



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sweden | 28 July 2021

Medicover

Styrkebesked i Q2

Urstarkt kvartal

Rapporten för Q2 2021 slog våra och marknadens förväntningar med råge. Nettoomsättningen steg med imponerande 75,5 procent (79,0 procent organiskt) till rekordnivån EUR 348,9 m (EUR 198,8 m), vår förväntan låg på EUR 311,3 m. Efterfrågan av covid-19-relaterade tjänster var primär drivkraft, men även den underliggande verksamheten går bra och tillväxten rensat för covid-19 uppgick till 40,2 procent.

Bra förutsättningar

Utöver stark utveckling av covid-19-relaterade tjänster noterar vi att efterfrågan av bolagets förbetalda abonnemangstjänst accelererade under Q2 2021 (antal abonnenter +9,7 procent y/y), vilket bådär gott inför framtiden. Därtill görs betydande investeringar i ny kapacitet och förvärv, som utöver en förväntat fortsatt god efterfrågan av bolagets covid-19-tjänster, kommer att ge stöd för fortsatt hög tillväxttakt närmaste åren.

Höjd värdering

Q2-rapporten var genomgående bra och bekräftar bolagets styrka. Vi har efter Q2-rapporten justerat upp våra prognoser och det ger oss anledning att höja vårt motiverade värde till 275-280 kr (270-275).

Estimatändring (EUR)			Prognos (EUR)						Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	275.00 - 280.00	
EPS, just 21e	0.72	0.56	29.2%	Sales,m	998	1,311	1,346	1,465	Current price	€23.92
EPS, just 22e	0.58	0.47	23.3%	Sales Growth	18.2%	31.4%	2.7%	8.8%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	0.64	0.59	9.3%	EBITDA, m	158	262	244	265		
				EBIT, m	61.3	159.0	131.9	145.4		
				EPS, adj	0.18	0.72	0.58	0.64		
				EPS Growth	8.0%	292.3%	(19.3)%	10.4%		
				Equity/Share	3.2	3.9	4.3	4.8		
				Dividend	0.07	0.12	0.16	0.20		
				EBIT Marginal	6.1%	12.1%	9.8%	9.9%		
				ROE (%)	5.6%	18.4%	13.2%	13.2%		
				ROCE	9.4%	20.9%	15.7%	15.9%		
				EV/Sales	3.94x	3.00x	2.92x	2.69x		
				EV/EBITDA	25.0x	15.0x	16.1x	14.9x		
				EV/EBIT	64.2x	24.7x	29.8x	27.1x		
				P/E, adj	130.0x	33.1x	41.0x	37.2x		
				P/Equity	7.5x	6.2x	5.5x	5.0x		
				Dividend yield	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%		
				FCF yield	1.1%	3.7%	4.5%	4.7%		
				Net Debt/EBITDA	0.8g	0.3g	0.1g	(0.2)g		

Kommande händelser	
Q3 2021	3 Nov 2021

Bolagsfakta (EURm)	
Antal aktier	150.7m
Market cap	3,605
Nettoskuld	328
EV	3,934
Free Float	40.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	68.0(k)
Reuters/Bloomberg	MCOVb.st/MCOVb ss

Kursutveckling 12 mån	

Analytiker	
	klas.palin@penser.se



Sammanfattning

Styrkebesked i Q2

Investment Case

Medicover har en imponerande historik av tillväxt och vi ser i nuläget inga hinder för att denna utveckling ska kunna fortsätta under många år framåt. Globalt finns en tydlig trend av ökad andel äldre i befolkningarna och med det kommer ökat behov av hälsovård. För Medicover förstärks denna trend av att sjukvården i Östeuropa och Indien är underutbyggd och underfinansierad. Detta är länder med stark ekonomisk utveckling jämfört med mogna ekonomier. Det ligger bakom en utveckling med en växande medelklass som efterfrågar bättre hälsovård, vilket Medicover kan erbjuda när den offentligt finansierade vården inte räcker till.

Vi anser att bolagets goda tillväxtförutsättningar inte fångas på nuvarande kursnivåer. Därtill kommer den starka balansräkningen som ger utrymme för betydande förvärv vilket kan ge bränsle för högre tillväxt än vad vi räknat med i våra prognoser. Vi bedömer riskerna i verksamheten som låga, då hälsovård generellt visats motståndskraftigt mot svängningar i ekonomin samt bolagets goda historik av att hantera kriser.

Bolagsprofil

Medicover är en leverantör av vård- och diagnostiktjänster med verksamhet i framför allt Central- och Östeuropa samt i Indien. Bolagets tre största marknader är Polen, Tyskland och Rumänien, vilka stod för omkring 75 procent av nettoomsättningen under 2020. Bolagets nettoomsättning på rullande tolv månadersbasis uppgår till drygt EUR 1,2 mdr med ett EBITDA på EUR 240 m. Intäkterna är relativt jämt fördelade mellan bolagets två divisioner: Diagnostic Services och Healthcare Services. Inom affärsområdena ingår över 32 000 medarbetare. Medicover leds av ett erfaret och starkt team, där vd och CFO varit intakta under merparten av bolagsresan, som över tid levererat tillväxt högre än sina underliggande marknader.

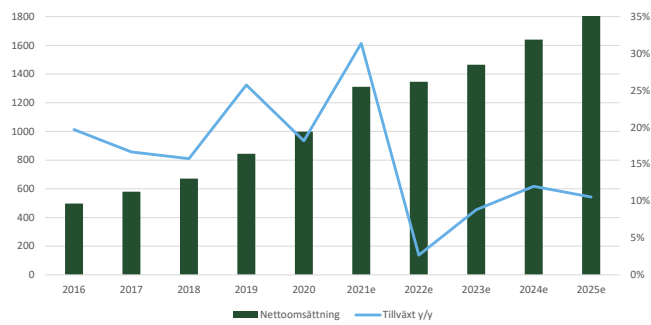
Värdering

Vår värdering av Medicover stödjer sig mot en DCF-värdering och en multipelvärdering. DCF-modellen baseras på explicita estimat tio år framåt för vardera affärsdivision och därefter ett terminalvärde om 3 procent. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 6,7 procent. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 280 kr per aktie.

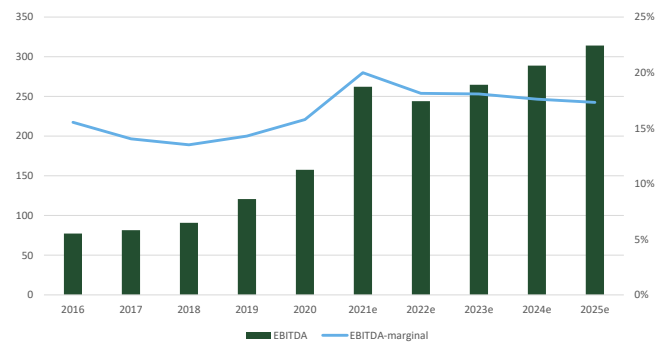
Multipelvärderingen utgår ifrån EV/EBITDA-multipel för 2022 och 2023 som uppgår till 18,6x respektive 15,9x. Spannet ger en värdering på 266 kr till 289 kr. Vi använder ett medelvärde för dessa två år för relevanta jämförbara bolag (se tabell initieringen). Anledningen till att vi använder ett medelvärde är för att minska påverkan av tillfälliga covid-19-effekter och väga in brutna räkenskapsår, vilket gäller för de två indiska bolagen. Vår multipelvärdering ger ett värde på 278 kr.

Med stöd från en stark Q2-rapport höjer vi vårt motiverade värde till 275-280 kr (270-275).

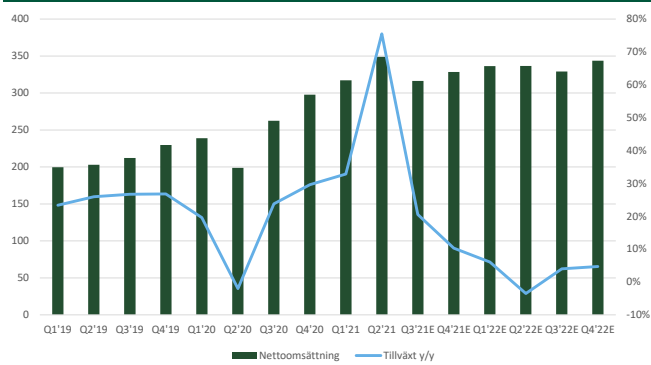
Prognos nettoomsättning (EUR m)



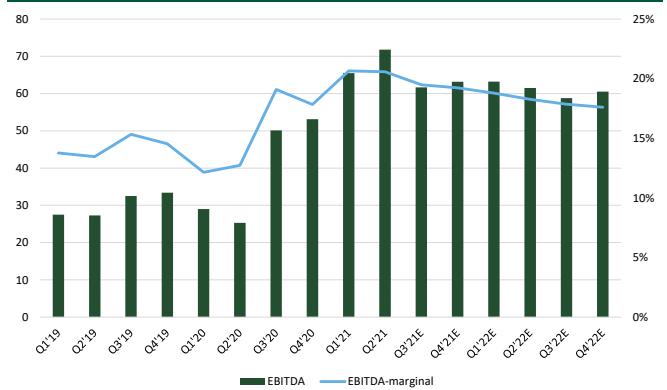
Prognos EBITDA (EUR m)



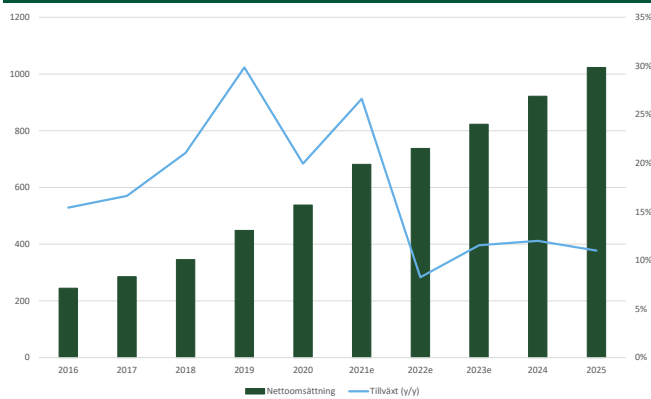
Prognos nettoomsättning per kvartal (EUR m)



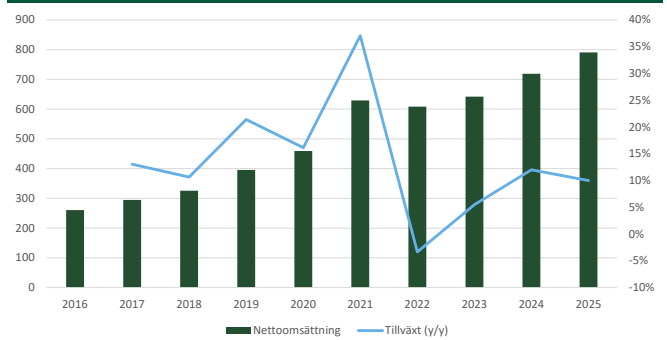
Prognos EBITDA per kvartal (EUR m)



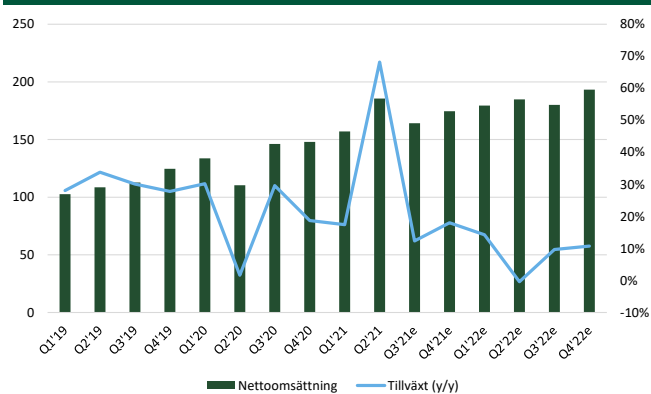
Prognos Healthcare Services (EUR m)



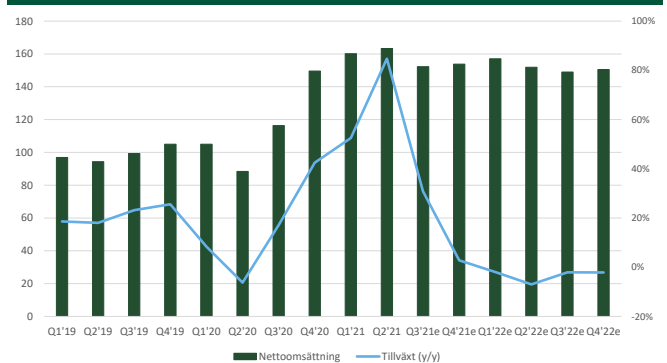
Prognos Diagnostic Services (EUR m)



Kvartalsprognos Healthcare Services (EUR m)



Kvartalsprognos Diagnostic Services (EUR m)



Imponerande utveckling i Q2

Rapporten för Q2 2021 var genomgående klart bättre än vad vi räknat med. Nettoomsättningen under perioden ökade med 75,5 procent, varav den organiska tillväxten uppgick till 79,0 procent. Bägge affärsdivisionerna, Diagnostic Services och Healthcare Services, uppvisade en stark utveckling jmf med Q2 2020 och försäljningen ökade med 84,7 procent respektive 68,2 procent.

Efterfrågan på bolagets covid-19-relaterade tjänster var stark under kvartalet och det är där vi ser den främsta anledningen till avvikelserna mot våra estimat, se tabell nedan. Exempelvis underskattade vi det höga trycket på verksamheten i det hårt covid-19-drabbade Indien, där nettoomsättningen steg med 246 procent till EUR 43,6 m (EUR 12,6 m). Men även rensat för effekter från pandemin var utvecklingen stark och den underliggande nettoomsättningen ökade med 40,7 procent till EUR 267,1 m (EUR 189,8 m). Det är dock värt att poängtera om svagheten i Q2 2020 och rensat för covid-19-effekter beräknar bolaget att tillväxten uppgick till 10,0 procent.

Den goda försäljningsutvecklingen drev upp lönsamheten och marginalerna som ligger kvar på historiskt höga nivåer. Vi räknar med att Medicover kommer ut på andra sidan av pandemin med något högre marginaler än före. Detta drivs av effektiviseringar genomförda i fjol, skalfördelar inom diagnostikverksamheten och ett ökat inslag av digitala tjänster.

Avvikelsestabell estimat mot utfall Q2 2021			
	EPB	Utfall	Diff
Nettoomsättning	311,3	348,9	12,1%
varav Healthcare Services	164,6	185,5	12,7%
varav Diagnostic Services	146,7	163,3	11,3%
Bruttoresultat	90,3	103,5	14,6%
EBIT	34,2	46,2	35,1%
EBITDA	60,1	71,8	19,5%
EBITDAaL	45,8	58,2	27,1%
Nettoresultat	21,1	33,5	58,8%
EPS	0,177	0,203	14,7%
Bruttomarginal	29,0%	29,7%	+0,7%
EBIT-marginal	11,0%	13,3%	+2,3%
EBITDA-marginal	19,3%	20,6%	+1,3%
EBITDAaL-marginal	14,7%	16,7%	+2,0%

Källa: Bolaget, EPB

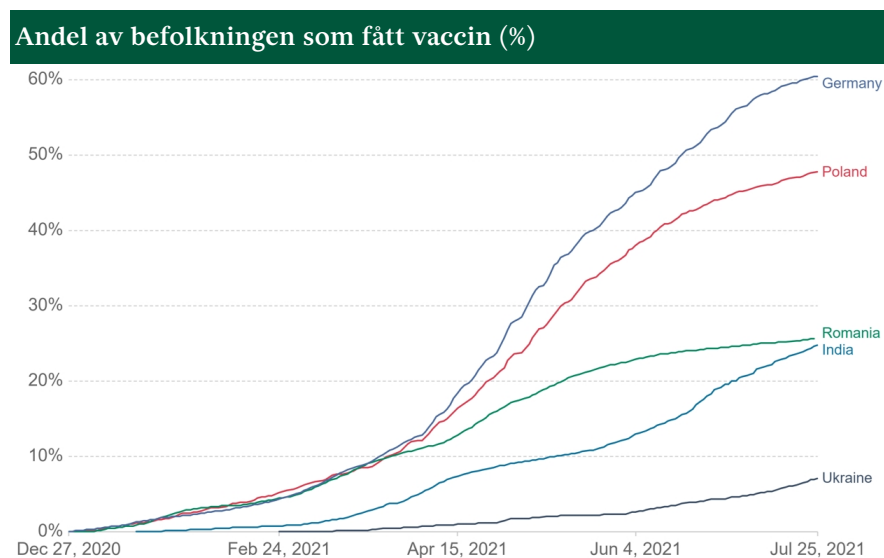
Covid-19 hade en betydande påverkan på verksamheten och efterfrågan av bolagets tjänster under Q2 2021. Medicover uppskattar att nettoomsättningen från covid-19-relaterade tjänster under perioden uppgick till EUR 81,8 m och gav en positiv EBITDA-påverkan med EUR 30,9 m. Nedanstående tabellen visar en uppskattning från bolaget hur covid-19 påverkat försäljning och lönsamhet (uppskattad då det är svårt att bedöma utebliven efterfrågan på grund av sjukdomen).

Pandemins effekter på lönsamhet och nettoomsättning (EUR m)							
	Q2 2021	Q1 2021	FY 2020	Q4 2020	Q3 2020	Q2 2020	Q1 2020
Nettoomsättning							
Diagnostic Services	43,9	42,7	66,1	41,2	16,0	7,9	1,0
Healthcare Services	37,9	10,2	28,3	11,2	16,0	1,1	0,0
Summa	81,8	52,9	94,4	52,4	32,0	9,0	1,0
EBITDA							
Diagnostic Services	18,9	15,2	21,2	12,4	6,1	2,3	0,4
Healthcare Services	12,0	1,4	8,9	1,9	6,4	0,6	0,0
Summa	30,9	16,6	30,1	14,3	12,5	2,9	0,4
EBITDA-marginal							
Diagnostic Services	43,0%	35,7%	32,1%	30,1%	38,2%	29,7%	32,0%
Healthcare Services	31,7%	13,2%	31,3%	17,0%	40,1%	48,0%	0,0%
Summa	37,8%	31,4%	31,8%	27,3%	39,2%	31,9%	32,0%

Källa: Bolaget, EPB

Den stora frågan nu är hur detta kan komma att se ut under resten av året och hur effekterna på verksamheten blir under 2022. Detta är otrampad mark med en ökad andel vaccinerade. Vi hade räknat med en betydligt mindre covid-19-effekt på nettoomsättningen redan från Q2 2021, driven av minskat antal nya covid-19-fall i exempelvis Tyskland och Polen.

Baserat på utvecklingen under Q2 2021 och signaler från konkurrenter (exempelvis Synlab) kommer troligtvis efterfrågan av covid-19-testning fortsätta vara hög under H2 2021 och vara påtaglig även in i H1 2022, men nivån, förväntar vi oss, kommer att vara lägre jämfört med H1 2021. Vaccinationsgraden av befolkningen är hög i Tyskland och Polen, men på övriga marknader där Medicover har en betydande verksamhet är nivån fortsatt relativt låg. Det ger en hög risk för förnyad omfattande smittspridning bedömer vi.



Källa: *Ourworldindata.com*

Även om smittspridningen i Tyskland och Polen kan bli lägre under H2 2021, så bedömer vi att oron för nya varianter kommer att fortsätta driva ett betydande intresse för covid-19-testning och därmed bidra till god efterfrågan inom Diagnostic Services.

Prognosförändringar

Vi har efter rapporten för Q2 2021 gjort följande övergripande prognosförändringar. I vår prognos för 2021 ingår uppskattad försäljning som är relaterad till covid-19 om EUR 48 m för Q3'21 och om EUR 41 m för Q4'21. För helåret 2022 har vi inkluderat covid-19-relaterad nettoomsättning på EUR 112 m, vilket kan jämföras med beräknad nettoomsättning för 2021 på EUR 230 m.

Prognosändringar (EUR m)		2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	Nytt	1310,9	1345,9	1464,6
	Tidigare	1230,0	1307,1	1451,7
	Diff	6,6%	3,0%	0,9%
Bruttoresultat	Nytt	383,0	367,8	402,8
	Tidigare	356,9	352,9	399,2
	Diff	7,3%	4,2%	0,9%
EBIT	Nytt	159,0	131,9	145,4
	Tidigare	134,9	118,0	143,0
	Diff	17,9%	11,8%	1,7%
EBITDA	Nytt	262,1	244,0	264,8
	Tidigare	236,6	224,4	253,1
	Diff	10,8%	8,7%	4,6%
EPS (EUR)	Nytt	0,722	0,583	0,643
	Tidigare	0,559	0,473	0,589
	Diff	29,1%	23,2%	9,2%

Källa: EPB

Resultaträkning (EUR m)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	497,3	580,2	671,6	844,4	997,8	1310,9	1345,9	1464,6
Kostnader för medicinska tjänster	-367,2	-438,2	-507,3	-637,6	-734,3	-927,9	-978,2	-1061,8
Bruttoresultat	130,1	142,0	164,3	206,8	263,5	383,0	367,8	402,8
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-24,9	-28,5	-35,2	-45,0	-43,3	-57,9	-60,2	-63,0
Administrationskostnader	-77,2	-84,7	-95,4	-115,3	-158,9	-166,0	-175,7	-194,4
Rörelseresultat (EBIT)	28,0	28,8	33,7	46,5	61,3	159,0	131,9	145,4
Övriga intäkter och kostnader	0,2	2,9	8,6	1,0	1,5	0,1	0,0	0,0
Ränteutgifter		0,2	1,4	1,8	0,9	0,3	0,0	0,0
Räntekostnader		-4,9	-9,6	-13,7	-18,1	-8,3	0,0	0,0
Övriga finansiella intäkter och kostnader		0,8	-0,6	-0,4	-8,4	1,4	0,0	0,0
Summa finansiella poster	-12,9	-3,9	-8,8	-12,3	-25,6	-13,0	-13,5	-14,6
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,1	0,2	-1,8	-1,9	0,1	0,6	0,0	0,0
Resultat före skatt	15,4	28,0	31,7	33,3	37,3	146,7	118,4	130,7
Skatt	-5,4	-7,8	-7,5	-8,6	-10,0	-39,6	-32,0	-35,3
Nettoresultat	10,0	20,2	24,2	24,7	27,3	107,1	86,5	95,4

Resultaträkning (EUR m)

	Q1'21	Q2'21	Q3'21E	Q4'21E	Q1'22E	Q2'22E	Q3'22E	Q4'22E
Nettoomsättning	317,2	348,9	316,4	328,4	336,4	336,7	329,1	343,8
Kostnader för medicinska tjänster	-220,5	-245,4	-226,2	-235,8	-242,9	-244,1	-240,3	-250,9
Bruttoresultat	96,7	103,5	90,2	92,6	93,5	92,6	88,9	92,8
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-13,9	-15,0	-14,2	-14,8	-15,1	-15,2	-14,8	-15,1
Administrationskostnader	-41,2	-42,3	-40,5	-42,0	-42,7	-43,8	-43,4	-45,7
Rörelseresultat (EBIT)	41,6	46,2	35,4	35,8	35,7	33,7	30,6	32,0
Övriga intäkter och kostnader	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa finansiella poster	-5,3	-1,3	-3,2	-3,3	-3,4	-3,4	-3,3	-3,4
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	36,5	45,4	32,3	32,5	32,3	30,3	27,3	28,5
Skatt	-10,2	-11,9	-8,7	-8,8	-8,7	-8,2	-7,4	-7,7
Nettoresultat	26,3	33,5	23,6	23,7	23,6	22,1	19,9	20,8

Balansräkning (EUR m)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	118,6	126,8	150,1	293,1	289,2	316,2	331,0	335,9
Övriga immateriella tillgångar	31,6	36,4	50,8	74,6	64,6	65,8	66,3	64,4
Nyttjanderättstillgångar	96,0	110,3	117,0	166,0	180,4	259,0	285,4	304,0
Summa Immateriella anläggningstillgångar	246,2	273,5	317,9	533,7	534,2	641,0	682,7	704,3
Materiella anläggningstillgångar	140,2	147,8	164,4	252,7	257,9	309,0	325,0	340,4
Summa Materiella anläggningstillgångar	140,2	147,8	164,4	252,7	257,9	309,0	325,0	340,4
Finansiella anläggningstillgångar	6,6	31,9	57,3	17,3	29,6	38,5	38,6	39,0
Summa Finansiella anläggningstillgångar	6,6	31,9	57,3	17,3	29,6	38,5	38,6	39,0
Varulager	25,8	30,7	30,3	37,1	53,0	59,0	59,2	65,9
Kundfordringar	76,7	82,3	92,3	142,3	149,4	186,1	191,1	209,4
Övriga fordringar	0,0	2,1	27,8	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga placeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	40,1	0,0	0,0	0,0
Kassa o bank	18,4	45,4	38,4	34,8	46,7	92,9	156,8	215,7
Summa omsättningstillgångar	120,9	160,5	188,8	215,8	289,2	338,0	407,2	491,1
SUMMA TILLGÅNGAR	513,9	613,7	728,4	1019,5	1110,9	1326,5	1453,5	1574,8
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	95,3	299,8	317,5	359,7	483,5	583,1	655,6	724,9
Uppskjuten skatteskuld	0,0	22,8	23,7	27,5	30,0	31,0	32,0	33,0
Räntebärande skuld	194,5	52,5	126,4	163,8	152,8	163,5	165,0	166,3
Leasingskulder	74,2	85,6	96,4	142,0	165,1	233,9	260,1	278,0
Övriga långfristiga skulder	40,4	28,7	34,5	44,8	51,2	53,7	60,6	65,9
Summa Långfristiga skulder	309,1	189,6	281,0	378,1	399,1	482,1	517,7	543,2
Leverantörsskulder	56,4	66,3	77,9	114,6	149,4	171,7	181,7	199,2
Konvertibellån	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kort skuldsättning (räntebärande)	14,6	3,7	4,9	111,5	15,1	16,0	18,2	20,7
Kort leasingskuld	26,1	30,3	29,0	34,2	34,4	41,2	43,4	45,6
Aktuell skatteskuld	0,0	6,8	4,2	4,8	7,8	7,5	10,0	11,9
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	12,4	17,2	13,9	16,6	21,6	24,9	26,9	29,3
Summa Kortfristiga skulder	109,5	124,3	129,9	281,7	228,3	261,3	280,2	306,7
Summa Eget Kapital och skulder	513,9	613,7	728,4	1019,5	1110,9	1326,5	1453,5	1574,8

Kassaflödesanalys (EUR m)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Kassaflöde före förändring av rörelsekapital	72,4	83,3	94,4	124,4	167,7	270,4	256,2	278,0
Summa förändring av rörelsekapital	-15,1	0,5	-8,1	-23,5	-0,7	-33,3	9,3	-3,2
Betald skatt	-6,0	-7,1	-11,9	-13,5	-11,0	-36,0	-32,1	-32,0
Kassaflöde från den löpande verksamheten	51,3	76,7	74,4	87,3	156,0	201,1	233,4	242,8
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-66,1	-53,5	-116,1	-141,8	-126,3	-103,0	-103,5	-105,4
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	16,1	4,9	34,6	48,8	-14,1	-42,1	-48,1	-54,7
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,4	-17,8	-23,7
Periodens kassaflöde	1,3	28,1	-7,1	-5,7	15,6	45,7	64,0	58,9

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	16,7%	15,8%	25,7%	18,2%	31,4%	2,7%	8,8%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	29,2%	27,3%	27,5%
EBITDA-marginal	14,0%	13,5%	14,3%	15,8%	20,0%	18,1%	18,1%
EBITDAaL-marginal	9,1%	8,7%	9,5%	10,9%	15,5%	12,7%	12,8%
EBIT-marginal	5,0%	5,0%	5,5%	6,1%	12,1%	9,8%	9,9%
Skattesats	-27,9%	-23,7%	-25,8%	-26,8%	-27,0%	-27,0%	-27,0%

Lönsamhet

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROA	3,3%	3,3%	2,4%	2,5%	8,1%	5,9%	6,1%
ROE	6,7%	7,6%	6,9%	5,6%	18,4%	13,2%	13,2%
ROIC	5,7%	5,4%	3,9%	4,2%	15,4%	12,4%	13,1%
ROCE	8,1%	7,5%	7,3%	9,4%	20,9%	15,7%	15,9%

Aktiedata (EUR)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	0,152	0,167	0,168	0,182	0,722	0,583	0,643
Utdelning per aktie				0,070	0,120	0,160	0,200
EK per aktie	2,25	2,38	2,70	3,26	3,93	4,42	4,89
Antal aktier efter utspädning	135,7	135,7	135,7	150,7	150,7	150,7	150,7

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E	39,5	39,0	63,7	88,8	33,1	41,0	37,2
P/EK	2,8	3,0	4,4	5,0	6,1	5,4	4,9
Direktavkastning				0,3%	0,5%	0,7%	0,8%
EV/S	1,7	1,8	2,2	2,7	3,0	2,9	2,7
EV/EBITDA	12,2	13,0	15,1	17,4	15,1	16,1	14,7
EV/EBITDAaL	18,9	20,2	22,6	25,2	19,3	22,1	20,0
EV/EBIT	34,6	35,1	39,2	44,6	24,9	29,8	26,7
Aktiekurs (SEK)	63	73,3	108,6	164,0	243,5	243,5	243,5
EV (EUR m), årets slut	998	1 182	1 825	2 733	3 965	3 927	3 886

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