



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 13 July 2021

ITAB Shop Concept

Stabilt kvartal givet förutsättningarna

Q2

ITAB:s omsättning under Q2'21 var 1 488 mkr (1 142 mkr i Q2'20) och EBITDA exkl engångsposter 144 mkr (128 mkr), vilket gav en marginal på 9,7 % (11,2 %). Bolaget har tidigare kommunicerat att de ovanligt höga råvarupriserna och den rådande komponentbristen kommer att påverka bolaget negativt på kort sikt. Rapporten för det andra kvartalet 2021 överträffade våra estimat för såväl omsättning som resultat och bruttomarginal.

De kortsiktiga utmaningarna

Vi har tidigare justerat ned våra estimat för 2021 pga utmaningarna beskrivna ovan. Vår justering för Q2 visade sig vara för stor och med Q2-rapporten som utgångspunkt höjer vi omsättningsestimaten för Q3 med 100 mkr. Samtidigt bedömer vi nu att utmaningarna kommer att bestå under en längre period, en bit in i 2022. Vi sänker därmed våra estimat för Q4'21 och Q1'22 med 100 mkr i omsättning per kvartal.

Motiverat värde intakt

Sammantaget påverkar inte de marginella estimatförändringarna vårt motiverade värde. Vi bedömer att ITAB är på rätt väg i sin transformation mot ett mer enhetligt och lönsamt bolag. Aktiekursen är 17,7 kr jämfört med vårt motiverade värde om 25,5–26,5 kr. Vi ser ett värdecase i ITAB och bedömer att bolaget bör ha en god fundamental utveckling de närmaste åren.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20e	21e	22e	23e	Motiverat värde
EPS, just 21e	0.86	0.86	0.0%	Sales,m	5,323	5,822	6,188	6,412	25.50 - 26.50
EPS, just 22e	1.33	1.33	0.0%	Sales Growth	(12.2)%	9.4%	6.3%	3.6%	Current price
EPS, just 23e	1.94	1.94	0.0%	EBITDA, m	376	453	625	806	SEK18.14
				EBIT, m	112.0	201.4	368.4	589.4	Riskenivå
				EPS, adj	0.00	0.86	1.33	1.94	Medium
				EPS Growth	(100.0)%	NM%	53.6%	46.3%	
				Equity/Share	7.4	12.0	12.8	14.4	
				Dividend	0.00	0.30	0.40	0.60	
				EBIT Marginal	2.1%	3.5%	6.0%	9.2%	
				ROE (%)	(1.3)%	4.8%	9.3%	14.3%	
				ROCE	3.4%	5.5%	7.9%	12.0%	
				EV/Sales	0.91x	0.83x	0.78x	0.75x	
				EV/EBITDA	12.9x	10.7x	7.7x	6.0x	
				EV/EBIT	43.2x	24.0x	13.1x	8.2x	
				P/E, adj	--x	21.0x	13.7x	9.3x	
				P/Equity	2.5x	1.5x	1.4x	1.3x	
				Dividend yield	0.0%	1.7%	2.2%	3.3%	
				FCF yield	34.5%	(0.5)%	5.9%	9.7%	
				Net Debt/EBITDA	4.7g	2.1g	0.9g	0.3g	

Kommande händelser

Delårsrapport Q3 2021 2021-10-29

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier 218.1m
 Market cap 3,956
 Nettoskuld 878
 EV 4,834
 Avg. No. of Daily Traded Sh. 276.2(k)
 Reuters/Bloomberg ITABb.ST / ITABB.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

magnus.skog@penser.se



Sammanfattning

Stabilt kvartal givet förutsättningarna

Investment Case

ITAB är en av Europas ledande leverantörer av butiksinredning med knappt 60% av försäljningen till dagligvaruhandeln. Bolaget är mitt uppe i en transformation som syftar till att skapa en mer snabbfotad organisation med kapacitet att leverera större värde till kunderna och högre marginaler till aktieägarna. En nyligen genomförd rekapitalisering har gett ITAB finansiella muskler att såväl slutföra transformationen som att återuppta utdelning och driva tillväxt genom förvärv.

Ledare på fragmenterad marknad med stora konsolideringsmöjligheter

Marknaden för butiksinredning är mycket fragmenterad, med uppskattningsvis tusentals leverantörer inom en rad olika nischer. ITAB:s marknadsandel i Europa beräknas vara högt ensiffrig, vilket kan jämföras med dagligvaruhandels största aktörer som har över 20% lokal marknadsandel i många länder. I takt med att detaljhandelsmarknaden förändras räknar vi med att butiksinredningsleverantörerna kommer behöva erbjuda mer kvalificerade tjänster, vilket i sin tur förväntas driva en konsolidering, något som ITAB med sin ledande ställning har ett mycket bra utgångsläge att delta i.

Stabil underliggande efterfrågan från dagligvarumarknaden

Dagligvarumarknaden i Europa har historiskt vuxit med 1% reallt över tid och marknadens aktörer uppvisar låg slagighet avseende tillväxt och marginaler, vilket skapar god visibilitet avseende den underliggande efterfrågan på ITAB:s produkter. Marknadens aktörer efterfrågar i allt större utsträckning produkter som ökar effektiviteten i butiken – t.ex. självutcheckningssystem – och vi tror också att den ökande andelen e-handel inom sektorn kommer leda till ett behov av att koppla upp och koppla samman en butiks olika delar, vilket representerar nya affärsmöjligheter för ITAB.

Åtgärdsprogram kommer ge ett mer lönsamt bolag

I slutet av 2019 lanserades transformationsplanen One ITAB som syftar till att höja ITAB:s lönsamhet till 2022. Programmet omfattar bl.a. realisering av synergier, kostnadseffektiviseringar samt förändringar av produktionsorganisationen. Vi räknar med att rörelsemarginalen kommer fördubblas mellan 2021 och 2025 och då nå knappt 10%, som en direkt konsekvens av åtgärdsprogrammet.

Stärkt finansiell ställning öppnar för förvärv och återupptagen utdelning framöver

Efter rekapitaliseringen som blev klar under mars 2021 kommer ITAB ha en nettoskuld som är ~1,5 mdkr lägre än vid utgången av 2019, vilket öppnar för att återuppta utdelningen men också genomföra förvärv och därigenom driva tillväxt.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde per aktie på 25,5–26,5 kr, där värderingen utgår från en kassaflödesvärdering i kombination med en relativvärdering. Ytterligare potential kan finnas om bolaget genomför värdeskapande förvärv. Risknivån bedömer vi som medelhög, beroende på osäkerhet kring tillväxten givet detaljhandelsmarknadens förändring, i kombination med att transformationsprogrammets fulla effekter återstår att realisera.

Kvartalet i detalj

Omsättningstillväxten i Q2 y/y uppgick till 30 %. Valutajusterat var tillväxten 34 % varav 22 % organiskt och 13 % genom förvärvet av Cefla. Värt att notera är att jämförelsetalen y/y var väldigt låga då pandemin hade starkast påverkan för ITAB under Q2 förra året. Tillväxten i Q2'21 var starkast i södra Europa som hade hårda restriktioner Q2'20.

Affärssegmentet Fashion fortsätter att utvecklas klart sämre än övriga affärsområden. Sektorn har dock minskat i omfattning till endast 5 % av ITAB:s försäljning. Vi ser därför inte Fashion-segmentets utveckling som en signifikant drivkraft bakom ITAB:s fundamentala utveckling framöver. Dagligvaruhandeln fortsätter att driva tillväxten och uppgår idag till ca 60 % av försäljningen.

Bruttomarginalen var det område som överraskade oss mest positivt. Vi räknade med att högre råvarupriser skulle sänka bruttomarginalen till 24 %, medan utfallet blev 27 %. Att marginalen var god trots utmaningarna bådär gott inför framtiden då vi räknar med att råvarupriserna sjunker framöver.

ITAB:s transformationsprogram resulterade i engångskostnader motsvarande 43 mkr. Hittills har ITAB spenderat 203 mkr på omstruktureringen, jämfört med de uppskattade totala kostnaderna om 275–325 mkr. Vi estimerar därmed att bolaget bör ligga i fas för att bli klara i mitten av 2022 och att de resterande omstruktureringskostnaderna uppgår till ca 100 mkr.

Råvarupriser och komponentbrist

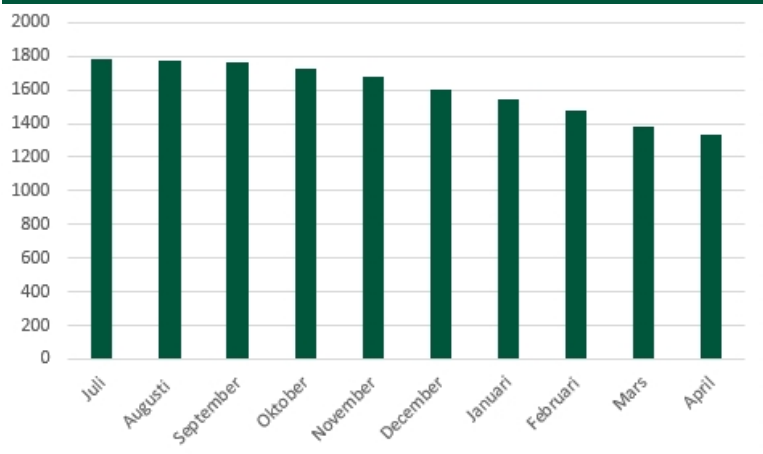
ITAB upplever tillfälliga utmaningar och vi bedömer att de primära faktorerna är högre råvarupriser, ökade fraktkostnader samt komponentbrist. Sammantaget ser vi alla effekter som tillfälliga.

Gällande råvarupriser har priserna för ITAB:s insatsvara stål ökat markant det senaste året. Grafen nedan illustrerar stålprisets ökning från USD 500 per ton under 2020 till över USD 1700 per ton idag.



För framtida försäljningskontrakt räknar dock marknaden med att priset kommer sjunka, vilket ses nedan. Analytikerkonsensus är att priset kommer fortsätta att sjunka efter år 2022. Situationen ser således ut att bli bättre under 2021 och framåt.

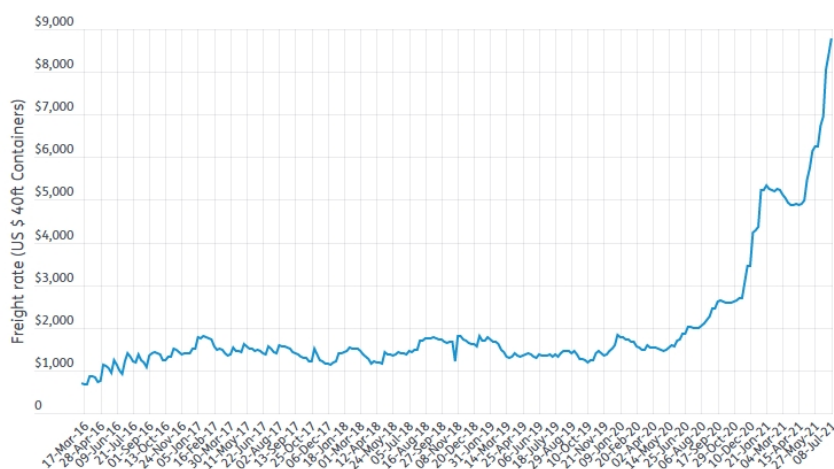
Terminskontrakt stålpris USD per ton



Komponentbristen gäller till stor del halvledarbrist till elektronikprodukter. Hur länge den består är svårare att beräkna men kontraktstillverkaren Flex tror exempelvis att brist kan råda in i 2022. Globalt pågår en utbyggnad av produktionskapaciteten och vi räknar med att situationen kommer återgå till ett normalläge under 2022.

Återöppnandet av samhällen efter covid-19 har även skapat ett exceptionellt tryck inom containertransport, vilket ses i prisgrafnen nedan. Bedömare indikerar att problemen kommer kvarstå åtminstone in i Q4 i år.

Globalt index fraktkostnad containers USD



40-foot containers

Vi räknar med att utmaningarna för råvaror, fraktkostnader och komponentbrist kommer bestå under resten av 2021. Tidigare hade vi räknat med att effekterna skulle vara mer påtagliga än de visade sig vara under Q2, men att de i stora drag skulle vara över om några månader. Nu räknar vi med en lägre effekt i Q3, men att utmaningarna kvartstår in i början av 2022. Vi ändrar därför våra estimat enligt nedan. För Q3'20 ökar vi den estimerade omsättningen med 100 mkr, medan Q4'20 och Q1'21 sänks med 100 mkr för respektive kvartal.

Estimatförändringar ITAB

Old estimates 2021e 2022e 2023e 2024e

Revenue	5822	6288	6414	6542
EBITDA	454	642	802	856

New estimates 2021e 2022e 2023e 2024e

Revenue	5822	6188	6412	6540
EBITDA	453	625	806	860

Difference 2021e 2022e 2023e 2024e

Revenue	0%	-2%	0%	0%
EBITDA	0%	-3%	0%	0%

Transformationen ITAB genomgår bedömer vi fortfarande kommer att resultera i ett EBITDA över 800 mkr år 2023. Våra långsiktiga estimat ändras inte av dessa kortsiktiga utmaningar.

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	5 417	6 381	6 031	6 064	5 323	5 822	6 188	6 412	6 540	6 671
Kostnad sålda varor	-3 923	-4 552	-4 423	-4 441	-3 906	-4 300	-4 504	-4 556	-4 614	-4 707
Bruttovinst	1 494	1 829	1 608	1 623	1 417	1 522	1 683	1 856	1 925	1 964
Försäljningskostnader	-861	-1 071	-1 140	-1 183	-1 015	-1 018	-1 052	-1 026	-1 033	-1 054
Administrationskostnader	-255	-305	-294	-286	-285	-287	-278	-256	-262	-267
Övriga rörelseintäkter	33	75	91	121	24	0	31	32	33	33
Övriga rörelsekostnader	-40	-28	-35	-18	-29	-16	-15	-16	-16	-17
EBIT (justerad)	375	451	180	171	112	295	418	589	647	660
Jämförelsestörande poster	-4	49	50	86	0	-94	-50	0	0	0
EBIT	371	500	230	257	112	201	368	589	647	660
Finansiella intäkter	28	3	6	7	5	10	9	14	17	20
Finansiella kostnader	-38	-71	-79	-90	-117	-73	-49	-50	-50	-51
Resultat före skatt	361	432	157	174	0	138	328	553	614	629
Skatter	-101	-103	-60	-54	-22	-35	-74	-125	-139	-142
Minoritetsintressen	-19	-10	-7	0	1	-2	-3	-4	-5	-5
Nettoresultat (rapporterat)	241	319	90	120	-21	101	251	424	470	482
Nettoresultat (justerat)	244	283	61	61	0	170	290	424	470	482

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	1 436	1 576	1 634	1 669	1 599	1 637	1 637	1 637	1 637	1 637
Övriga immateriella tillgångar	161	176	173	168	144	133	129	127	125	125
Materiella anläggningstillgångar	865	945	939	1 606	1 367	1 405	1 172	1 152	1 195	1 236
Räntebärande anläggningstillgångar	107	113	109	115	107	118	118	118	118	118
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	15	12	11	11	11	11	11
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	2 569	2 810	2 855	3 573	3 229	3 304	3 067	3 045	3 086	3 126
Varulager	1 036	1 174	1 019	926	698	826	892	910	928	947
Kundfordringar	1 100	1 154	945	876	755	1 081	1 081	1 102	1 124	1 147
Övriga omsättningstillgångar	206	234	274	219	145	0	0	0	0	0
Likvida medel	404	285	271	302	692	916	1 306	1 660	1 953	2 248
Summa omsättningstillgångar	2 746	2 847	2 509	2 323	2 290	2 742	3 279	3 672	4 005	4 342
SUMMA TILLGÅNGAR	5 315	5 657	5 364	5 896	5 519	6 046	6 346	6 717	7 092	7 468
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	1 512	1 664	1 598	1 748	1 607	2 608	2 794	3 131	3 470	3 811
Minoritetsintressen	122	120	128	128	118	138	141	145	150	155
Summa eget kapital	1 634	1 784	1 726	1 876	1 725	2 746	2 935	3 276	3 620	3 966
Långfristiga finansiella skulder	1 019	1 487	1 645	1 297	697	1 215	1 215	1 215	1 215	1 215
Pensionsavsättningar	32	32	38	40	29	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	77	72	54	48	41	44	44	44	44	44
Övriga långfristiga skulder	217	39	29	652	557	656	656	656	656	656
Summa långfristiga skulder	1 345	1 630	1 766	2 037	1 324	1 915	1 915	1 915	1 915	1 915
Kortfristiga finansiella skulder	1 119	928	724	751	1 088	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	641	676	619	627	621	0	0	0	0	0
Skatteskulder	68	51	40	19	43	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	508	588	489	586	718	1 385	1 496	1 526	1 557	1 588
Summa kortfristiga skulder	2 336	2 243	1 872	1 983	2 470	1 385	1 496	1 526	1 557	1 588
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	5 315	5 657	5 364	5 896	5 519	6 046	6 346	6 717	7 092	7 468

Kassaflöde

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoresultat (rapporterat)	241	319	90	120	-21	101	251	424	470	482
Icke kassaflödespåverkande poster	137	24	73	165	438	276	259	221	218	225
Förändringar i rörelsekapital	18	-153	337	193	394	-184	-35	-10	-10	-10
Kassaflöde från den operationella verksamheten	396	190	500	478	811	193	475	636	679	697
Investeringar	-192	-213	-152	-289	-167	-209	-241	-250	-255	-260
Avyttringar	10	19	52	174	0	0	221	55	0	0
Fritt kassaflöde	214	-4	400	363	644	-17	456	441	424	437
Utdelningar	-170	-179	-179	0	0	0	-65	-87	-131	-142
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	734	0	0	0	0
Förvärv	-737	-101	-142	24	0	-23	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	823	182	-101	-364	-221	-501	0	0	0	0
Kassaflöde	130	-102	-22	23	423	193	390	354	293	296
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (ex IFRS 16)	1 755	2 162	2 133	1 786	1 121	299	-91	-445	-738	-1 033
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	1 755	2 162	2 142	2 549	1 777	955	565	211	-82	-377

Nyckeltal

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättningstillväxt	4%	18%	-5%	1%	-12%	9%	6%	4%	2%	2%
EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16)	-26%	20%	-60%	-13%	-28%	153%	43%	42%	10%	2%
EPS-tillväxt, justerad	-31%	16%	-78%	-1%	-100%	n/a	54%	46%	11%	3%
Bruttomarginal	27,6%	28,7%	26,7%	26,8%	26,6%	26,1%	27,2%	28,9%	29,4%	29,4%
EBITDA-marginal (ex IFRS 16)	8,9%	10,0%	6,2%	6,3%	7,1%	5,7%	8,0%	10,5%	11,0%	11,1%
EBITDA-marginal (inkl IFRS 16)	8,9%	10,0%	6,2%	8,8%	7,1%	7,8%	10,1%	12,6%	13,2%	13,2%
EBIT-marginal (justerad, ex IFRS 16)	6,9%	7,1%	3,0%	2,6%	2,1%	4,9%	6,6%	9,0%	9,7%	9,7%
EBIT-marginal (justerad, inkl IFRS 16)	6,9%	7,1%	3,0%	2,8%	2,1%	5,1%	6,8%	9,2%	9,9%	9,9%
Skattesats	28%	24%	38%	31%	31%	25%	23%	23%	23%	23%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE, justerad	16%	18%	4%	4%	0%	8%	11%	14%	14%	13%
ROCE, justerad (inkl IFRS 16)	17%	14%	5%	5%	3%	8%	9%	12%	12%	12%
ROIC	9%	10%	4%	5%	2%	4%	7%	11%	11%	10%
Investeringar (ex IFRS 16)	192	213	152	164	45	98	124	128	131	133
Investeringar / omsättning	4%	3%	3%	3%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	21%	22%	24%	24%	24%	22%	22%	20%	20%	20%
Varulager / omsättning	19%	18%	17%	15%	13%	14%	14%	14%	14%	14%
Kundfordringar / omsättning	20%	18%	16%	14%	14%	17%	17%	17%	17%	17%
Leverantörsskulder / omsättning	12%	11%	10%	10%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	21%	19%	18%	14%	7%	8%	8%	8%	8%	8%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x	0,9x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoskuld (ex IFRS 16)	1 755	2 162	2 133	1 786	1 121	299	-91	-445	-738	-1 033
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	1 755	2 162	2 142	2 549	1 777	955	565	211	-82	-377
Soliditet (ex IFRS 16)	31%	32%	32%	37%	33%	45%	46%	49%	51%	53%
Soliditet (inkl IFRS 16)	31%	32%	32%	32%	31%	45%	46%	49%	51%	53%
Nettoskuldsättningsgrad (ex IFRS 16)	107%	121%	124%	95%	65%	11%	-3%	-14%	-20%	-26%
Nettoskuldsättningsgrad (inkl IFRS 16)	107%	121%	124%	136%	103%	35%	19%	6%	-2%	-10%
Nettoskuld / EBITDA (ex IFRS 16)	3,6x	3,4x	5,7x	4,7x	3,0x	0,9x	-0,2x	-0,7x	-1,0x	-1,4x
Nettoskuld / EBITDA (inkl IFRS 16)	3,6x	3,4x	5,8x	4,8x	4,7x	2,1x	0,9x	0,3x	-0,1x	-0,4x

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS, rapporterad	2,30	3,04	0,86	1,15	-0,21	0,51	1,15	1,94	2,16	2,21
EPS, justerad	2,32	2,70	0,59	0,58	0,00	0,86	1,33	1,94	2,16	2,21
FCF per aktie	1,99	-0,22	3,40	1,85	6,29	-0,09	1,07	1,77	1,94	2,01
Utdelning per aktie	1,75	1,75	0,00	0,00	0,00	0,30	0,40	0,60	0,65	0,70
Eget kapital per aktie	14,8	16,3	15,6	17,1	15,7	12,0	12,8	14,4	15,9	17,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	102,4	102,4	102,4	102,4	102,4	218,1	218,1	218,1	218,1	218,1

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	35,0x	19,2x	25,5x	28,9x	n/a	21,0x	13,7x	9,3x	8,4x	8,2x
P/EK	5,5x	3,2x	1,0x	1,0x	1,2x	1,5x	1,4x	1,3x	1,1x	1,0x
P/FCF	40,9x	neg	4,4x	9,1x	2,9x	neg	16,9x	10,3x	9,3x	9,0x
Direktavkastning	2,2%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	2,2%	3,3%	3,6%	3,9%
Utdelningsandel, justerad	75%	65%	0%	0%	n/a	35%	30%	31%	30%	32%
EV/Sales (ex IFRS 16)	1,9x	1,2x	0,6x	0,6x	0,6x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x
EV/Sales (inkl IFRS 16)	1,9x	1,2x	0,6x	0,7x	0,7x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA (ex IFRS 16)	20,9x	11,7x	9,9x	9,2x	7,9x	12,9x	7,8x	5,2x	4,5x	3,9x
EV/EBITDA (inkl IFRS 16)	20,9x	11,7x	9,9x	8,0x	9,7x	10,8x	7,2x	5,2x	4,5x	4,1x
EV/EBIT, justerat (ex IFRS 16)	26,9x	16,5x	20,4x	22,5x	26,7x	15,0x	9,5x	6,1x	5,1x	4,5x
EV/EBIT, justerat (inkl IFRS 16)	26,9x	16,5x	20,4x	25,0x	32,5x	16,6x	10,8x	7,1x	6,0x	5,4x
Aktiekurs, årets slut	81,3	51,8	15,0	16,8	18,2	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
EV, årets slut (ex IFRS 16)	10 074	7 460	3 669	3 508	2 988	4 256	3 865	3 512	3 219	2 923
EV, årets slut (inkl IFRS 16)	10 074	7 460	3 678	4 271	3 644	4 912	4 521	4 168	3 875	3 579

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
FCF-yield	2%	0%	23%	11%	34%	0%	6%	10%	11%	11%
Sales	5 417	6 381	6 031	6 064	5 323	5 822	6 188	6 412	6 540	6 671
EBITDA (ex IFRS 16)	482	639	372	382	376	331	494	671	722	741
EBITDA (inkl IFRS 16)	482	639	372	532	376	453	625	806	860	880
EBIT, justerad (ex IFRS 16)	375	451	180	156	112	283	405	576	633	646
EBIT, justerad (inkl IFRS 16)	375	451	180	171	112	295	418	589	647	660

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 Instru-ment 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