



Marel

Verðmat – 17. desember 2014

Ráðgjöf
HALDA

Fyrri ráðgjöf
-

Gott ár í vændum

Hagfræðideild Landsbankans gefur nú út í fyrsta sinn verðmat á Marel. Verðmatsgengi okkar er 0,93 EUR á hlut, eða 143,6 ISK, sem er 8% yfir skráðu gengi félagsins þann 16. desember 2014.

Margt vinnur með félaginu þegar horft er fram á næsta ár; hrávöruverðlækkunarir, efnahagsbati í Bandaríkjunum, ódýrt lánsfjármagn í heiminum, og endurnýjunarþörf viðskiptavina. Við gerum þess vegna ráð fyrir 12% tekjuvexti á árinu 2015 og að EBIT ársins verði 62,4 m.EUR., eða 72,4 m.EUR leiðrétt EBIT, samanborið við spá okkar um 51,5 m.EUR leiðrétt EBIT á núverandi rekstrarári.

Félagið hefur unnið í hagræðingaraðgerðum síðasta árið með það að markmiði að auka verðmætasköpun og hraða núverandi framleiðslu og framtíðarvörum félagsins á markað. Stjórnendur félagsins hafa að okkar mati verið nokkuð sannfærandi í rökstuðningi sínum fyrir breytingunum sem gefur okkur tiltrú á mat okkar á horfum félagsins næstu árin.

Verð hlutabréfa Marels hefur hækkað um 35% síðustu 3 mánuði vegna góðrar afkomu félagsins á þriðja ársfjórðungi og væntinga um bætta afkomu á næsta ári. Þrátt fyrir að við séum tillögulega bjartsýn fyrir hönd félagsins hefur markaðurinn, að okkar mati, nú þegar verðlagt væntingar um gott ár 2015 og þess vegna er ráðgjöf okkar sú að fjárfestar haldi hlutabréfum sínum í félaginu.

Eins og oft áður stendur Marel á tímamótum. Árangur hagræðingaraðgerða félagsins á eftir að koma í ljós að fullu og þó markaðsaðstæður virðist góðar eru þær viðkvæmar. Við skoðum tvær sviðsmyndir sem við teljum markaðsaðila horfa til hvað varðar þróunina næstu árin og niðurstöðu verðmats samkvæmt því.

Key figures (m.EUR)	2011	2012	2013	2014s	2015s	2016s	2017s
Income	668,4	714,0	661,5	707,0	791,9	839,4	873,0
EBITDA	87,0	86,0	69,4	71,0	91,9	111,2	115,7
EBIT	62,2	61,1	42,9	38,4	62,4	82,0	86,4
EBT	44,1	43,1	23,8	25,9	49,4	68,2	71,4
Profit	34,5	35,6	20,6	20,4	39,5	54,5	57,1
EPS	4,7%	4,9%	2,8%	2,8%	5,4%	7,4%	7,8%
Income growth %	11,3%	6,8%	-7,3%	6,9%	12,0%	6,0%	4,0%
EBITDA growth %	5,9%	-1,2%	-19,2%	2,2%	29,4%	21,1%	4,0%
EPS growth %	-	3,3%	-42,1%	-0,8%	93,3%	38,0%	4,7%
EBITDA % of income	13,0%	12,0%	10,5%	10,0%	11,6%	13,3%	13,3%
EBIT % of income	9,3%	8,6%	6,5%	5,4%	7,9%	9,8%	9,9%
Equity ratio	42,5%	46,7%	49,9%	50,0%	49,6%	50,1%	50,8%
ROE	9,6%	9,2%	5,0%	4,8%	8,7%	11,0%	10,6%
ROIC	7,4%	7,0%	5,0%	4,6%	6,4%	7,8%	7,6%

Verðmatsgengi
143,6 ISK

Verð á markaði
133,0 ISK

Markaðsvirði
99,3 ma.kr.

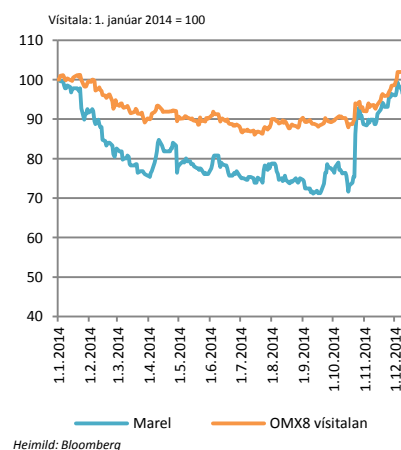
YTD %
1,5%

Nasdaq	MARL
Bloomberg	MARL IR

Outstanding shares	733.938
Average turnover (d)	-
NIB debt	191308

Price ratios	trailing	2015e
EV/EBITDA	13,8	9,0
EV/EBIT	29,4	13,2
P/E	51,0	16,1
<i>Adjusted:</i>		
EV/EBITDA	10,8	8,1
EV/EBIT	18,3	11,4
P/E	21,6	12,8

Þróun hlutabréfaverðs



Opinber fjárfestingarráðgjöf

Þau sjónarmið sem koma fram í greiningu þessari endurspeglar huglægt mat höfunda á þeim tíma er greiningin var unnin. Mat Hagfræðideildarinnar getur breyst án fyrirvara en Landsbankanum hf. ber ekki skylda til að upplýsa sérstaklega um breytingar á því

sem kemur fram í greiningu þessari. Greining þessi er ekki ætluð almenningi heldur fagfjárfestum til einka-nota. Viðtakanda er óheimilt að vitna í, afrita eða dreifa efni greinarinnar, í heild aða að hluta, án skriflegs leyfis Hagfræðideildar Landsbankans.

Hagfræðideild Landsbankans
Sveinn Þórarinnsson
+354 410 7386
sveinn.thorarinsson@landsbankinn.is



Efnisyfirlit

Hlutabréfaráðgjöf

Áhrifaþættir

- Tekjuöflun og vöxtur
- Purchasing Managers' Index

Verðmat

- Niðurstaða
- Verðmatsforsendur – Yfirlit
- Einskiptiskostnaður - Yfirlit

Sviðsmyndir

Samanburðarfélög og kennitölur

Hluthafar

Fjárhagstöflur

Fyrirvari



Hlutabréfaráðgjöf

Við metum virði hlutabréfa Marel 143,6 á hlut sem er 8% hærra en dagslokaverð þann 16. desember 2014 og mælum því með að fjárfestar haldi hlutabréfum félagsins.

- **Hvernig endar árið?** Þrátt fyrir gott uppgjör á þriðja ársfjórðungi voru horfur félagsins fyrir árið 2014 óbreyttar, eða leiðrétt EBIT uppá 40-50 m.EUR. Miðað við stöðu pöntunarbókar í lok síðasta fjórðungs væntum við góðs tekjuvaxtar á fjórða fjórðungi þessa árs frá sama fjórðungi í fyrra og þar með góðri afkomu. Við spáum þess vegna að leiðrétt EBIT ársins endi í 51,5 m.EUR, rétt fyrir ofan horfur félagsins sjálfs.
- **Hagræðingaraðgerðir og væntur árangur.** Í byrjun árs kynnti Marel hagræðingaráform sín undir heitinu „Simple, smarter and faster“. Þó að markmið félagsins sé að lækka rekstrarkostnað um 20 – 25 m.EUR á ári er markmiðið einnig að endurskilgreina vinnulag sem leiða á til að aukinnar verðmætasköpunar og hraða núverandi framleiðslu og framtíðarvörur félagsins á markað. Þó uppgjör þriðja ársfjórðungs gefi von um að félagið sé á réttri braut eru næg verkefni framundan, t.d. fækkun verksmiðja, og líklega er langt í að fjárfestar geti metið árangur aðgerða félagsins með góðum hætti. Stjórnendur félagsins hafa hins vegar að okkar mati verið nokkuð sannfærandi í rökstuðningi sínum fyrir breytingunum sem gefur okkur tiltrú á mat okkar á horfum félagsins næstu árin.
- **Búumst við góðu ári 2015.** 12 mánaða hlaupandi meðaltöl EBITDA og EBIT framlegðar og annarra rekstrarkennitalna hafa frá byrjun 2012 þróast í eina átt, niður á við. Eftir gott uppgjör á 3F, væntingar um gott uppgjör á 4F og góða stöðu pantanabókar hljóta markaðsaðilar að spyrja sig hvort eitthvert „momentum“ sé komið í reksturinn. Margt vinnur með félaginu þegar horft er fram á næsta ár; hrávöru-verðslækkunarir, kröftugur efnahagsbati í Bandaríkjunum, ódýrt lánsfjármagn í heiminum almennt og endurnýjunarþörf viðskiptavina. Þessir þættir ásamt hagræðingaraðgerðum og jákvæðri þróun í nýjum pöntunum það sem af er núverandi fjórðungi, ættu að boða gott rekstrarár 2015. Við gerum því ráð fyrir 12% tekjuvexti á næsta ári og að EBIT ársins verði 62,4 m.EUR. Við áætluðum 10 m.EUR í einskiptiskostnað í samræmi við áætlun félagsins sjálfs og því er leiðrétt EBIT fyrir árið 2015 72,4 m.EUR.
- **Markaðurinn býst einnig við góðu ári.** Eins og lesa má hér að ofan erum við tillöglega bjartsýn fyrir næsta ári og teljum að von sé á rekstrabata á næstu misserum. Aftur á móti hefur markaðurinn að okkar mati nú þegar verðlagt þessar væntingar að mestu leyti eftir síðasta uppgjör, enda félagið hækkað um 36% síðustu 3 mánuði. Ráðgjöf okkar því sú að fjárfestar haldi óbreyttri stöðu í félaginu.
- **Hvar getum við haft rangt fyrir okkur?** Að venju umlykur töluverð óvissa Marel. Félagið starfar á markaði sem er mjög kvikur, eins og sést á sveiflum í tekjum og pöntunum innan ársins. Hagtölur og aðrar markaðsvísibendingar gefa einnig að hluta til misvísandi skilaboð um framvindu markaðsskilyrða. Það er því eðlilegt að skoða hvar við getum haft rangt fyrir okkur varðandi þróunina næstu árin. Annars vegar að markmið félagsins fyrir árið 2017 náist, eitthvað sem markaðsverð félagsins og við gerum ekki ráð fyrir að takist. Hins vegar þann raunveruleika að markaðsaðstæður batni lítið næstu misseri og vöxtur tekna verði ekki eins og markaðurinn virðist gera ráð fyrir.

Áhrifaþættir

Tekjuöflun og vöxtur

Helstu áhrifaþættir eftirspurnar eftir vélum Marel eru hagvöxtur, hrávöruverð og fólksfjöldi. Eftir því sem birtir til í hagvaxtarhorfum þróaðra ríkja skapast hvati fyrir matvælaframleiðendur til fjárfestinga í þróaðri og betri tækjum. Aðrir hvatar, líkt og hneyksli í matvælaíðnaðinum eða breytingar á virðisbætti matvæla, geta einnig haft töluverð áhrif á markaðspróunina. Lítil fjárfesting var í heiminum bæði í endurnýjun og nýkaupum á árunum 2006-2011 sem gefur til kynna að fjárfestingarþörf sé að myndast og líklegt að eftirspurn eftir matvinnsluvélum muni aukast um leið og birtir til í efnahagsmálum landa. Lækkun hrávöruverðs á heimsmarkaði síðastliðna mánuði og ódýrt lánsfé skapar einnig ákjósanlegt umhverfi til fjárfestinga fyrirtækja.

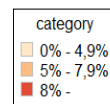
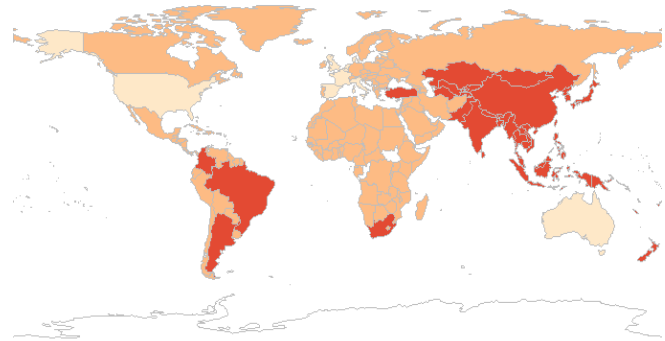
Erlendar skýrslur spá því að matvinnsluðnaðurinn muni vaxa um 7% næstu 3 árin þar sem hefðbundin kjöt-, kjúklinga- og fiskvinnsla muni leiða lestina. Búast má við mestum vexti á nýmörkuðum, einna helst í Austur-Asíu og Suður-Ameríku, vegna örrar fólksfjölgunar, aukinnar neyslu á kjötvörum og bættra lífskilyrða þessara heimshluta. Marel kynnti einnig vaxtartækifæri í Afríku við síðasta uppgjör þar sem fólksfjölgun og aukin landbúnaðarframleiðsla mun skapa töluverð tækifæri fyrir félagið.

Að þessu sögðu virðast ytri skilyrði hagstæð fyrir Marel til vaxtar næstu árin. Helst er staðan þung í Evrópu en hagvöxtur í Bandaríkjunum og nútímavæðing nýmarkaðsríkja mun drífa sölu- og tekjuvöxt áfram. Við gerum ráð fyrir að tekjur ársins 2014 endi í 707 m.EUR sem samsvarar 6,9% tekjuvexti á árinu. Þessi ársvöxtur verður að teljast vel viðunandi miðað við hvernig árið fór af stað, en við áætluðum að tekjuvöxtur síðustu 6 mánuði ársins 2014 verði um 18%. Erfitt er að taka hagtolur og markaðsvísbendingar og leiða út nákvæman vöxt tekna á árinu 2015 hjá Marel. Við teljum að áfram muni sjást myndarlegur tekjuvöxtur næstu þrjá fjórðunga, enda verða þeir bornir saman við nokkuð slaka fjórðunga árið á undan en að YoY vöxtur lækki seinnipart ársins 2015.

Purchasing Managers' Index

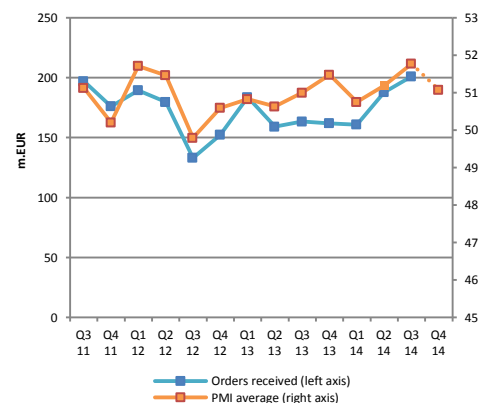
Það er ekki auðvelt að ná heildstæðri mynd af markaðnum sem Marel starfar á, og þar með markaðshlutdeild. Markaðsaðilar horfa þess vegna oft til PMI¹ vísitalna sem eiga að teikna mynd af framvindu framleiðslutengdrar starfsemi yfir komandi mánuði. Stuðst er við einsleita aðferðafræði og tímaramma gagnaöflunar/birtingar yfir öll lönd sem gerir vísitöluna einkar hentuga til samanburðar milli svæða. Fylgni milli vísitölunnar og tekjuvaxtar Marel hefur verið nokkuð há síðustu ár, þar sem að formerki breytingar vísitölunnar og nýrra pantana fyrirtækisins hafa alltaf nema einu sinni verið það sama síðustu 14 fjórðunga. Gallinn við PMI vísitölunnar er að þær taka eingöngu almennt á stöðu framleiðslufyrirtækja á ákveðnum svæðum en ekki stöðu í einstökum framleiðsluðnaði (t.d. kjúklingaframleiðslu). Einnig gefa þær engar vísbendingar á þeim mörkuðum sem hafa hvað mest vaxtartækifæri, t.d. í Afríku.

Spá um árlegan söluvöxt matvinnsluvéla til ársins 2016



Heimild: Freedonia – Industry Study #2931, Hagfræðideildin

PMI average vs. Orders received

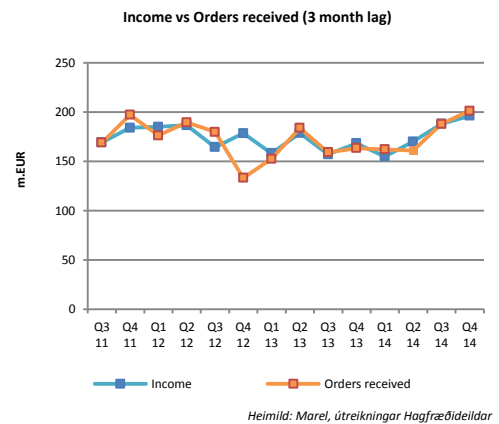


Heimild: Bloomberg, Marel, útreikningar Hagfræðideildar

¹ <http://www.markiteconomics.com/Public/Page.mvc/AboutPMIData>



Á liðnum fjórðungi (3F 2014) námu nýjar pantanir 201 m.EUR og hafa aldrei verið hærri á einum fjórðungi. Nýjar pantanir gefa góða mynd af tekjuþróun félagsins næstu 3-6 mánuði og búumst við því við góðum fjórða fjórðungi þessa árs horft á tekjur. Í október og nóvember gáfu vísitölur eilítið eftir, bæði í Evrópu og Bandaríkjunum, og gefa þær til kynna að ekki verði aftur sett met í nýjum pöntunum á einum fjórðungi. Fróðlegt verður að sjá hvort þær haldi forspárgildi sínu á komandi fjórðungum.



Verðmat

Niðurstaða

Við metum virði hlutafjár í Marel samkvæmt sjóðstreymismati á **143,6** krónur á hlut sem er 8% hærra en dagslokaverð þann 16. desember 2014. Frjálsu fjárstreymi til félagsins (e. FCFF) er beitt í verðmati á Marel og það er mat okkar að kostnaður veginnar heildarféarmögnunar félagsins (WACC) sé 9,5% og að krafa til eiginfjár sé 10,9%. Núvirt fjárstreymi félagsins er áætlað frá verðmatsdegi til ársins 2021 og síðan tekur 3,0% eilífðarvöxtur við.

Free cash flow (m.EUR)	4F 2014s	2015s	2016s	2017s	2018s	2019s	2020s	2021s
Income	194,5	791,9	839,4	873,0	907,9	944,2	982,0	1.021,3
- % increase	15,7%	307,1%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBITDA	25,3	91,9	111,2	115,7	120,3	125,1	130,1	135,3
- % of income	13,0%	11,6%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
D&A	-7,5	-29,4	-29,3	-29,2	-30,5	-31,8	-35,8	-40,3
EBIT	17,8	62,4	82,0	86,4	89,8	93,3	94,3	95,0
Tax	-3,6	-12,5	-16,4	-17,3	-18,0	-18,7	-18,9	-19,0
NOPLAT	14,2	49,9	65,6	69,2	71,8	74,6	75,5	76,0
Change WC	(2,3)	(8,8)	(2,4)	(1,7)	(1,8)	(1,9)	(1,9)	(2,0)
CAPEX	(8,2)	(34,8)	(37,8)	(40,2)	(41,8)	(43,4)	(45,2)	(47,0)
FCFF	11,3	35,7	54,6	56,5	58,8	61,1	64,1	67,3
NPV FCFF	296	COE	10,9%					
NPV Terminal	581	WACC	9,5%					
EV	877	g	3,0%					
Net debt	(191)							
Equity value	685							
Shares	734							
Share price	0,934							



Verðmatsforsendur - Yfirlit



Einskiptisliðir - Yfirlit

Restructuring overview m.EUR	Q4 13	Q1 14	Q2 14	Q3 14	Q4 s 14	2013	2014 s	2015s
Income	168,2	154,8	169,8	187,9	194,5	661,5	707,0	791,9
- YoY %	(5,7%)	(2,1%)	(4,8%)	19,8%	15,7%	(7,3%)	6,9%	12,0%
Profit margin %	35,7%	34,6%	34,7%	37,2%	36,5%	36,2%	35,8%	36,5%
One-offs/restr. costs	-2,9	-0,5	-5,1			-2,9	-5,6	0,0
Profit margin % adjusted	35,7%	34,6%	34,7%	37,2%	36,5%	36,6%	36,6%	36,5%
Operating expenses	45,9	45,5	45,9	45,4	45,7	170,0	182,5	197,2
One-offs/restr. costs	-2,0	-3,0	-2,1	-1,3	-1,0	-2,0	-7,4	-10,0
Operating expenses adjust.	43,9	42,5	43,8	44,1	44,7	168,0	175,0	187,2
EBITDA	14,1	8,1	13,0	24,6	25,3	69,4	71,0	91,9
EBITDA adjusted	19,0	11,6	20,2	25,9	26,3	74,3	84,0	101,9
<i>EBITDA %adjusted</i>	<i>11,3%</i>	<i>7,5%</i>	<i>11,9%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,5%</i>	<i>11,2%</i>	<i>10,6%</i>	<i>12,9%</i>
EBIT	7,4	10	3,6	16,1	17,8	42,9	38,4	62,4
EBIT adjusted*	12,3	4,6	10,7	17,4	18,8	47,8	51,5*	72,4
<i>EBIT %adjusted</i>	<i>7,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,6%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,3%</i>	<i>9,1%</i>
Profit	3,7	-1,9	0,8	9,8	11,7	20,6	20,4	39,5
Profit adjusted*	8,6	1,7	8,0	11,1	12,7	25,5	33,5	49,5
<i>Profit %adjusted</i>	<i>5,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,5%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,7%</i>	<i>6,3%</i>
Total one-offs/restr. costs	-4,9	-3,6	-7,2	-1,3	-1,0	-4,9	-13,0	-10,0

* management target 40-50m for 2014

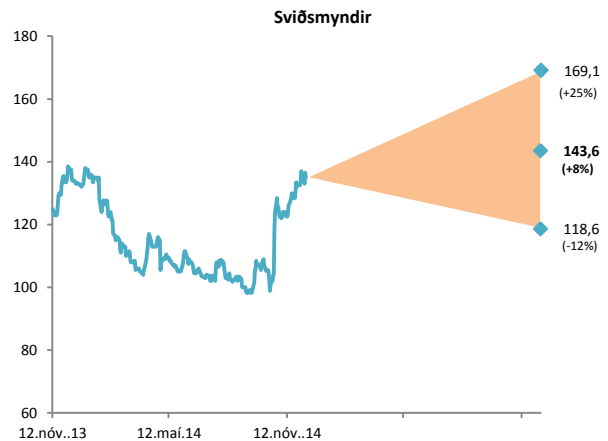


Sviðsmyndir

Við teljum okkur ekki komast hjá því að horfa á tvær mögulegar sviðsmyndir hvað varðar þróunina á næstu árum. Annars vegar að markmið félagsins fyrir árið 2017 náist, eitthvað sem markaðsverð félagsins og verðmat okkar gerir ekki ráð fyrir (bull case). Hins vegar að markaðsaðstæður batni lítið næstu misseri og vöxtur tekna hjá Marel verði undir áætluðum meðalvexti iðnaðarins (bear case). Í báðum sviðsmyndunum höldum við sömu ávöxtunarkröfu og framtíðarvexti.

Bull case – 163 ISK á hlut (+24%)

- Í þessari sviðsmynd gerum við ráð fyrir að EBIT markmið félagsins náist árið 2017. Við gerum þar með ráð fyrir að tekjur vaxi meira næstu þrjú árin en við áætluðum í verðmati okkar.
- Einnig gerum við ráð fyrir að framlegð verði u.þ.b. einni prósentu hærri eftir árið 2017 sem skýrist einfaldlega af betri nýtingu á föstum kostnaði.
- EBIT framlegð ársins 2017 mun nema 102,5 m.EUR, sem samsvarar 10,7% af tekjum þess árs.
- Við gefum okkur aftur á móti í þessari sviðsmynd að fjárfestingar félagsins aukist með tekjuvextinum og að þær verði um 13 m.EUR hærri á árunum 2015-2017 en í verðmati okkar.



Bear case – 118 ISK á hlut (-12%)

- Í þessari sviðsmynd gerum við ráð fyrir hægari vexti tekna næstu þrjú árin ásamt því að vöxtur tekna verði sá sami og eilífðarvöxtur, 3%, strax á árinu 2018.
- Tekjuvöxtur ársins 2015 mun eingöngu nema 6%, sem er þó yfir 4,8% meðaltalsvexti tekna síðustu 5 ár.
- EBIT ársins 2015 í þessari sviðsmynd nemur 53 m.EUR, sem er 15% lægra en í verðmati okkar. Við gerum ráð fyrir að EBIT félagsins árið 2017 verði 69,2 m.EUR og þar með langt frá 100 m.EUR markmiðum félagsins.
- Samfara hægari vexti áætlum við að félagið dragi úr fjárfestingum, bæði vegna minni umsvifa og til að viðhalda nauðsynlegu fjárstreymi.

Base	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Income growth	12,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBITDA %	11,6%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
EBIT %	7,9%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,6%	9,3%
EBIT	62.416	81.952	86.441	89.790	93.296	94.317	95.028
CAPEX	34.843	37.773	40.157	41.763	43.434	45.171	46.978

Bull	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Income growth	15,0%	9,0%	8,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBITDA %	11,8%	13,5%	13,8%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
EBIT %	8,2%	10,1%	10,7%	10,9%	10,9%	10,6%	10,3%
EBIT	66.503	89.842	102.530	110.887	114.933	116.508	117.724
CAPEX	36.590	42.098	46.902	49.716	51.705	53.773	55.924

Bear	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Income growth	6,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBITDA %	11,0%	12,0%	12,3%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
EBIT %	7,1%	8,2%	8,6%	8,8%	8,7%	8,4%	8,0%
EBIT	52.998	64.299	69.205	73.009	74.872	74.164	73.071
CAPEX	31.103	33.126	34.923	35.971	37.050	38.161	39.306



Samanburðarfélög og kennitölur

Company	Country	M.Cap		YTD %	3M %	P/E	P/E '15	EV /	EV /	Net debt /
		m.EUR						EBITDA	EBIT	EBITDA
ABB LTD-REG	Sviss	41619	-8,0%	4,9%	20,8	15,7	9,8	13,0	0,3	
ALFA LAVAL AB	Svíþjóð	6.929	-7,3%	-4,5%	22,0	15,8	14,6	18,9	2,9	
ATLAS COPCO AB-B SHS	Svíþjóð	27.503	19,5%	4,3%	22,0	18,0	13,7	16,5	10	
JOHN BEAN TECHNOLOGIES CORP	USA	728	6,7%	9,0%	22,6	17,8	12,3	18,5	14	
FM C TECHNOLOGIES INC	USA	10.141	3,9%	-10,7%	19,7	16,1	10,7	13,0	0,7	
MIDDLEBY CORP	USA	4.226	15,6%	5,4%	27,5	22,9	16,8	19,1	14	
METTLER-TOLEDO INTERNATIONAL	USA	6.671	20,5%	8,0%	26,0	22,5	14,8	16,8	0,7	
SANDVIK AB	Svíþjóð	10.517	-14,4%	-10,4%	21,5	13,8	11,2	17,5	3,1	
KONE OYJ-B	Finland	18.460	7,4%	9,2%	24,5	20,6	14,7	15,9	-0,3	
BUCHER INDUSTRIES AG-REG	Sviss	2.066	-6,5%	-10,7%	12,4	12,1	8,6	11,2	0,6	
GEA GROUP AG	Þýskaland	7.105	-3,9%	3,6%	-	-	-	-	-	
KEY TECHNOLOGY INC	USA	65	-10,3%	-1,2%	-	71,4	-	-	-	
KRONES AG	Þýskaland	2.449	24,2%	10,5%	18,4	16,2	7,1	10,4	-0,7	
MANITOWOC COMPANY INC	USA	2.226	-11,9%	-27,6%	19,2	14,1	11,3	14,8	3,9	
RATIONAL AG	Þýskaland	2.889	5,4%	0,2%	27,0	25,1	-	17,3	-	
TOMRA SYSTEMS ASA	Noregur	839	-14,9%	-7,9%	17,8	12,9	10,5	15,4	17	
NICHIMCO LTD (FISHING)	Japan	50	-1,5%	9,4%	30,7	-	26,3	52,2	22,0	
SPX CORP	Bandaríkin	3.030	-7,3%	-11,1%	7,6	14,5	11,0	14,6	2,1	
Average			1,0%	-1,1%	21,2	20,6	12,9	17,8	2,7	
Median			-2,7%	1,9%	21,7	16,2	11,3	16,2	1,4	

Multiples	Valuation			Market		
	trailing Q3	2014	2015	trailing Q3	2014	2015
EV/EBITDA	14,7	12,3	9,5	14,0	11,8	9,1
EV/EBIT	31,2	22,8	14,0	29,7	21,7	13,4
P/E	55,1	33,5	17,3	51,8	31,5	16,3
Adjusted:						
EV/EBITDA	11,4	10,4	8,6	10,9	9,9	8,2
EV/EBIT	19,5	17,0	12,1	18,6	16,2	11,5
P/E	23,3	20,5	13,8	21,9	19,2	13,0

Heimild: Bloomberg, Marel, útreikningar Hagfræðideildar

Hluthafar

Hluthafi	Nafnverð	Hlutfall %	Uppsafnað %
Eyri Invest hf.	215.366.838	29,3%	29,3%
Lífeyrissjóður verslunarmanna	66.979.042	9,1%	38,4%
Grundtvig Invest ApS	61.560.494	8,4%	46,8%
Stefnir - ÍS 15	37.841.197	5,1%	51,9%
Gildi - lífeyrissjóður	32.517.979	4,4%	56,3%
Lífeyrissj. starfsm. rík. A-deild	23.814.000	3,2%	59,6%
Stafir lífeyrissjóður	20.512.255	2,8%	62,3%
Stapi lífeyrissjóður	19.763.347	2,7%	65,0%
Stefnir - ÍS 5	17.401.550	2,4%	67,4%
Sameinaði lífeyrissjóðurinn	15.389.443	2,1%	69,5%
Landsbréf - Úrvælsbréf	13.417.290	1,8%	71,3%
Festa - lífeyrissjóður	12.546.305	1,7%	73,0%
Lífeyrissj. starfsm. rík. B-deild	10.440.000	1,4%	74,4%
Íslandsjóðir - IS Hlutabréfasj	9.563.875	1,3%	75,7%
Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda	9.011.610	1,2%	77,0%
Marel hf.	6.957.850	0,9%	77,9%
MP banki hf.	6.293.778	0,9%	78,8%
Júpiter - Innlend hlutabréf	6.211.680	0,8%	79,6%
Landsbankinn hf.	6.007.292	0,8%	80,4%
Súsanna Sigurðardóttir	5.791.055	0,8%	81,2%
Samtals	597.386.880	81,2%	81,2%

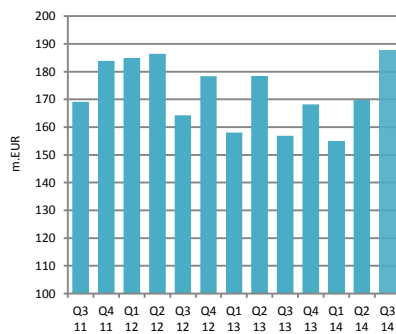
Heimild: Kauphöllin



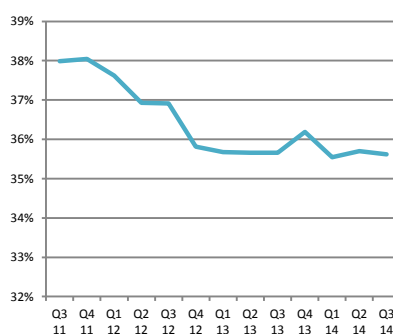
Fjárhagstöflur

Income statement ('000 EUR)	Q3 13	Q4 13	Q1 14	Q2 14	Q3 14	2012	2013	2014e	2015e
Operating income	156.896	168.182	154.757	169.848	187.931	713.960	661.536	707.045	791.890
Cost of goods sold	(97.437)	(108.202)	(101.190)	(110.939)	(117.954)	(458.273)	(422.113)	(453.596)	(502.850)
Gross profit	59.459	59.980	53.567	58.909	69.977	255.687	239.423	253.449	289.040
Operating expenses	(39.935)	(45.893)	(45.496)	(45.886)	(45.363)	(169.724)	(169.979)	(182.455)	(197.181)
EBITDA	19.524	14.087	8.071	13.023	24.614	85.963	69.444	70.994	91.859
Depreciation PPE	(2.274)	(2.234)	(2.170)	(2.216)	(2.237)	(9.945)	(9.270)	(8.919)	(9.005)
Amortisation intangible	(4.396)	(4.443)	(4.882)	(5.055)	(5.217)	(14.937)	(17.266)	(20.384)	(20.438)
EBIT	12.854	7.410	1.019	3.553	16.113	61.081	42.908	38.445	62.416
Financial items	(4.652)	(4.869)	(3.659)	(2.934)	(2.793)	(18.030)	(19.064)	(12.512)	(13.016)
EBT	8.202	2.541	(2.640)	619	13.320	43.051	23.844	25.934	49.400
Tax	(2.225)	1.160	769	147	(3.479)	(7.442)	(3.225)	(5.490)	(9.880)
Profit (loss) for the period	5.977	3.701	(1.871)	766	9.841	35.609	20.619	20.444	39.520
EPS (EUR cent)	8,1	5,0	(2,5)	1,0	13,4	48,7	28,1	27,9	53,8
EBITDA %	12,4%	8,4%	5,2%	7,7%	13,1%	12,0%	10,5%	10,0%	11,6%
EBIT %	8,2%	4,4%	0,7%	2,1%	8,6%	8,6%	6,5%	5,4%	7,9%
EBT %	5,2%	1,5%	-1,7%	0,4%	7,1%	6,0%	3,6%	3,7%	6,2%
Profit %	3,8%	2,2%	-1,2%	0,5%	5,2%	5,0%	3,1%	2,9%	5,0%
Tax %	27,1%	-45,7%	29,1%	-23,7%	26,1%	17,3%	13,5%	21,2%	20,0%
Operating income (YoY%)	-4,5%	-5,7%	-2,1%	-4,8%	19,8%	6,8%	-7,3%	6,9%	12,0%
EBITDA (YoY%)	-8,5%	-27,8%	-52,1%	-31,4%	26,1%	-1,2%	-19,2%	2,2%	29,4%
EBIT (YoY%)	-9,0%	-45,6%	-90,1%	-71,1%	25,4%	-1,7%	-29,8%	-10,4%	62,4%
Profit (YoY%)	-28,9%	-48,2%	-132,7%	-85,3%	64,6%	3,3%	-42,1%	-0,8%	93,3%
ROE (12m trailing)	5,9%	5,0%	3,1%	2,1%	3,0%	9,2%	5,0%	4,8%	8,7%
ROA (12m trailing)	2,8%	2,4%	1,5%	1,0%	1,5%	4,1%	2,4%	2,4%	4,3%
ROIC (12m trailing)	5,7%	5,0%	3,9%	2,9%	3,3%	7,0%	5,0%	4,6%	6,4%

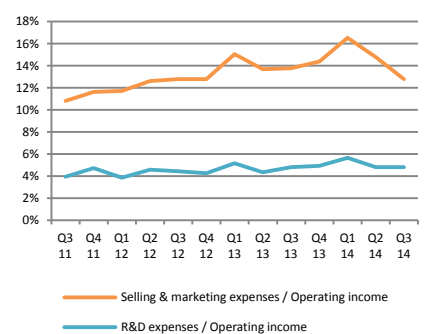
Income



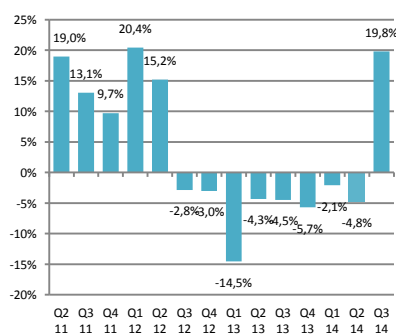
Gross profit % - 12m trailing



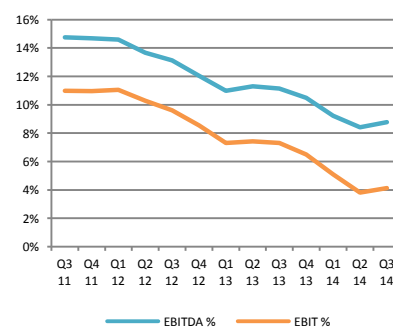
Expenses / Income %



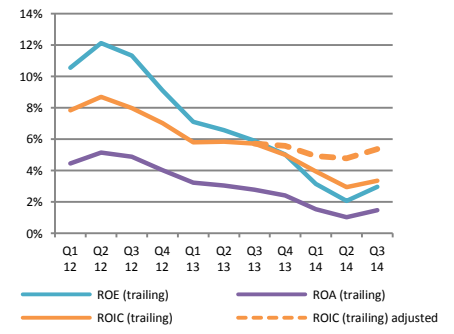
Income growth YoY %



EBITDA & EBIT % - 12m trailing



Return %

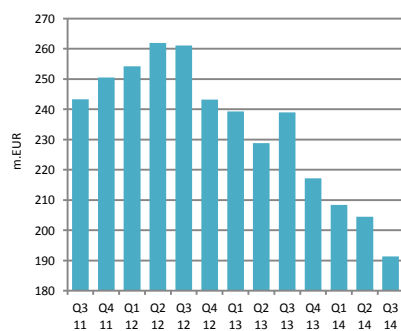


Heimild: Marel, útreikningar Hagfræðideildar

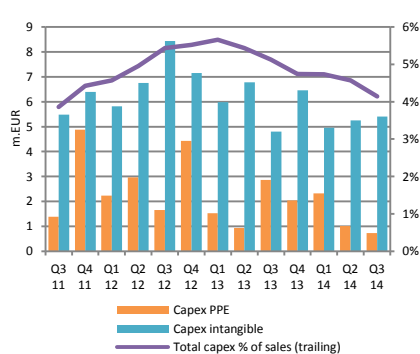


Balance sheet ('000 EUR)	Q3 13	Q4 13	Q1 14	Q2 14	Q3 14	2012	2013	2014e	2015e
Operating assets	105.244	104.707	104.823	99.172	97.705	108.034	104.707	97.354	95.476
Intangible assets & goodwill	496.175	497.269	497.495	504.406	507.014	492.763	497.269	508.009	515.287
Other non-current assets	9.826	10.302	11.121	10.960	9.400	10.572	10.302	9.400	9.400
Non-current assets	611.245	612.278	613.439	614.538	614.119	611.369	612.278	614.763	620.163
Inventories	98.775	91.796	93.068	96.680	95.870	99.178	91.796	97.254	108.925
Trade & other receivables	74.026	68.737	66.907	68.054	75.226	70.816	68.737	79.497	93.443
Other current assets	35.058	24.829	24.950	26.770	26.614	40.163	24.829	27.545	31.676
Cash and cash equivalents	14.583	19.793	19.429	17.362	25.839	15.945	19.793	36.361	65.771
Current assets	246.235	227.290	226.854	234.983	248.625	253.759	227.290	266.257	331.490
Total assets	857.480	839.568	840.293	849.521	862.744	865.128	839.568	881.020	951.653
Loans & borrowings	234.047	214.846	209.147	203.189	198.493	239.747	214.846	200.243	212.270
Tax liabilities	14.613	13.885	13.247	12.212	11.693	11.194	13.885	11.693	11.693
Other non-current liabilities	14.123	13.249	12.639	12.785	12.428	15.756	13.249	12.428	12.428
Non-current liabilities	262.783	241.980	235.033	228.186	222.614	266.697	241.980	224.364	236.391
Trade payables	107.004	105.662	114.134	121.961	119.944	125.417	105.662	122.202	138.581
Loans & borrowings	19.537	22.077	18.687	18.682	18.654	19.440	22.077	18.654	18.654
Other current liabilities	52.925	50.510	54.307	60.958	73.145	49.826	50.510	75.705	86.316
Current liabilities	179.466	178.249	187.128	201.601	211.743	194.683	178.249	216.561	243.551
Share capital	6.727	6.727	6.729	6.727	6.696	6.691	6.727	6.696	6.696
Share premium	317.235	317.294	317.072	316.975	314.742	317.178	317.294	314.742	314.742
Retained earnings & other equity	91.269	95.318	94.331	96.032	106.949	79.879	95.318	118.657	150.273
Total equity	415.231	419.339	418.132	419.734	428.387	403.748	419.339	440.095	471.711
Total equity & liabilities	857.480	839.568	840.293	849.521	862.744	865.128	839.568	881.020	951.653
CAPEX PPE	2.861	2.035	2.319	1.017	732	11.279	7.355	6.013	7.127
CAPEX Intangibles	4.799	6.457	4.952	5.255	5.406	28.153	24.029	21.837	27.716
Total / Income (12m trailing)	5,1%	4,7%	4,7%	4,6%	4,1%	5,5%	4,7%	3,9%	3,9%
Working capital	71.723	51.325	38.984	34.702	29.697	62.571	51.325	31.990	40.822
Working Capital / Income (12m trailing)	10,7%	7,8%	5,9%	5,3%	4,4%	8,8%	7,8%	4,5%	4,5%
Equity ratio	48,4%	49,9%	49,8%	49,4%	49,7%	46,7%	49,9%	50,0%	49,6%
Net interest-bearing liabilities	239.001	217.130	208.405	204.509	191.308	243.242	217.130	182.536	165.153
Capital employed	682.968	663.603	652.423	649.240	643.816	673.940	663.603	646.752	660.985

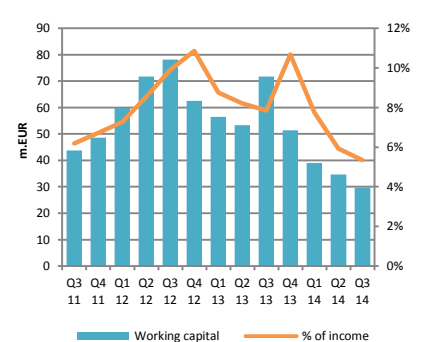
Net interest-bearing debt



Capital Expenditure



Working capital



Heimild: Marel, útreikningar Hagfræðideildar



Fyrirvari

Landsbankinn hf. (hér eftir “Landsbankinn”) er fjármálafyrirtæki sem starfar samkvæmt lögum nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki, og sækir starfsleyfi sitt til Fjármálaeftirlitsins. Fjármálaeftirlitið er lögbært yfirvald sem hefur eftirlit með starfsemi Landsbankans.

Hagfræðideild Landsbankans (hagfraedideild@landsbankinn.is) vann greiningu þessa í samræmi lög nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti, reglur nr. 1013/2007, um opinbera fjárfestingaráðgjöf, og reglugerð nr. 995/2007, um fjárfestavernd og víðskiptahætti fjármálafyrirtækja. Um er að ræða opinbera fjárfestingaráðgjöf sem telst vera fjárfestingarannsókn í skilningi reglugerðar nr. 995/2007.

Fyrirvari greiningar

Landsbankinn eða tengdir aðilar eru með engum hætti ábyrgir fyrir hvers konar tjóni eða tapi, af hvaða tagi sem er, beint eða óbeint, sem fjárfestar kunna að verða fyrir með því að notast við eða nýta sér með öðrum hætti greiningu þessa eða innihald hennar.

Þau sjónarmið sem koma fram í greiningu þessari byggja á opinberum upplýsingum þess tíma sem greiningin var unnin en Landsbankinn getur ekki ábyrgst áreiðanleika eða réttmæti upplýsinga frá þriðja aðila. Mat á þeim upplýsingum endurspeglar skoðanir Hagfræðideildar Landsbankans á þeim degi þegar greiningin er dagsett. Upplýsingar í greiningu þessari eru settar fram samkvæmt bestu vitund greinenda og geta því verið háðar breytingum, uppfærslu, lokaútgáfu eða endurútgáfu, sem allt getur haft áhrif á þær upplýsingar sem koma fram í greiningu þessari. Niðurstaða virðismats í greiningu þessari styðst m.a. við söguleg fjárhagsleg gögn sem og áætlanir sem ekki hafa verið sannreyndar af Landsbankanum. Útgefandi þeirra fjármálagerninga sem fjallað er um í greiningu þessari fékk ekki tækifæri til að gera athugasemdir við greininguna áður en hún var gefin út.

Greiningu þessari er ætlað að vera til upplýsingar og skal hvorki tekið sem tilboði um kaup eða sölu af hálfu Landsbankans. Engin trygging eða ábyrgð er veitt á því að nokkrar af þeim spám eða fyrirætlunum sem lýst kann að vera gangi eftir. Sérhver viðtakandi verður að framkvæma eigin athuganir og greiningar á þeim upplýsingum, rekstri eða eignum sem fram koma í greiningu þessari og þeirri starfsemi sem í henni er lýst. Sérhver yfirlýsing í greiningu þessari sem vísar til sérgreinds félags eða aðila eða aðilum tengdum þeim, áætlaðrar eða væntrar framtíðarafkomu eða framtíðarstarfsemi, er yfirlýsing um framtíðina sem byggir á núverandi upplýsingum, gögnum og áætlunum. Framtíðarspár og fyrirætlanir eru ávallt háðar ýmsum áhættum og óvissuþáttum sem gætu leitt til verulega breyttra niðurstaðna. Af þessum sökum er viðtakandi hvattur til að taka öllum framtíðarspám og fyrirætlunum með fyrirvara og þær skal á engan hátt skoða sem loforð um árangur í rekstri eða ávöxtun fjármuna af hálfu Landsbankans eða tengdra aðila.

Greining þessi felur ekki í sér persónulega fjárfestingarráðgjöf í skilningi laga nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti, af hálfu Landsbankans og hefur Landsbankinn ekki metið hvort kaup á viðkomandi fjármálagerningum sé viðeigandi fyrir viðtakanda. Viðtakendum er bent á að víðskipti með fjármálagerninga fela í sér áhættu. Viðtakendur eru því hvattir til að gera sjálfstæða könnun á þeim upplýsingum sem ákvörðun þeirra um fjárfestingu byggir á og leita óháðrar ráðgjafar þar um. Viðtakendum er sérstaklega bent á að kynna sér eigin réttarstöðu og leita óháðrar ráðgjafar varðandi fyrirhugaða fjárfestingu þ.m.t. er varðar skattaleg atriði sem kunna að snerta fjárfestinguna og/eða um það hvort gjaldeyrishöft snerti fyrirhugaða fjárfestingu að einhverju leyti.

Áhættulýsing vegna markaðsvíðskipta með fjármálagerninga er aðgengileg á vef Landsbankans, <http://www.landsbankinn.is/um-bankann/stjornarhaettir/reglur/mifid/>.

Hagsmunir og hagsmunaárekstrar

Til þess að koma í veg fyrir að hagsmunaárekstrar skaði hagsmuni víðskiptavina Landsbankans hefur Landsbankinn sett sér stefnu um hagsmunaárekstra. Útdrátt úr stefnu Landsbankans um hagsmunaárekstra má nálgast á vef Landsbankans, <http://www.landsbankinn.is/um-bankann/stjornarhaettir/reglur/mifid/>.

Eftirfarandi er listi yfir hagsmunatengsl og/eða aðstæður sem ætla má að gætu haft áhrif á hlutleysi Landsbankans eða starfsmanna við greiningu á útgefandanum:

Hagsmunatengsl / aðstæður:

Á Landsbankinn og tengdir lögaðilar yfir 5% hlut í útgefanda?

Á útgefandi yfir 1% hlut í Landsbankanum?

Situr starfsmaður Landsbankans í stjórn útgefanda?

Hefur Landsbankinn gert samning um víðskiptavakt með fjármálagerninga útgefanda?

Stundar Landsbankinn regluleg eigin víðskipti með hluti í útgefanda?

Hefur Landsbankinn stýrt, sölutryggt eða verið umsjónaraðili opinbers útboðs fyrir útgefanda sl. 12 mánuði?

Hefur Landsbankinn fengið þóknun frá útgefanda síðustu 12 mánuði vegna fjárfestingarjafar?

Er greining gerð að beiðni útgefanda?

Eiga starfsmenn sem komu að gerð greiningar, ásamt fjárhagslega tengdum aðilum, hagsmuna að gæta vegna eignarhalds á verðbréfum útgefanda, verðbréfum útgefanda í sömu atvinnugrein eða afleiðum tengdum þessum fjármálagerningum?

Svör:

Nei

Nei

Nei

Já

Já

Nei

Nei

Nei

Nei

Nei

Nei

Athugasemdir, ábendingar og/eða fyrirspurnir tengdar greiningunni sendist á netfangið: hagfraedideild@landsbankinn.is.