



**BÖRSGRUPPEN**  
LINKÖPINGS UNIVERSITET

---

*Rekommendation: ÖVERVIKTA*

*Riktkurs DCF: 105 kr*

*Riktkurs Multipelvärdering: 95 kr*

*Nyckelfaktorer:*

**Stark amerikansk marknad**

*- Den amerikanska lastbilsmarknaden är stark och bär med sig den europeiska.*

**Den organiska tillväxten**

*- De senaste åren har visat på organisk tillväxt högre än målen. En betydande faktor som kontinuerligt satsar kapital på produktutveckling och som ger upphov till hög potentiell tillväxt.*

**Ökad osäkerhet**

*- Egentligen två orosmoln. Hur stor effekt ska den framtida höjningen av den amerikanska styrräntan få på den aggregerade konsumtionen? Kina går knackigt och kan dra Indien med sig, två tillväxtregioner för Haldex försäljning.*

**Uppköp?**

*- fokuserad verksamhet som skulle passa väl in i större struktur.*

---

**Om Haldex**

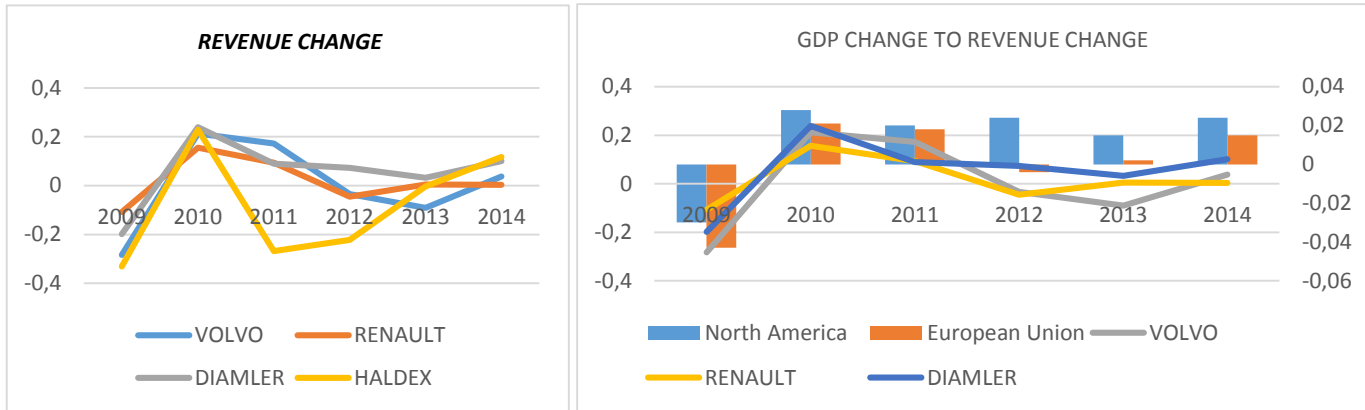
Haldex AB är ett svenskt verkstadsbolag som är verksamt världen över. Med över 100 års erfarenhet tillverkar Haldex bland de mer avancerade broms och luftfjädringssystemen för tunga fordon i världen. Produktportföljen består av två produktlinjer, *Foundation brake* och *Air Controls*, och gör Haldex till ett specialiserat företag.

Verksamheten är idag global och de största marknaderna är Amerika och Europa med Indien och Kina som tillväxtområden.

Företaget hade vid årsslutet 2014 2235 anställda i 18 länder samtidigt som omsättningen uppgick till 4,38 miljarder kronor.

Aktien "HLDX.ST" noterades 1989 och handlas idag på OMX Mid Cap.

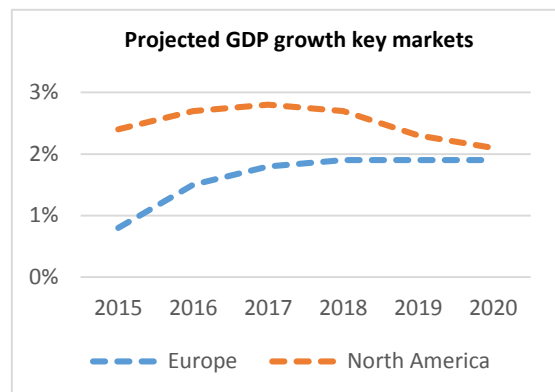
## Makropåverkan



Haldex befinner sig tidigt i konjunkturcykeln och är väldigt beroende utav BNP tillstånd. Detta på grund av den höga korrelationen till lastbilsmarknaden som också är en av Haldex största kunder.

En stark amerikansk marknad under 2015 har lett till ökad efterfrågan på transport och gjort Amerika till den klart största marknaden för Haldex med en försäljningsandel på 52 %.

Siffror från IMF visar starka prognoser gällande den amerikanska bruttonationalprodukten vilket är positivt för Haldex framtida tillväxt. Nyliga besked från den amerikanska centralbanken gällande att framtida räntehöjningar är att vänta tolkar vi som att den amerikanska ekonomin är på uppgång vilket även här gynnar Haldex tillväxt.



Hur mycket en räntehöjning kommer att stimulera den amerikanska ekonomin skapar dock orosmoln. Är den amerikanska konsumtionen på toppnivå eller är den uppgående trenden så stark att det inte kommer beröra transportmarknaden? De närmsta två åren anser vi att den amerikanska marknaden kommer fortsätta växa.

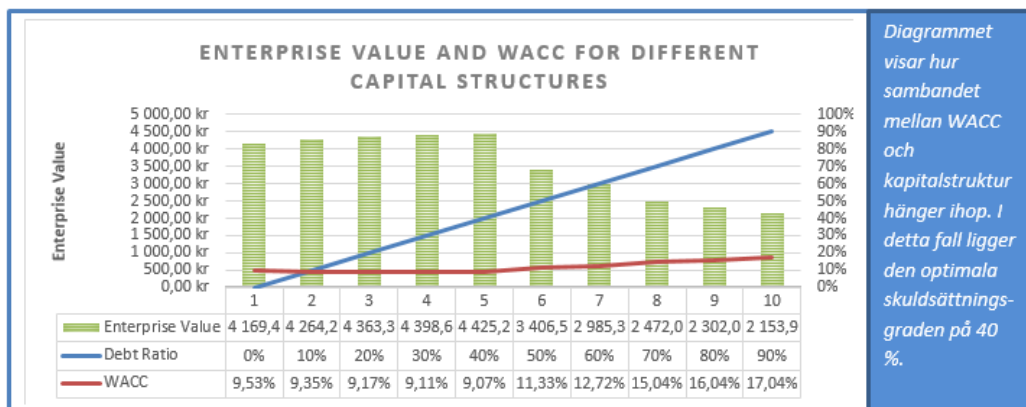
Den europeiska marknaden anser vi kommer bestå relativt stabil trots politisk oro i Ryssland och Ukraina.

## DCF- värdering

Kassaflödet					
År	2015	2016	2017	2018	2019
Omsättningen	4818	5203	5620	6013	6374
- rörelsekostnad	4264	4631	4917	5231	5545
- avskrivningar	193	208	169	180	191
EBIT	361	364	534	601	637
Skattesats	22%	22%	22%	22%	0
EBIT (1-skatt)	282	284	416	469	497
+ Avskrivningar	193	208	169	180	191
- Förändringar i AT	145	234	253	301	191
- Förändringar i RöK	88	77	83	79	72
= FCFF	242	181	249	270	425
DCF	218	147	183	180	259

En DCF värdering har genomförts där de ingående variablerna har prognosticerats fram till 2024. Det prognosticerade kassaflödet fram till 2019 finner ni i tabellen ovan (exklusive residualvärde).

Diskonteringsräntan som har använts för att skatta nuvärdet har bestämts genom företagets WACC.



Idag ligger andelen lån i finansieringen på ca 18 %. En siffra som sjunkit senaste år på grund av omstrukturering och försäljning av produktsortiment. Vi anser därför att denna siffra kommer stiga mot den optimala kvoten på ca 40 %.

Räknat på en riskpremie på 5,5 % och en riskfri ränta om 1 % blir riktkursen på ca 105 kronor. En känslighetsanalys visar dock på att värderingen är väldigt beroende på variablerna tillväxt, EBIT marginal och beta.

Tillväxten är prognosticerat utifrån BNP estimat och EBIT marginalen utifrån hur stordriftsfördelar uppstår mer och mer efter Haldex omstrukturingsprogram blir färdigt som startade 2011. Betat är uppskattat genom regression mot OMXSPI de senaste 48 månaderna. Regression mot längre tidsdata anser vi hade gett ett felaktigt mått då betat stigit mycket med åren.

## Multipelvärdering genom regression

	Current F12M	Median	Implied Return Median	Regression Value	R - squared	Regressi on	Implied Return	Implied Stock Price
P/E	12,4	15,27	16%	13,27	36%	7%	93,13 kr	
P/BOOK	2,59	1,975	-33%	2,41	99%	-7%	80,98 kr	
P/CF	7,86	12,535	10%	7,68	98%	-2%	85,05 kr	
EV/EBITDA	6,03	9,43	54%	6,56	81%	9%	94,66 kr	
EV/SALES	0,81	0,945	21%	0,89	98%	9%	95,20 kr	

En regressionskörning har gjorts för Haldex forwardmultiplar som tagits från Reutersestimat. Detta för att få en bättre bild över hur marknadens förväntning är överensstämmande med hur de drivande variablerna ser ut. De oberoende multiplarna längst till vänster i tabellen har körts mot de variablerna som har störst inverkan på respektive multipel. En presentation av dessa följer nedan:

*P/E – risk, tillväxt och kassaflöde*

*P/B – risk, tillväxt och ROE*

*P/CF – risk, tillväxt och ROA*

*EV/EBITDA – risk, tillväxt och ROA*

*EV/SALES – risk, tillväxt och ROA*

**ROE:** Estimerad räntabilitet på eget kapital för 2016

**ROA:** Estimerad räntabilitet på totalt kapital för 2016

**Risk:** Regresserat beta 48 månader mot OMXSPI

**Tillväxt:** förväntad tillväxt närmaste två åren (konsensus)

**Kassaflöde:** Estimerad Dividend Yield

Varför en regressionskörning har gjorts framför en vanlig relativvärdering är på grund av att vi saknar passande "Peers" för Haldex. Motsvariga konkurrenter saknas också.

Regressionen visar på att Haldex är svagt undervärderat i 3 av 5 multiplar. Värderingen kan därför ses som ett gott stöd till DCF värderingen.

### Slutsats

Haldex får rekommendationen "OVERWEIGHT" på grund av goda möjligheter men når inte upp till en köprekommendation på grund av osäkerhet i hur de allmänna makroläget kommer att utvecklas.

På lång sikt anser vi ändå att den starka organiska tillväxten tillsammans med ett potentiellt uppköp är en värd investering. Företaget ser vi som sunt med bra finanser och verksamt i en bransch med stigande efterfrågan i takt med att utvecklingsländer efterfrågar bättre teknik genom förbättrad infrastruktur.