



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 16 June 2021

Systemair

Starkt kvartal

Starka siffror i Q4

Systemair redovisar omsättning om 2 208 mkr (2 031 mkr) för Q4. Siffrorna för omsättningen var redan offentliga sedan den omvända vinstvarningen, och vid offentliggörandet överskreds våra estimat med ca 5%. Tillväxten var stark med organisk tillväxt om 17 %. EBIT uppgick till 173 mkr (56 mkr) och överskred våra estimat om 130 mkr.

Två insikter

Vi justerar intäcks- och lönsamhetsestimater för 2021-2023, se detaljer längre ned. Vi har även fördjupat oss i taxonomin, renovation wave och sektorvärderingar och drar två huvudsakliga slutsatser. 1. Bolag med högre taxonomiexponering har uppvärderats, trots vissa osäkerheter kring taxonomins betydelse. 2. De implicita tillväxtförväntningarna för Systemair för perioden 2025/26e-2030/31e är en omsättningstillväxt om CAGR 11 %.

Höjer motiverat värde

Vi höjer vårt motiverade värde till 265-270 kr (220-225 kr) mot bakgrund av stärkta EBIT-estimater för kommande två år, samt en förstärkt långsiktig tillväxtprofil, se nedan. Värderingen baseras på en DCF-modell och en multipelvärdering. Vi ser oförändrat låg risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning				
	Nu	Förr		20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	Motiverat värde	265.00 - 270.00				
EPS, just 21/22e	10.67	9.9	7.8%	Sales, m	8,519	9,020	9,562	10,040	Current price	315.00			
EPS, just 22/23e	11.87	10.7	10.9%	Sales Growth	(4.4)%	5.9%	6.0%	5.0%	Riskenivå	Low			
EPS, just 23/24e	12.79	12.79	0.0%	EBITDA, m	1,077	1,210	1,315	1,401	Kursutveckling 12 mån 				
Kommande händelser				EBIT, m	676.7	850.4	937.0	1,004.0					
				EPS, adj	7.81	10.67	11.87	12.79					
Q1 2021/22	2021-08-26		EPS Growth	6.4%	36.6%	11.2%	7.8%						
Q2 2021/22	2021-12-09		Equity/Share	64.0	70.4	77.6	85.2						
Q3 2021/22	2022-03-10		Dividend	3.00	4.00	4.00	4.00						
Bolagsfakta (mkr)				EBIT Marginal	7.9%	9.4%	9.8%	10.0%					
				Antal aktier	52.0m		EV/Sales	2.10x			1.99x	1.87x	1.78x
				Market cap	16,380		EV/EBITDA	16.6x			14.8x	13.6x	12.8x
				Nettoskuld	1,540		EV/EBIT	26.5x			21.1x	19.1x	17.8x
EV	17,920		P/E, adj	40.3x	29.5x	26.5x	24.6x						
Free Float	46.00%		P/Equity	4.9x	4.5x	4.1x	3.7x						
Avg. No. of Daily Traded Sh.	29.0(k)		Dividend yield	2.2%	3.0%	3.0%	3.0%						
Reuters/Bloomberg	SYSR.ST/SYSR SS		FCF yield	7.8%	3.3%	4.1%	5.4%						
			Net Debt/EBITDA	1.4g	1.2g	1.1g	0.9g	Analytiker					
								hjalmar.jernstrom@penser.se					



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 16 June 2021

Sammanfattning

Starkt kvartal

Investment Case

Systemair är ett marknadsledande ventilationsföretag med lång historik av organisk och förvärvsdriven tillväxt. Tematiskt drivs den underliggande tillväxten av urbanisering, digitalisering och hållbarhetskrav. Systemair uppskattar att man har ca 8 % av den europeiska HVAC-marknaden och 5 % av den globala marknaden. Den underliggande tillväxten i marknaden är ca 6 %, samtidigt som förvärv historiskt har bidragit till koncernens tillväxt.

Bolags profil

Systemair är en global aktör på HVAC-marknaden som tillverkar och säljer bland annat fläktar, ventilationsaggregat, luftkonditionering, luftridåer, värme produkter och produkter för luftdistribution. Strategiskt fokuserar Systemair på innovationsförmåga och tillgänglighet för bolagets produkter. Bolaget grundades 1974.

Värdering

Systemair handlas till EV/EBIT för 22/23e om 19x. Samtidigt handlas verkstadsindex (OMX Nordic Industrials) till 18,5x EV/EBIT för NTM. Bland gruppen jämförelsebolag är genomsnittlig EV/EBIT för NTM 17,4x (konsensus). Peer-gruppen redovisar starkare lönsamhet (genomsnitt EBIT-marg. 13 %). Tillväxten är dock lägre (genomsnittlig topline-tillväxt om 3 % för 2021e, konsensus). Vi driver tesen att värderingarna i sektorn reflekterar förväntningar på omsättningssiffror som börjar stärkas om 3-4 år, understödda av EU-investeringar - se värderingsavsnitt längre ned.

Vi bedömer att Systemair förtjänar en förhöjd multipel mot bakgrund av överlägsen andel intäkter som omfattas av taxonomin, trots osäkerheter kring taxonomins fulla inverkan för HVAC-branschen. EV/EBIT 18x för 2022/23e ger ett motiverat värde om 265-270 kr och låg risk. Värderingsspannet 265-270 kr underbyggs av en DCF. Vi har reviderat vår WACC och tillämpar en WACC om 7,5 %.

Motiverat värde

265 - 270 kr

Kvartalet i detalj

Omsättningen i fjärde kvartalet var 2 208 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 9 % och organisk tillväxt om 17 %. Starkt bidragande var tillväxten i Asien och Nordamerika, där Asien uppvisade starkast tillväxt. Jämförelsekvartalet för Asien var präglad av omfattande nedstängningar, vilket medförde att tillväxten y/y var 51 % för Mellanöstern, Afrika Asien och Australien tillsammans växte 52 %.

Bruttomarginalen i kvartalet var 36 %, rörelseresultat för kvartalet var 173 mkr (56 mkr). Justerad rörelsemarginal var 9,4 %, vilket är starkt. Systemair lyckas för helåret 20/21 bibehålla en organisk tillväxt om 2,1 %, men intäkterna backar helåret med 4,4 %. Valutamotvind med en förstärkt SEK förklarar tillbakagången.

Fördjupning: Taxonomin och renoveringsvågen

HVAC-marknaden i Europa domineras av Italien, Ryssland, Frankrike och Tyskland som tillsammans utgör 38 % av den europeiska marknaden. 80 % av Systemairs intäkter kommer från Europa och det är därmed den viktigaste marknaden. Marknadstillväxten i Europa drivs långsiktigt av bl.a. infrastruktursatsningar, bl.a. den EU-drivna renoveringsvågen, men även teknologisk utveckling (t.ex. IoT-kompabilitet). Samtidigt präglas marknaden av ökade regleringar (t.ex. EU-intiativ kring energikonsumtion). Även om potentialen för renoveringsvågen att inverka på bolag med exponering mot renovering, är det för tidigt att dra fullständiga slutsatser av effekterna av taxonomin.

Taxonomin

EU:s taxonomi är en plan för att uppnå ett klimatneutralt Europa. Planen har bland annat som syfte att hjälpa investerare identifiera och jämföra miljömässigt hållbara investeringar. Ambitionen är att 2030 minska utsläpp med 50-55% vid 2030 (från 2019). Taxonomiförordningen är ett regelverk som klassificerar verksamheter utifrån hållbarhetskriterier. Hållbarhetskriterierna relaterar till bl.a. klimat, vattenkonsumtion, föroreningar och biologisk mångfald. Regleringarna ser ut att ha betydande implikationer för renoveringsmarknaden i Europa.

Infrastruktursatsningar

En annan faktor som kraftigt kan påverka marknaden är *Renovation Wave*, en strategi framtagen av EU-kommissionen för att påskynda renoveringstakten i Europa. Den accelererande renoveringstakten som väntas prägla EU kommande år har varit känd ett tag. Vi driver fortsatt tesen att regleringar och de accelererade infrastruktursatsningarna i EU kommande år kraftigt kan stärka tillväxten och den adresserbara marknaden. 2020 lanserades *European Green Deal*, som är en handlingsplan för det övergripande målet att göra EU utsläppsneutralt 2050. Planen är uppdelad i flera fokusområden, med det övergripande gemensamma att EU ska bidra med underlätta, reglera och finansiera initiativ som bidrar till målen.

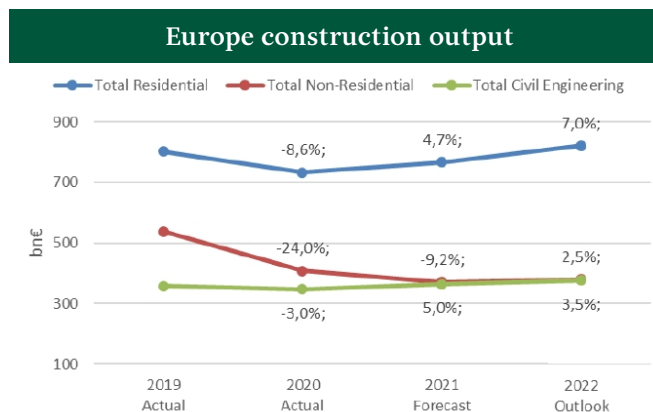
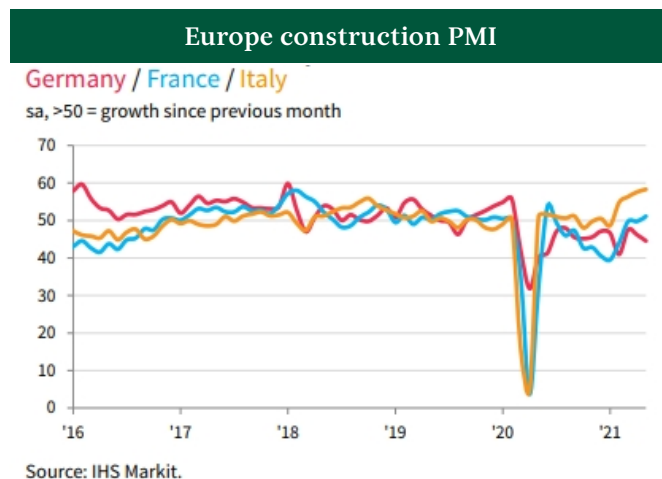
En del av detta mål är *A Renovation Wave for Europe – Greening our buildings, creating jobs, improving lives*, vanligt kallad *Renovation Wave*. Vid lanseringen var 35 % av Europeiska byggnader äldre än 50 år, och 75 % av byggnaderna är energiineffektiva - en energieffektiv byggnad är konstruerad för att medföra en signifikant minskning av energibehovet för uppvärmning och nedkylning. En konkret målsättning är att renoveringstakten av europeiska byggnader ska stiga från 1 % till 2 % årligen.

Fortsatt osäkerhet kring implikationerna

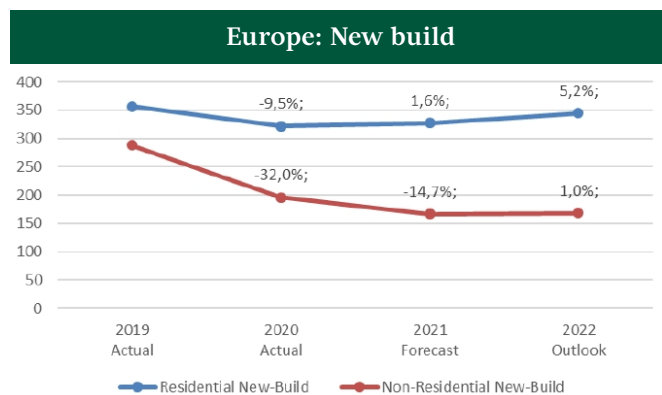
Trots att det finns uppskattningar kring hur bolag och marknad omfattas av taxonomin (*taxonomy eligible revenue* - se längre ned) finns det stora inslag av osäkerhet kring de konkreta effekterna av t.ex. taxonomin. För Systemairs del har ledningen kommunicerat att man ännu inte kan säga om taxonomin kommer att medföra högre tillväxt ("Det återstår att se"). (Lannebo Hållbarhetsrapport - hösten 2020).

Tillväxt och estimatjusteringar

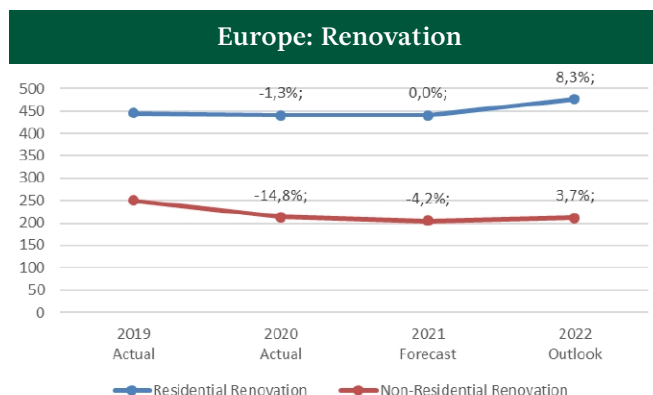
Kortsiktigt gynnas Systemairs tillväxt av en positiv byggkonjunktur, där Europeisk konjunktur är viktigast. Exponeringen fördelas i *residential* (bostadshus) och *non-residential* (kommersiella fastigheter). Vi ser redan indikationer på att renoveringsmarknaden ska växa under 2022. *Residential* förväntas redovisa starkast tillväxt 2022, både inom *new-build* och *renovation*. Grafen nedan visar även PMI för den europeiska byggsektorn, och indikerar att det kraftiga tappet under 2020 återhämtats samtidigt som Italien är på högre nivåer än innan pandemin. Tyskland är dock inte där ännu. Den samlade bilden är att Europa under 2021 kommer uppvisa en spretig bild där vissa länder går starkt samtidigt som andra fortsatt belastas av pandemin.



Källa: Euroconstruct, Systemair



Källa: Euroconstruct, Systemair



Källa: Euroconstruct, Systemair

Även om commercial-marknaden förväntas ha ett svagt 2021, är residential-marknaden motståndskraftig i år. PMI indikerar varierande utsikter för stora Europeiska marknader, men även att Frankrike och Italien inlett 2021 starkt. Mot bakgrund av utsikterna för marknadstillväxten höjer vi intäktestimat och EBIT för kommande år, se sammanfattning nedan. EBIT-förstärkningen kommer bland annat av justerade försäljningskostnader. Vi bedömer att bolaget kan upprätta en nivå som hållbart är lägre efter pandemin.

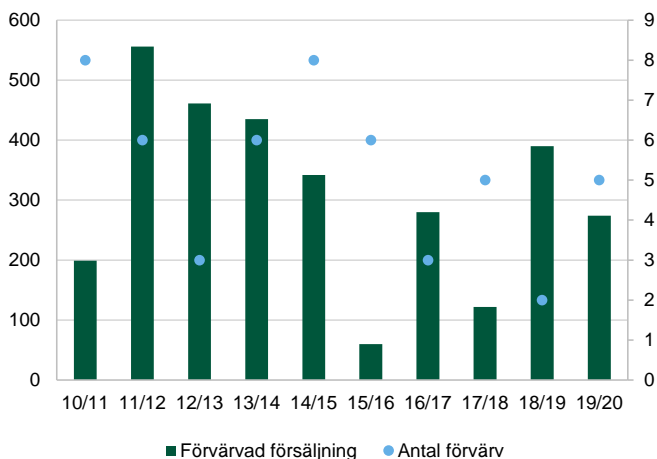
Nya estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	9 020	9 562	10 040
Tillväxt	6%	6%	5%
EBIT	850,0	937,0	1 004,0
Rörelsemarginal	9,4%	9,8%	10,0%
EPS	10,67	11,87	12,79

Tidigare estimat	21/22e	22/23e
Omsättning	8 836	9 277
Tillväxt	5%	5%
EBIT	796,0	854,7
Rörelsemarginal	7,5%	9,0%
EPS	9,90	10,70

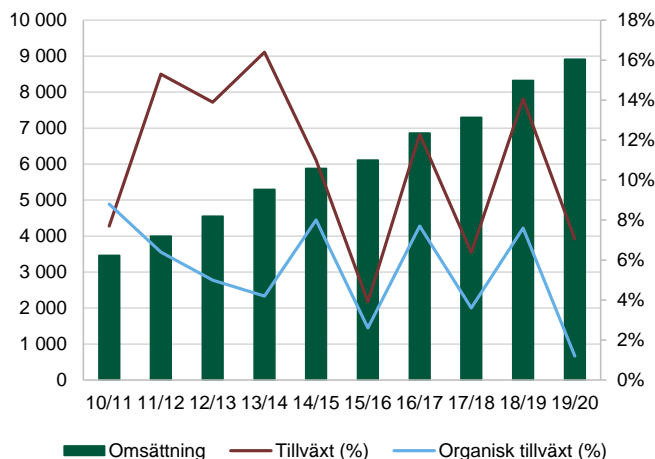
Förändring i %	21/22e	22/23e
Omsättning	2%	3%
EBIT	7%	10%
EPS	8%	11%

Vi driver tesen att Systemairs uppvärdering de senaste 24 månaderna bl.a. reflekterar långsiktiga tillväxtförväntningar som kommer av EU-investeringar, se längre ned. Förvärvsstrategin de senaste åren har varit att inte genomföra förvärv som gör för stora krav på omställning. Vi ser därmed inte att förvärv kommer att vara fullt lika bidragande till tillväxten kommande år, som de varit historiskt. Nedan återges den historiska förvärvstakten. Vi driver längre ned tesen att en implicit tillväxt om CAGR 11 % behövs för 2025/26e - 2031/32e, vilket i så fall sannolikt ställer starka krav på förvärv att bidra till tillväxt.

Historiska förvärvsnivåer (mkr)



Historisk tillväxt (mkr, %)



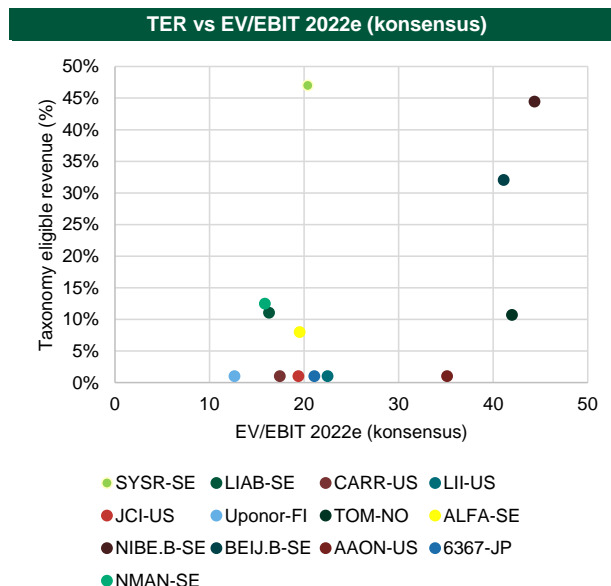
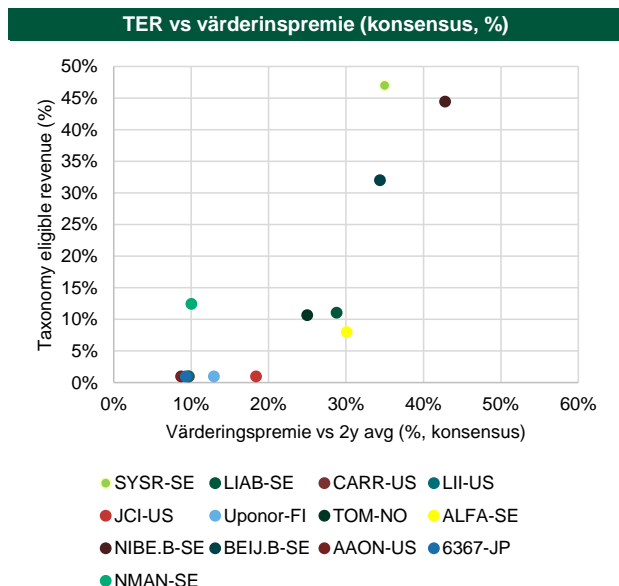
Värdering

Systemair handlas till en premie mot sin historiska framåtblickande värdering (EV/EBIT, NTM). Samtidigt förmedlas en tydlig bild där bolag med hög exponering mot taxonomin har stärkt sin värderingspremie de senaste 24 månaderna. Sambandet gäller primärt andra bolag som förväntas ha stark taxonomiexponering men som är i andra branscher. Även för bolag inom HVAC syns ett visst mönster, men osäkerheten är större inom sektorn beträffande vilka produkter som kan gynnas av taxonomin.

Taxonomy eligible revenue

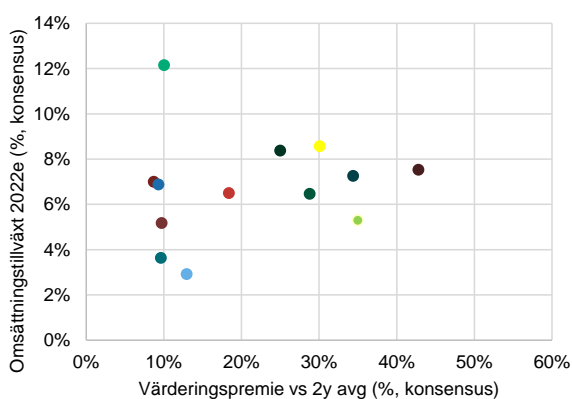
Taxonomy eligible revenue är ett nyckeltal som indikerar hur stor andel av ett bolags intäkter kan enligt externa bedömare påverkas av taxonomin. Nedan återges Taxonomy Eligible Revenue (TER, intäkter som täcks av taxonomin), i relation till värdering (EV/EBIT NTM) och värderingspremie (EV/EBIT mot historiskt snitt, konsensus). Vi jämför Systemair med de övriga HVAC-bolagen i vår jämförelsegrupp, men även mot andra bolag med taxonomi-exponering (ex. Tomra, Nibe, Beijer Ref.).

Systemair sticker ut med bedömda intäkter som till 47 % täcks av taxonomin (källa: Q3'20/21-rapporten). Värderingen har även avancerat från sitt tvåårsnitt med ca 34 %, och sticker därmed ut även sett till rådande premie. Den vänstra grafen nedan indikerar att en hög värderingspremie ges till bolag som har hög andel TER. Nederman och Lindab har TER om 12 % respektive 11 %, samt premier om 10 % respektive 28 %. Noterbart är att datan är externa bedömningar, och att de bolag som har 0% (på x-axeln) snarare kan tolkas som avsaknad eller ovisshet kring datan. Även ett samband mellan TER och EV/EBIT finns. Bland de bolag som sticker ut inom TER (Tomra, Nibe, Systemair) har Tomra och Nibe kraftigt högre multiplar, vilket delvis kan förklaras av en starkare rörelsemarginal (Tomra 13 %, Nibe 14 % 2020).



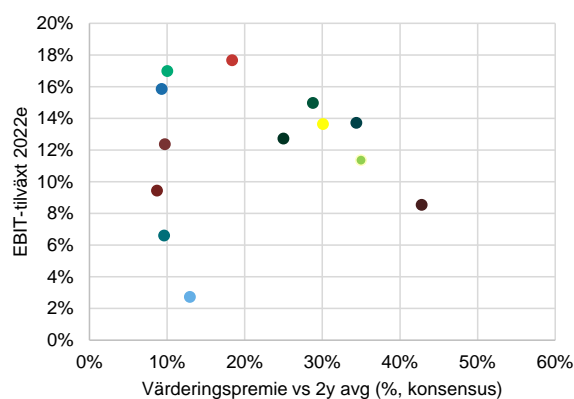
Samtidigt går det att notera att det inte finns något tydligt samband mellan värderingspremie och kortsiktiga tillväxtförväntningar. Graferna nedan illustrerar nuvarande värderingspremie mot tvåårsnittet (framåtblickande EV/EBIT) i relation till tillväxt. Systemair sticker ut sett till värderingspremie, men har tillväxtestimat i mitten av spannet, eller endast marginellt bättre än övriga HVAC-bolag. Detta kan indikera att värderingspremien inte fullt återspeglas i kortsiktiga tillväxtförväntningar, varken för EBIT eller omsättning. Sannolikt ligger därmed förväntningarna i tillväxt bortom en tvåårshorisont, vilket är rimligt eftersom taxonomins effekter än så länge behöver ytterligare klargöras, och det kan dröja innan effekter av t.ex. renovation wave ger konkreta effekter på bolagens intjäning.

Värderingspremie vs tillväxt 2022e (konsensus, %)



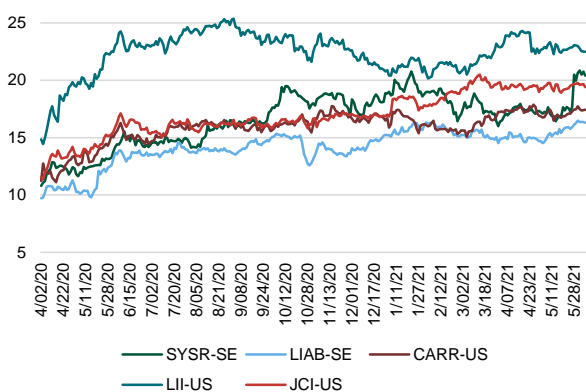
- SYSR-SE ● LIAB-SE ● CARR-US ● LII-US
- JCI-US ● Uponor-FI ● TOM-NO ● ALFA-SE
- NIBE.B-SE ● BEIJ.B-SE ● AAON-US ● 6367-JP
- NMAN-SE

Värderingspremie vs EBIT-tillväxt 2022e (konsensus, %)



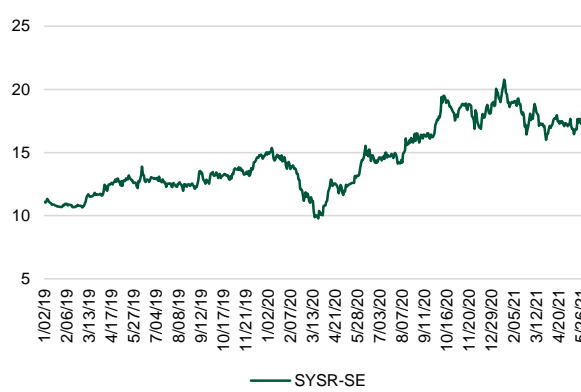
- SYSR-SE ● LIAB-SE ● CARR-US ● LII-US
- JCI-US ● Uponor-FI ● TOM-NO ● ALFA-SE
- NIBE.B-SE ● BEIJ.B-SE ● AAON-US ● 6367-JP
- NMAN-SE

EV/EBIT NTM (x, konsensus)



- SYSR-SE — LIAB-SE — CARR-US
- LII-US — JCI-US

EV/EBIT NTM (x, konsensus)



- SYSR-SE

Vår samlade bedömning är att den långsiktiga tillväxten blir avgörande för värderingen för både Systemair, HVAC-sektorn samt andra bolag som potentiellt gynnas av taxonomi, men att de bolag där tillgängliga prognoser finns har genomlevt en uppvärdering. Mot bakgrund av en stor exponering mot taxonomi, och potentiellt förstärkt omsättning, förtjänar Systemair en förstärkt värdering genom en högre värderingsmultipl. Vi bedömer dock fortsatt att det på nuvarande kursnivåer är inprisat en tillväxt som kommer vara svår att uppnå, i synnerhet givet ett begränsat tillskott från förvärv. Vid en multipl om 18x motiveras ett värde om 265 - 270 kr. Vår DCF uppdateras med något

förstärkta tillväxtsiffror bortom vår explicita prognosperiod, vilket medför att DCF-modellen fortsatt indikerar ett värde i linje med multipelvärderingen.

Implicit tillväxt

Graferna ovan visar inget klart samband mellan värderingspremie och tillväxtförväntningarn 2022. Detta indikerar att tillväxt under kommande 2 år inte nödvändigtvis premieras genom en värderingspremie. För att få en indikation om tillväxtförväntningarna bortom vår prognoserperiod räknar vi ut vilka implicita tillväxtförväntningar som återspeglas i värderingen av Systemair. Vi baklängesberäknar därmed den tillväxt i omsättning som krävs för att motivera en kurs om 320 kr. Våra estimat genererar implicita tillväxtförväntningar om CAGR 11 % för perioden 2025/26e - 2031/32e. Övriga antaganden i DCF-modellen återges nedan:

Antaganden	
WACC	10%
Long-term EBIT (%)	10%
Perpetual growth (%)	2%
WC to sales	22%
Capex to sales	3%

Resultaträkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoomsättning	6 864	7 301	8 327	8 915	8 519	9 020	9 562	10 040
Övriga intäkter								
Kostnad sålda varor	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-5 828	-6 186	-6 476
Bruttovinst	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 192	3 375	3 564
Övriga rörelseintäkter	120	117	170	170	196	192	191	201
Försäljningskostnader	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 861	-1 916	-2 008	-2 108
Administrationskostnader	-365	-361	-389	-424	-428	-417	-430	-452
Övriga kostnader	-129	-168	-154	-214	-190	-200	-191	-201
Rörelseresultat (EBITDA)	626	554	762	985	1 077	1 210	1 315	1 401
Avskrivningar	-187	-204	-233	-358	-400	-360	-378	-397
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	439	349	528	627	677	850	937	1 004
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	439	349	528	627	677	850	937	1 004
Finanssella intäkter	3,2	4,3	2,9	0,0	0,0	0,0	0	0
Finansiella kostnader	-29	-17	-73	-82	-113	-80	-80	-80
Resultat före skatt	410	333	458	545	564	770	857	924
Skatter	-116	-103	-137	-158	-153	-216	-240	-259
Minoritetsintressen								
Nettoresultat Rapporterat	294	231	321	385	411	555	617	665
Nettoresultat (just)	294	231	321	385	411	555	617	665

Balansräkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
TILLGÅNGAR								
<i>Immateriella anläggningstillgångar</i>								
Goodwill	691	759	847	820	736	736	736	736
Övriga immateriella anläggningstillgångar	193	217	265	248	211	211	211	211
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>								
Byggnader och mark	1 413	1 722	1 769	1 988	2 118	2 258	2 380	2 483
Övriga anläggningstillgångar	201	240	268	255	238	238	238	238
Summa anläggningstillgångar	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 442	3 564	3 667
Varulager	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	1 533	1 625	1 707
Kundfordringar	1 252	1 462	1 685	1 840	1 898	1 984	2 104	2 209
Likvida medel	242	213	250	378	319	328	366	475
Summa omsättningstillgångar	2 863	3 245	3 662	3 789	3 654	3 846	4 095	4 391
SUMMA TILLGÅNGAR	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	7 288	7 659	8 058
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 663	4 033	4 432
Minoritetsintressen								
Summa Eget Kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 663	4 033	4 432
Långfristiga finansiella skulder	319	691	1 070	1 120	1 052	1 052	1 052	1 052
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	259	276	289	272	260	260	260	260
Summa Långfristiga skulder	578	966	1 359	1 392	1 311	1 311	1 311	1 311
Kortfristiga finansiella skulder	1 236	1 283	1 176	1 154	736	736	736	736
Övriga Kortfristiga skulder	236	240	301	1 470	1 578	1 578	1 578	1 578
Upplupna kostnader	273	318	304	0	0	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	2 402	2 599	2 613	2 624	2 314	2 314	2 314	2 314
Summa skulder	2 980	3 566	3 972	4 015	3 625	3 625	3 625	3 625
Summa Eget Kapital och skulder	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	7 288	7 659	8 058

Kassaflödesanalys

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoresultat Rapporterat	294	230	321	385	411	555	617	665
Icke kassaflödespåverkande poster	152	169	215	349	392	360	378	397
Förändringar i rörelsekapital	18	-174	-150	57	136	-183	-211	-186
Kassaflöde från den operationella verksamheten	465	224	386	844	994	731	784	876
Finansiella nettokostnader	-22	-24	-32	-38	-28	-80	-80	-80
Betald skatt	-69	-64	-91	-150	-183	-216	-240	-259
Investeringar	-281	-482	-515	-235	-448	-500	-500	-500
Avyttringar								
Fritt Kassaflöde	183	-258	-129	609	546	231	284	376
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-281	-482	-515	-235	-448	-500	-500	-500
Utdelningar	-104	-87	-104	-104	0	-222	-247	-266
Nyemission/återköp								
Amortering	-290	-242	-360	-350	-392	-360	-378	-397
Lånefinansiering och övriga justeringar	259	564	626	-111	-166	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-135	219	162	-461	-557	-222	-247	-266
Kassaflöde	49	-39	33	148	-12	9	37	110
Nettoskuld (just)	1314	1761	1996	1896	1540	1459	1421	1312

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se