkan på efterfrågan på tätskiktlösningar. 2017 härleddes 40 % av omsättningen från nybyggnationer kontra 60 % från renoveringar. Renovering har historiskt sett varit mindre cykliskt.

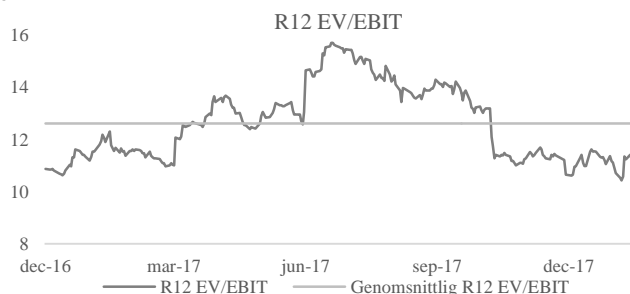
**I ett Base scenario** estimeras en organisk omsättningstillväxt om 4 % 2018E. Differensen mot marknadstillväxten hänförs till fortsatt etablering på Bolagets mindre marknader, samtidigt som Bolaget i viss utsträckning kan fortsätta ta marknadsandelar på huvudmarknaderna. Efter konsolidering av förvärven 2017 estimeras en total tillväxt 2018E om 8 % motsvarande en omsättning om 2 377 MSEK. EBIT-marginalen estimeras öka från 8,9 % 2017 till 9,3 % 2018E till följd av konsolidering av förvärv och prisjusteringar för råvarukostnader. Bolaget antas även kunna förvärva 8 MSEK EBIT. Targetmultipl antas till EV/EBIT 11x baserat på den historiska värderingen.

**I ett Bull scenario** estimeras en organisk omsättningstillväxt om 6 % till följd av effektiva synergier från förvärv. EBIT-marginalen estimeras till 9,7 % till följd av prisökningar och synergier från förvärven 2017. Vidare antas förvärvad EBIT 2018E uppgå till 17 MSEK.

**I ett Bear Scenario** antas den totala omsättningstillväxten till 6,5 %, vilket inkluderar 4 % från förvärv. Scenariot antar fortsatt stigande oljepriser vilket leder till att bruttomarginalen kommer att försämrats. Inga förvärv förväntas i ett Bear scenario.

Scenario	EBIT 18E	Targetmultipl	Motiverat aktiepris	Direktavkastning	Totalavkastning
Base	232 MSEK	11x	96	5 %	31 %
Bull	253 MSEK	12x	116	5 %	58 %
Bear	196 MSEK	8x	57	5 %	-21 %

Då Nordic Waterproofing är mycket nischade saknas jämförbara noterade peers. Därför tas stöd från bolagets historiska värdering för att bedöma en rimlig targetmultipl. Historisk har Bolaget i genomsnitt handlats till rullande EV/EBIT om 12,6x.



<sup>1</sup> Källa: Nordic Waterproofing, 2016.

# DISCLAIMER

## Ansvarsbegränsning

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

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

## Bull and Bear- Rekommendationer

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

## Definition Bull

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

## Definition Bear

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

## Övrigt

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

## Innehavsredovisning

**Analyst Group äger aktier i:** Drillcon, Net Gaming Europe, Alcadon Group,, DDM Holding, Medistim, Sdiptech, TalkPool, Sdiptech, Stillfront Group, Noridc Leisure, Sleepo och Aspire Global.

**Jakob Lembke äger aktier i:** DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group och Aspire Global.

**Gustaf Nordin äger aktier i:** Stillfront Group och Sleepo.

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

Analysen har ingen planerad uppdatering.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.