

Nordic Paper

Rapportkommentar för Q4'22



I linje med våra förväntningar

Nordic Papers rapport för det fjärde kvartalet 2022 var i linje med våra förväntningar. Nettoomsättningen var 3,9% lägre än våra estimat och vinsten var 1,3% högre. I jämförelse med samma kvartal föregående år har nettoomsättningen, EBITDA och vinst per aktie vuxit med 49%, 110% respektive 266%.

Pris

Majoriteten av nettoomsättningstillväxten är hänförlig till produktprisökningar inom båda segmenten. Under kvartalet har prisökningar inom Natural Greaseproof kunnat genomföras vilket har lett till marginalexpansion för segmentet. Inom Kraft Paper har priserna varit stabila under kvartalet. Under kommande kvartalen förväntar vi oss prisminskningar inom båda segmenten drivet av lägre massapriser.

Volym

Volymen inom båda segmenten var lägre än våra förväntningar. Volymen inom Kraft Paper minskade med 6% vilket förklaras av en lägre produktionstakt under andra halvåret av 2022. Volymen inom Natural Greaseproof, exklusive effekter från förvärvet av Glassine, minskade med 6%. Minskningen inom Natural Greaseproof är hänförlig till förändring av leveransvillkor. Vi förväntar oss högre en produktionstakt under 2023.

Estimat och värdering

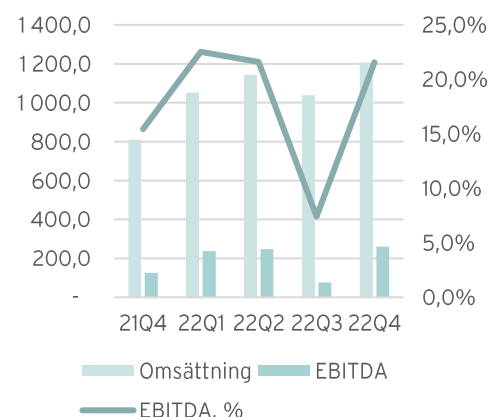
Trots att vi förväntar oss prisminskningar framöver på grund av sjunkande massapriser, tror vi att succesivt genomförda prisökningar under 2022 resulterar i svag vinsttillväxt under 2023. Vi estimerar att marginalen är oförändrad under 2023 drivet av att lägre massapriser resulterar i högre marginal inom Natural Greaseproof men lägre inom Kraft Paper.

Under 2024 förväntar vi oss att massa- och produktpriserna är normaliserade. På kurs 41,6 kronor handlas bolaget till P/E 5,8 och EV/EBIT 6,0 på våra estimat för helåret 2024, vilket vi anser är för billigt. För ett bolag som Nordic Paper tycker vi att P/E 8 är motiverat.

(MSEK)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	2 903	3 083	4 440	4 675	3 991
Tillväxt y-o-y	-10%	6%	44%	5%	-15%
EBIT	348	208	676	711	621
EBIT-marginal	12%	7%	15%	15%	16%
Tillväxt y-o-y	-34%	-40%	225%	5%	-13%
EV/EBIT	11,3	17,1	5,5	5,3	6,0
Vinst, justerad	258	144	527	534	477
Vinstmarginal	9%	5%	12%	11%	12%
Tillväxt y-o-y	-38%	-44%	293%	1%	-11%
P/E	12,5	15,6	5,3	5,2	5,8

VD	Anita Sjölander
Lista	Mid Cap
Ticker	NPAPER
Aktiekurs (SEK)	41,6
Antal aktier (Miljoner)	66,9
Börsvärde (MSEK)	2 783
EV (MSEK)	3 739
Nettoskuld (MSEK)	956
Nästa rapport	2023-04-28

Kvartalsutveckling



Analytiker

Jacob Stjernberg
jacob.stjernberg@kalqvl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling	1 m	3 m	12m
Nordic Paper	-3,3%	14,3%	24,6%

Key Insights



Djupa vallgravar

Nordic Paper har djupa vallgravar vilket möjliggör för ledande positioner på marknaderna för Kraft Paper och Natural Greaseproof Paper. Exempelvis har bolaget en unik produktionsstruktur som är svår och kostsam att kopiera.



Låg värdering

På våra estimat för helåret 2024 handlas bolaget till P/E 5,8 och EV/EBIT 6,0 på kurs 41,6 SEK. Konjunkturokänsliga bolag med djupa vallgravar, stabila marginaler över tid och starka marknadspositioner inom strukturellt växande branscher förtjänar, enligt oss, högre multiplar.



Strukturella trender

Efterfrågan på bolagets produkter förväntas växa årligen i många år framöver på grund av ökad klimatmedvetenhet och gynnsamma regleringar.

”Det är otroligt glädjande att få avsluta 2022 med ytterligare ett starkt kvartal där vi åter igen levererar en ny rekordnotering för EBITDA i ett enskilt kvartal, MSEK 260.”

- Anita Sjölander, VD Nordic Paper

Investeringscase

- Låg värdering
- Djupa vallgravar
- Strukturella trender
- Stabila marginaler över tid
- Starka marknadspositioner
- Geografisk diversifiering

Investeringscase

Prishöjningar inom hela produktportföljen har tagit Nordic Papers omsättning och vinst till rekordhöga nivåer under de senaste kvartalen. Prishöjningarna har kunnat genomföras till följd av högre el- och massakostnader och förbättrade marknadspositioner. Framöver förväntas kostnaderna på massa normaliseras, varpå prissänkningar väntas. Vid lägre massapriser förväntar vi oss att Nordic Papers vinst minskar med cirka 11% i jämförelse med våra vinstestimater för 2023. Vi tror att massa- och produktpriserna är normaliserade under 2024. På kurs 41,6 SEK värderas Nordic Paper till EV/EBIT 6,0 och P/E 5,8 på våra estimater för helåret 2024.

Konjunkturokänsliga bolag med djupa vallgravar, stabila marginaler över tid och starka marknadspositioner inom strukturellt växande branscher förtjänar, enligt oss, högre multiplar. Vår bedömning är att en värdering omkring P/E 8 är mer rättvis än dagens 5,8. Skulle en uppvärdering i form av multipelexpansion utebli, så är vår tro att strukturella trender och expansion av Bäckhammar är faktorer som kommer ge god avkastning på längre sikt.

Bolagsprofil

Nordic Paper är en specialpappersproducent med produkter inom två nischade segment: Kraft Paper (KP) och Natural Greaseproof Paper (NGP). Bolaget driver idag fem pappersbruk, varav ett i Kanada, ett i Norge och resterande i Sverige. Sedan 2021 har bolaget uppvisat en årlig genomsnittlig nettoomsättnings- och EBITDA-tillväxt om 7% respektive 11%. Under 2022 stod Kraft Paper för cirka 53% av koncernens totala omsättning och cirka 85% av koncernens totala EBITDA. Intäkterna och EBITDA:n från Natural Greaseproof motsvarade resterande andelar.

Konkurrensfördelar

Nordic Paper har djupa vallgravar vilket möjliggör för ledande positioner på marknaderna för Kraft Paper och Natural Greaseproof. Exempelvis har bolaget en unik produktionsstruktur som är svår och kostsam att kopiera. Ytterligare en styrka är det goda, långvariga kundrelationerna där cirka 90% av intäkterna inom NGP och cirka 80% av intäkterna inom KP härstammar från kunder som varit kunder i över sex år. Dessutom är bolagets pappersbruk idealiskt placerade rent geografiskt för inköp av långfibrig ved och massa vilket möjliggör för produktion av högkvalitativa pappersprodukter.

Risker

Nordic Papers främsta risker är försvagad efterfrågan, abnormt höga elpriser och problematik i något av pappersbruken. Abnormt höga elpriser har en initial negativ påverkan på Natural Greaseproofs EBITDA-marginal. Problematik i något av pappersbruken ger varierande effekt beroende på problematikens omfattning. Omfattande problem vid till exempel Bäckhammar hade påverkat Nordic Paper negativt i hög grad och ställt bolaget inför stora utmaningar eftersom en stor del av bolagets intäkter är hänförliga härifrån.

Pris

Pandemi, inflation och krig

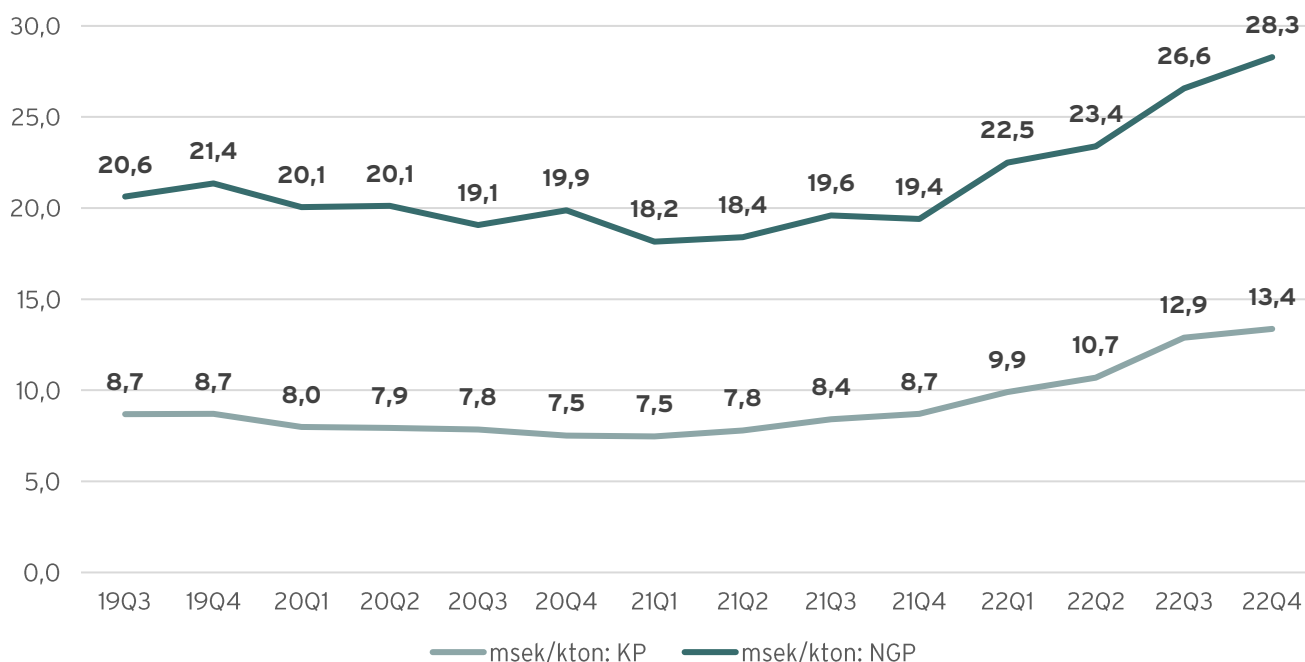
Coronapandemin under 2020 och 2021 skapade obalans mellan Nordic Papers två olika segment. Nedstängningar av restauranger och bagerier resulterade i att efterfrågan på Natural Greaseproof minskade, vilket ledde till prissänkningar inom segmentet under 2020. Under 2021 lättade restriktionerna vilket stärkte efterfrågan på Natural Greaseproof. Däremot ökade kostnaderna på massa och energi under året, vilket försvagade lönsamheten drastiskt.

En effekt av de ökade kostnaderna var att Nordic Paper höjde försäljningspriset mot kund inom Natural Greaseproof. Avtalslängden inom segmentet är dock lång, i jämförelse med Kraft Paper, vilket har gjort att prishöjningarna gått långsamt och således har marginalen pressats. Tidigare förhandlade prisökningar får effekt från och med kommande kvartal.

Efterfrågan på Kraft Paper var god under 2020 och 2021. Däremot ledde svagare marknadsförhållanden utanför Europa, på grund av nedstängningar till följd av Covid-19, till ökad konkurrens på huvudmarknaden Europa. Detta ledde till lägre priser under 2020. När restriktionerna succesivt minskade under 2021, minskade konkurrensen i Europa, varpå priset på Kraft Paper ökade. Samtidigt såg bolaget möjligheten att höja priserna på grund av kostnadsökningarna av massa och energi, trots att Nordic Paper inte köper in extern massa inom segmentet Kraft Paper. Detta påverkade marginalerna positivt i hög grad.

I början av 2022 startade Ryssland krig mot Ukraina, vilket ledde till att Europa och västvärlden införde sanktioner mot Ryssland. Ryssland är en stor pappersproducent och bara producenten Segezha stod för 10% av utbudet av Kraft Paper i Europa. Sanktionerna mot Ryssland resulterade i utbudsbrist på den europeiska marknaden. Samtidigt var efterfrågan hög, vilket resulterade i att priset på Kraft Paper ökade i Europa under 2022.

Prisutveckling Q/Q

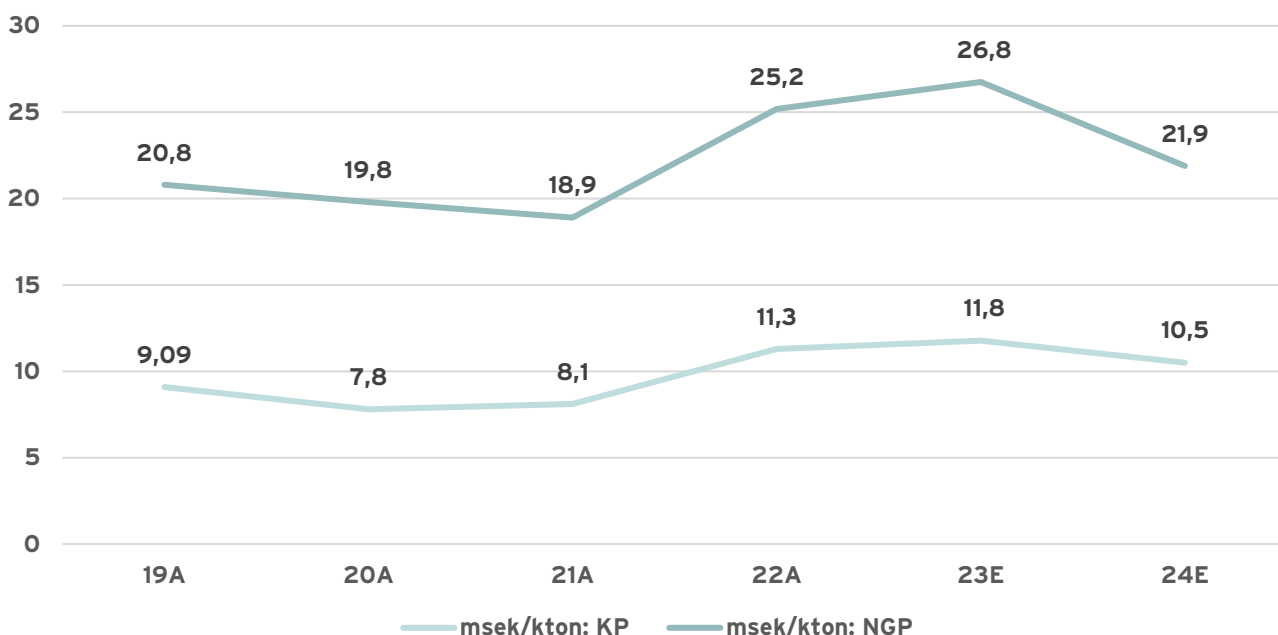


Framåt

Under 2023 förväntas de historiskt höga massapriserna att sjunka. När massapriserna sjunker kommer Nordic Paper att genomföra prissänkningar inom Kraft Paper och Natural Greaseproof. Under 2023 förväntar vi oss därför att priserna succesivt sjunker. Däremot resulterar genomförda prisökningar under 2022 i att priserna för helåret 2023 ökar y-o-y. För helåret 2023 tror vi att priserna för Kraft Paper respektive Natural Greaseproof uppgår till 11,8 (11,3) msek/kton och 26,8 (25,2) msek/kton.

Under 2024 tror vi att massa- och produktpriserna har normaliserats. Vid normala massapriser är vår bedömning att priserna inte kommer att återgå till normalåret 2019:s nivåer. Vi tror att starkare marknadspositioner i Europa och en ökad efterfrågan i jämförelse med 2019 resulterar i att priserna för Kraft Paper och Natural Greaseproof vid normala massapriser uppgår till 10,5 msek/kton (9,09) respektive 21,9 (20,8) msek/kton år 2024. Detta motsvarar en prisökning inom Kraft Paper med 15,5% och Natural Greaseproof med 5,3% i jämförelse med 2019. Om våra prisestimat är rätt, kommer vinsten att minska med ungefär 11% från våra vinstestimat för 2023 under 2024.

Prisutveckling Y/Y



Volym

Historik

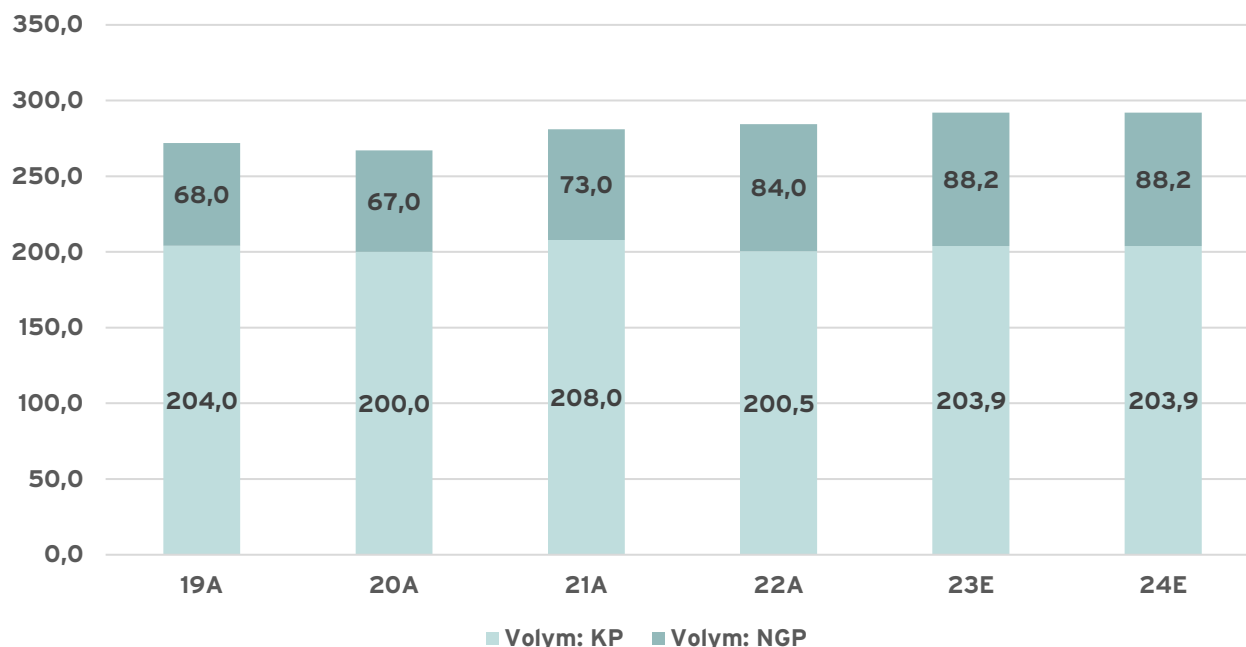
Under de senaste åren har volymerna varit stabila inom båda segmenten. Kraft Paper har levererat en årlig volym om cirka 200 kton, medan Natural Greaseproof har växt från 68 kton till 84 kton sedan 2019. Tillväxten är hänförlig till omstruktureringen av Säffle och förvärvet av Glassine Canada.

Under 2022 minskade volymen för Kraft Paper i jämförelse med 2021. Minskningen berodde på lägre produktionstakt under andra halvåret av 2022 på grund av ett produktionsstopp under några dagar för att åtgärda ett problem. Volymen för Natural Greaseproof växte under 2022 i jämförelse med 2021. Tillväxten är framförallt hänförlig till förvärvet av Glassine Canada. Däremot stängdes Greåker ned under några dagar i Q3 på grund av abnormt höga elpriser, vilket påverkade årets totala volym negativt.

Framåt

Vi räknar med volymökning under 2023, då vi bedömer att produktionsstoppet till följd av abnorma elpriser var av engångskaraktär eftersom bolaget initierade energipåslag på sina produkter under det fjärde kvartalet 2022. Produktionsstoppet av Kraft Paper tror vi också var av engångskaraktär. Samtidigt förutsätter vi att efterfrågan är stabil under kommande året. Detta resulterar i en total volymökning till cirka 291 kton under 2023 och 2024, upp från cirka 285 kton under 2022.

Volymutveckling Y/Y



Värdering

Key stats			
Antal aktier	66 908 800	Börsvärde (MSEK)	2 783,4
Aktiekurs (SEK)	41,6	Enterprise value (MSEK)	3 739,4

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	4 440,0 MSEK	P/S	0,7
EBIT	676,0 MSEK	EV/EBIT	5,5
Vinst	566,0 MSEK	P/E	5,3
FCF	468,0 MSEK	EV/FCF	8,3

Nyckeltal			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
52,8 %	18,5 %	15,2 %	12,8 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
12,6 %	10,5 %	54,4 %	27,5 %

Peers

Vi anser att det finns sju bolag som är relevanta att jämföra med Nordic Paper. Av de utvalda bolagen, verkar Billerud, Mondi, UPM-Kymmene och Westrock på marknaden för Kraft Paper. Utifrån sammanställningen kan det konstateras att Nordic Paper värderas i linje med jämförbara bolag på rullande tolv månader.

Bolag	Börsvärde, msek	P/E	P/E, snitt 5 år	EV/EBIT, snitt 5 år	Oms.-tillväxt, snitt 5 år	Vinsttillväxt, snitt 5 år	EBITDA%	EBIT %
Arctic Paper	3 319	2,4	9,7	2,9	10,7%	76,8%	19,9%	17,2%
Billerud	26 197	5,2	23,8	24,2	13,8%	20,5%	19,2%	13,4%
Metsä Board B	25 126	5,0	11,9	10,4	6,0%	25,1%	24,8%	21,4%
Mondi	78 160	5,9	11,3	9,1	4,6%	12,0%	23,7%	16,2%
Norske Skog	5 449	2,0	neg.	neg.	21,4%	24,5%	24,5%	19,6%
UPM-Kymmene	169 082	10,2	14,9	11,9	9,4%%	9,4%%	21,3%	16,8%
Westrock Co	81 526	9,6	6,4	12,8	5,4%	-15,9%	13,8%	7,9%
Snitt	59 233	5,8	13,0	11,9	10,2%	21,8%	21,0%	16,1%
Median	26 197	5,2	11,6	11,2	9,4%	20,5%	21,3%	16,2%
Nordic Paper	2 783	5,3	8,1	11,2	-	-	18,5%	15,2%

Estimat

(MSEK)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Nettoomsättning	2 903,0	3 083,0	4 439,0	4 674,6	3 991,1
% y-o-y	-10,2%	6,2%	44,0%	5,3%	-14,6%
EV/S	1,4	1,2	0,9	0,8	0,9
Rörelsekostnader	2 555,2	2 875,1	3 761,0	3 963,7	3 369,7
% y-o-y	-5,4%	12,5%	31,2%	5,3%	-15,0%
EBIT	348,6	202,0	678,0	710,9	621,4
EBIT-marginal	12,0%	6,8%	15,3%	15,2%	15,6%
% y-o-y	-34,3%	-40,2%	224,4%	4,9%	-12,6%
EV/EBIT	11,3	17,1	5,5	5,3	6,0
Vinst, justerad	258,0	144	566	534,4	476,6
Vinstmarginal	8,9%	4,7%	12,8%	11,4%	11,9%
% y-o-y	-37,7%	-44,2%	293,1%	1,4%	-10,8%
P/E	12,5	15,6	5,3	5,2	5,8

Under 2023 förväntar vi oss svag tillväxt drivet av successivt genomförda prisökningar under 2022. Vid sjunkande massapriser balanseras marginalerna på koncernnivå eftersom marginalökningen inom Natural Greaseproof tar ut marginalminskningen inom Kraft Paper. Vi tror även att volymerna ökar under 2023 till följd av färre produktionsstopp. På kurs 41,6 SEK handlas bolaget till P/E 5,2 och EV/EBIT 5,3 på våra estimat för helåret 2023. Däremot anser vi inte att multiplarna för 2023 ger en rättvis bild av värderingen eftersom vi tror att vinst och omsättning kommer att sjunka under 2024.

Under 2024 tror vi att normaliseringen av massa- och produktpriser har skett. Enligt våra estimat är de normaliserade produktpriserna under 2024 högre än motsvarande under normalåret 2019 på grund av starkare marknadspositioner och en ökad efterfrågan. I jämförelse med våra beräkningar inför 2023 ska omsättning, EBIT och vinst minska med cirka 15%, 13% respektive 11% under 2024. På kurs 41,6 SEK handlas bolaget till EV/EBIT 6,0 och P/E 5,8 på våra estimat för helåret 2024, vilket vi anser vara allt för låga multiplar.

Konjunkturokänsliga bolag med djupa vallgravar, stabila marginaler över tid och starka marknadspositioner inom strukturellt växande branscher förtjänar högre multiplar. Vi tycker att ett P/E-tal omkring 8 är mer rättvist än dagens 5,8. Men även om multiplexpansion uteblir, tror vi att strukturella trender och expansionen av Bäckhammar kommer generera god avkastning på sikt.

Vi har applicerat en säkerhetsmarginal om 20% på våra estimat. Vi använder oss av en relativt låg säkerhetsmarginal eftersom estimaten endast sträcker sig åtta kvartal fram varpå vi känner oss tämligen säkra i att de kommer realiseras.

	Värdering			
	Multipl	Vinst 24E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (SEK)
2024E	8,0	476,6	3 812,8	57,0
Säkerhetsmarginal (20%)	8,0	381,3	3 050,4	45,6

Nedan följer potentiell avkastning på 2024E om Nordic Paper utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

Potentiell avkastning						
Huvudscenario				Säkerhetsmarginal (20%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2024E	1,37	37,0%	17,0%	1,10	9,6%	4,8%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade vinst för 2024E, där utfallet redovisas vid olika angivna multiplar.

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2024E				Säkerhetsmarginal (20%)		
P/E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (SEK)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (SEK)	Förändring %
6	2 859,9	42,7	2,8%	2 287,9	34,2	-17,8%
7	3 336,5	49,9	19,9%	2 669,2	39,9	-4,1%
8	3 813,2	57,0	37,0%	3 050,5	45,6	9,6%
9	4 289,8	64,1	54,1%	3 431,9	51,3	23,3%
10	4 766,5	71,2	71,3%	3 813,2	57,0	37,0%

Källor

1. <https://www.nordic-paper.com/sv/investerare>

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

Jacob Stjernberg äger aktier i det analyserade bolaget



Analysen är en uppdragsanalys

