



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 26 August 2021

# Arcoma

## Tillväxten fortsätter i Q2

### Intäkter enligt förväntan

Intäkterna för Q2 var 36 mkr (31,5 mkr i Q2'20) motsvarande en tillväxt om 14 %. Våra estimat var om 36 mkr och intäkterna var därmed enligt förväntan. Tillväxten drevs mycket av Europa, som växte 26 % y/y.

### EBITDA något lägre

Övriga externa kostnader var något över våra estimat vilket medförde att EBITDA (3 mkr) var under våra estimat om 4 mkr. Bruttomarginalen kom in i linje med förväntan (40 %), vilket är en förstärkning y/y med 6 procentenheter. Avvikelsen förklaras enligt vår bedömning av något högre övriga externa kostnader, relaterade till icke återkommande aktiviteter.

### Estimatjusteringar

Ett kvartal som i stort var i linje med våra förväntningar. Vi ser fortsatt att bolaget har potentiella triggers i närtid i form av större förvärv. Vi bedömer att skalbarheten är betydande och att förvärv som utökar marknadsnärvaron eller produkt erbjudandet är attraktivt. Vi justerar våra estimat något, primärt aktiverade kostnader vilket påverkar EBIT. Vi ser oförändrat motiverat värde om 23-25 kr och medelhög risk.

| Estimatändring (SEK)                          |            |      |        | Prognos (SEK)   |         |        |        |                 | Risk och Avkastning                              |        |
|---|------------|------|--------|-----------------|---------|--------|--------|-----------------|--|--------|
|   | Nu         | Förr |        | 20              | 21e     | 22e    | 23e    | Motiverat värde | 23.00 - 25.00                                    |        |
| EPS, just 21e                                 | 0.46       | 0.64 | -28.5% | Sales,m         | 117     | 146    | 187    | 205             | Current price                                    | 18.20  |
| EPS, just 22e                                 | 0.96       | 1.06 | -9.6%  | Sales Growth    | (12.2)% | 24.2%  | 28.0%  | 10.0%           | Riskenivå  | Medium |
| EPS, just 23e                                 | 1.23       | 1.34 | -8.3%  | EBITDA, m       | 6.9     | 13.4   | 21.6   | 26              | <b>Kursutveckling 12 mån</b><br>                 |        |
| <b>Kommande händelser</b>                     |            |      |        | EBIT, m         | 3.6     | 7.7    | 15.9   | 20.3            |  |        |
| Q3-rapport                                    | 2021-11-09 |      |        | EPS, adj        | 0.12    | 0.46   | 0.96   | 1.23            |  |        |
|   |            |      |        | EPS Growth      | (76.9)% | 281.4% | 109.3% | 27.9%           |  |        |
|   |            |      |        | Equity/Share    | 3.8     | 4.3    | 5.2    | 6.4             |  |        |
|   |            |      |        | Dividend        | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00            |  |        |
|   |            |      |        | EBIT Marginal   | 3.1%    | 5.3%   | 8.5%   | 9.9%            |  |        |
|   |            |      |        | EV/Sales        | 1.94x   | 1.57x  | 1.22x  | 1.11x           |  |        |
|   |            |      |        | EV/EBITDA       | 33.1x   | 17.1x  | 10.6x  | 8.7x            |  |        |
|   |            |      |        | EV/EBIT         | 63.5x   | 29.7x  | 14.3x  | 11.2x           |  |        |
| <b>Bolagsfakta (mkr)</b>                      |            |      |        | P/E, adj        | 151.7x  | 39.8x  | 19.0x  | 14.9x           | <b>Analytiker</b><br>hjalmar.jernstrom@penser.se |        |
| Antal aktier                                  | 13.1m      |      |        | P/Equity        | 4.8x    | 4.3x   | 3.5x   | 2.8x            |  |        |
| Market cap                                    | 238        |      |        | Dividend yield  | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%            |  |        |
| Nettoskuld                                    | (9)        |      |        | FCF yield       | (4.3)%  | 2.9%   | 4.7%   | 5.9%            |  |        |
| EV  | 228        |      |        | Net Debt/EBITDA | 1.2g    | (0.6)g | (0.8)g | (1.1)g          |  |        |
| Free Float                                    | 33.00%     |      |        |                 |         |        |        |                 |  |        |
| Avg. No. of Daily Traded Sh.                  | 12.0(k)    |      |        |                 |         |        |        |                 |  |        |
| Reuters/Bloomberg<br>ARCOMA.ST /<br>ARCOMA.SS |            |      |        |                 |         |        |        |                 |  |        |



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 26 August 2021

## Sammanfattning

### Tillväxten fortsätter i Q2

#### Investment Case

Vi ser att Arcoma är attraktivt positionerat med samarbetsavtal med stora aktörer som medför spridning i stora marknader i Europa och USA. Samarbetsavtalen, tillsammans med en ökad försäljning av kompletta system, tror vi kommer driva tillväxt framöver. Vidare bedömer vi att effekterna av lönsamhetsprogrammen kommer att påvisa fulla effekter framöver, samtidigt som bolaget prioriterar produktutveckling av befintliga teknikplattformar. Vi ser dessutom att förvärv är en viktig värde drivare för bolaget, då vi bedömer att försäljningsvolymerna är en viktig faktor för högre marginaler.

#### Bolags profil

Arcoma är en leverantör av premiumprodukter inom konventionell digital röntgen. Bolaget tillverkar och säljer röntgensystem och röntgenrelaterad utrustning genom produkterna Precision i5, Intuition (med eller utan tillvalet X-ray Cube) och segmentet Accessories. Arcoma grundades 1990 och har huvudkontor och produktion i Växjö. Arcomas produkter används inom allmän röntgen, lungröntgen, skeletröntgen och till exempel för barnröntgen. Till referenskunder hör S:t Görans Sjukhus, Rigshospitalet i Danmark, Royal London Hospital och National University Hospital i Singapore.

#### Värdering

Arcoma värderas till en rabatt mot sektorkollegor, men uppvisar samtidigt tillväxt i både intäkter och rörelseresultat som är överlägsen i jämförelsegruppen. Förklaringen till avvikelserna ligger i att jämförelsebolagen är mycket större, mer mogna och har i snitt en högre brutto- samt rörelsemarginal. Vår multipelvärdere för 2022 motiverar ett värde om 24-25 kr per aktie, men för att reflektera den långsiktiga potentialen i bolaget kompletterar vi värderingen med en DCF-modell.

**DCF synliggör långsiktiga värden.** Utvecklingen inom DR-marknaden med mer avancerade produkter ställer krav på CAPEX-investeringar för att kontinuerligt utveckla nya och befintliga teknikplattformar. Vi bedömer att investeringarna storleksmässigt är ojämna över tid och är relativt höga under perioder när helt nya system utvecklas, för att sedan vara mindre under längre perioder. Vi bedömer att de intensiva investeringarna under 2019–H1'20 i stor utsträckning relaterat till att utveckla Precision-plattformen och att investeringarna framöver kommer att avta. Bortom prognosperioden bedömer vi att investeringar kommer vara ca 2 % av omsättningen. I likhet med medicintekniksektorn och specifikt sektorn för digital röntgen kräver verksamheten bred lagerhållning vilket binder rörelsekapital. Vi bedömer att lagerhållningen kan effektiviseras något mot en långsiktig nivå för WC/Sales om 19 %.

Vi har tillämpat en diskonteringsränta (WACC) om 10 %. Vår DCF baseras vidare på en tillväxt bortom prognoshorisonten om 2 %. Vår DCF motiverar ett värde i spannet 23-25 kr, vilket också är vårt motiverade värde och oförändrat från senaste uppdateringen.

## Avvikelseanalys

---

Nedan sammanfattas avvikelserna. Intäkterna avvek med mindre än 1 %, samtidigt som EBITDA avvek med vad vi bedömer som en engångskostnad relaterad till produktveckling som kostnadsfördes. EBIT avvek ytterligare på grund av höjd takt av aktiverade kostnader.

| Parameter | Utfall | EPB     |      | Kommentar                              |
|-----------|--------|---------|------|--|
|           |        | estimat | Diff |  |
| Intäkter  | 35,9   | 36,3    | -1%  |  |
| EBITDA    | 3,0    | 4,1     | -26% | Engångsposter                          |
| EBIT      | 1,1    | 3,1     | -63% | Engångsposter + högre avskrivningstakt |
| EPS       | 0,1    | 0,2     | -67% | Engångsposter + högre avskrivningstakt |

## Estimatförändringar

---

Vi justerar primärt estimaten på innevarande år för att reflektera avvikelserna inom rörelsekostnader under kvartalet, som vi bedömer är icke-återkommande. Arcoma har även ökat avskrivningstakten något, vilket gör att vi justerar avskrivningstakten för innevarande och kommande år. I övrigt gör vi inga estimatjusteringar. Se en sammanfattning nedan.

| <b>Nya estimat</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|
| Omsättning         | 145 841      | 186 676      | 205 344      |
| Tillväxt           | 24,2%        | 28,0%        | 10,0%        |
| EBIT               | 7 692        | 15 928       | 20 317       |
| Rörelsemarginal    | 5%           | 9%           | 10%          |
| EPS                | 0,46         | 0,96         | 1,23         |

  

| <b>Tidigare estimat</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Omsättning              | 146 231      | 187 175      | 205 893      |
| Tillväxt                | 25%          | 28%          | 10%          |
| EBIT                    | 10 440       | 17 273       | 21 735       |
| Rörelsemarginal         | 7,1%         | 9,2%         | 10,6%        |
| EPS                     | 0,64         | 1,06         | 1,34         |

  

| <b>Förändring i %</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|
| Omsättning            | 0%           | 0%           | 0%           |
| EBIT                  | -26%         | -8%          | -7%          |
| EPS                   | -28%         | -10%         | -8%          |

## Värdering

Nedan anges DCF-modellens känslighet för antaganden kring diskonteringsränta, långsiktig tillväxt och rörelsemarginal.

| WACC assumptions            |       |
|-----------------------------|-------|
| Risk free nominal rate      | 0,4%  |
| Risk premium                | 7,0%  |
| Extra risk premium          | 1,8%  |
| Beta                        | 1,2   |
| Cost of equity              | 11,0% |
| Cost of debt (pre-tax)      | 3,0%  |
| Tax rate                    | 22%   |
| Target debt/(debt + equity) | 10%   |
| WACC                        | 10%   |

| Terminal value assumptions |       |
|----------------------------|-------|
| Long term growth rate      | 2,0%  |
| Long term EBIT margin      | 15,0% |
| Depreciation (% of sales)  | 2,0%  |
| Capex (% of sales)         | 2,0%  |
| Working cap. (% of sales)  | 2,0%  |
| Tax rate                   | 22%   |

| Sensitivity analysis |       |                       |       |           |       |       |
|----------------------|-------|-----------------------|-------|-----------|-------|-------|
|                      |       | Long-term growth rate |       |           |       |       |
|                      |       | 1,0%                  | 1,5%  | 2,0%      | 2,5%  | 3,0%  |
| WACC                 | 9,0%  | 27                    | 28    | 30        | 32    | 34    |
|                      | 9,5%  | 25                    | 26    | 27        | 29    | 31    |
|                      | 10,0% | 23                    | 24    | <b>25</b> | 27    | 28    |
|                      | 10,5% | 22                    | 23    | 24        | 25    | 26    |
|                      | 11,0% | 20                    | 21    | 22        | 23    | 24    |
|                      |       | Long-term EBIT margin |       |           |       |       |
|                      |       | 10,0%                 | 12,5% | 15,0%     | 17,5% | 20,0% |
| WACC                 | 9,0%  | 22                    | 26    | 30        | 34    | 38    |
|                      | 9,5%  | 20                    | 24    | 27        | 31    | 34    |
|                      | 10,0% | 19                    | 22    | <b>25</b> | 29    | 32    |
|                      | 10,5% | 18                    | 21    | 24        | 27    | 29    |
|                      | 11,0% | 17                    | 19    | 22        | 25    | 27    |

## Resultaträkning

|                                 | 2014A     | 2015A     | 2016A      | 2017A      | 2018A     | 2019A     | 2020A     | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|---------------------------------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Nettoomsättning                 | 130       | 123       | 102        | 92         | 119       | 134       | 117       | 146       | 187       | 205       |
| Övriga intäkter                 | 0         | 0         | 0          | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Kostnad sålda varor             | -75       | -73       | -59        | -55        | -73       | -82       | -72       | -88       | -112      | -123      |
| <b>Bruttovinst</b>              | <b>55</b> | <b>50</b> | <b>44</b>  | <b>37</b>  | <b>47</b> | <b>52</b> | <b>46</b> | <b>58</b> | <b>75</b> | <b>82</b> |
| Personalkostnader               | -36       | -34       | -33        | -26        | -25       | -22       | -19       | -23       | -28       | -30       |
| Övriga externa kostnader        | -13       | -15       | -15        | -15        | -16       | -17       | -19       | -21       | -25       | -26       |
| <b>Rörelseresultat (EBITDA)</b> | <b>7</b>  | <b>1</b>  | <b>-4</b>  | <b>-4</b>  | <b>5</b>  | <b>13</b> | <b>7</b>  | <b>13</b> | <b>22</b> | <b>26</b> |
| Avskrivningar                   | -7        | -8        | -9         | -6         | -6        | -4        | -3        | -6        | -6        | -6        |
| <b>Resultat (EBIT)</b>          | <b>1</b>  | <b>-6</b> | <b>-13</b> | <b>-10</b> | <b>0</b>  | <b>9</b>  | <b>4</b>  | <b>8</b>  | <b>16</b> | <b>20</b> |
| Extraordinära Poster            | 0         | 0         | 0          | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Justerat Resultat (EBIT)</b> | <b>1</b>  | <b>-6</b> | <b>-13</b> | <b>-10</b> | <b>0</b>  | <b>9</b>  | <b>4</b>  | <b>8</b>  | <b>16</b> | <b>20</b> |
| Finansella intäkter             | 0         | 0         | 0          | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Finansiella kostnader           | -4        | -1        | -1         | -1         | -1        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Resultat före skatt</b>      | <b>-3</b> | <b>-8</b> | <b>-13</b> | <b>-11</b> | <b>-1</b> | <b>9</b>  | <b>2</b>  | <b>8</b>  | <b>16</b> | <b>20</b> |
| Skatter                         | 4         | 1         | 2          | 1          | -1        | -3        | 0         | -2        | -3        | -4        |
| Minoritetsintressen             | 0         | 0         | 0          | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Nettoreultat Rapporterat</b> | <b>1</b>  | <b>-6</b> | <b>-12</b> | <b>-10</b> | <b>-2</b> | <b>6</b>  | <b>1</b>  | <b>6</b>  | <b>13</b> | <b>16</b> |
| <b>Nettoreultat (just)</b>      | <b>1</b>  | <b>-6</b> | <b>-12</b> | <b>-10</b> | <b>-2</b> | <b>6</b>  | <b>1</b>  | <b>6</b>  | <b>13</b> | <b>16</b> |

## Balansräkning

|                                       | 2014A     | 2015A     | 2016A     | 2017A     | 2018A     | 2019A     | 2020A     | 2021E      | 2022E      | 2023E      |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| <b>TILLGÅNGAR</b>                     |           |           |           |           |           |           |           |            |            |            |
| Goodwill                              | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Övriga immateriella tillgångar        | 32        | 30        | 23        | 19        | 15        | 17        | 29        | 30         | 30         | 28         |
| Materiella anläggningstillgångar      | 2         | 1         | 1         | 1         | 0         | 6         | 1         | 2          | 2          | 2          |
| Övriga anläggningstillgångar          | 4         | 6         | 8         | 9         | 8         | 6         | 6         | 6          | 6          | 6          |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>    | <b>38</b> | <b>37</b> | <b>31</b> | <b>29</b> | <b>23</b> | <b>29</b> | <b>37</b> | <b>38</b>  | <b>38</b>  | <b>36</b>  |
| Varulager                             | 23        | 21        | 20        | 15        | 20        | 23        | 24        | 23         | 28         | 31         |
| Övriga omsättningstillgångar          | 18        | 19        | 16        | 20        | 26        | 30        | 26        | 28         | 34         | 37         |
| Likvida medel                         | 0         | 7         | 5         | 4         | 8         | 2         | 9         | 11         | 20         | 32         |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>    | <b>41</b> | <b>47</b> | <b>40</b> | <b>40</b> | <b>53</b> | <b>55</b> | <b>58</b> | <b>62</b>  | <b>81</b>  | <b>99</b>  |
| <b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>               | <b>79</b> | <b>84</b> | <b>71</b> | <b>68</b> | <b>76</b> | <b>84</b> | <b>95</b> | <b>101</b> | <b>119</b> | <b>135</b> |
| <b>Eget Kapital och skulder</b>       |           |           |           |           |           |           |           |            |            |            |
| Eget Kapital                          | 42        | 50        | 37        | 41        | 39        | 45        | 50        | 56         | 68         | 84         |
| Minoritetsintressen                   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| <b>Summa Eget Kapital</b>             | <b>42</b> | <b>50</b> | <b>37</b> | <b>41</b> | <b>39</b> | <b>45</b> | <b>50</b> | <b>56</b>  | <b>68</b>  | <b>84</b>  |
| Räntebärande skulder                  | 2         | 3         | 2         | 1         | 2         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Icke-räntebärande skulder             | 35        | 32        | 32        | 26        | 36        | 39        | 45        | 45         | 52         | 51         |
| <b>Summa skulder</b>                  | <b>37</b> | <b>34</b> | <b>34</b> | <b>27</b> | <b>37</b> | <b>39</b> | <b>45</b> | <b>45</b>  | <b>52</b>  | <b>51</b>  |
| <b>Summa Eget Kapital och skulder</b> | <b>79</b> | <b>84</b> | <b>71</b> | <b>68</b> | <b>76</b> | <b>84</b> | <b>95</b> | <b>101</b> | <b>120</b> | <b>135</b> |

## Kassaflödesanalys

|   | 2014A     | 2015A     | 2016A     | 2017A     | 2018A     | 2019A     | 2020A     | 2021E     | 2022E      | 2023E      |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| Rörelseresultat                                       | 1         | -6        | -12       | -10       | -2        | 6         | 4         | 8         | 16         | 20         |
| Icke kassaflödespåverkande poster                     | 1         | 7         | 5         | 6         | 6         | 5         | 3         | 5         | 5          | 6          |
| Förändringar i rörelsekapital                         | -2        | -3        | 2         | -5        | -4        | 0         | 0         | -4        | -5         | -6         |
| <b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b> | <b>-1</b> | <b>-2</b> | <b>-5</b> | <b>-9</b> | <b>0</b>  | <b>11</b> | <b>7</b>  | <b>9</b>  | <b>13</b>  | <b>16</b>  |
| Investeringar   | -5        | -5        | -1        | 5         | -1        | -11       | -12       | -5        | -4         | -4         |
| Avyttringar   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          |
| <b>Fritt Kassaflöde</b>                               | <b>-5</b> | <b>-7</b> | <b>-6</b> | <b>-4</b> | <b>-1</b> | <b>0</b>  | <b>-5</b> | <b>4</b>  | <b>9</b>   | <b>12</b>  |
| Utdelningar   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          |
| Nyemission/återköp                                    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          |
| Förvärv   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          |
| Lånefinansiering och övriga justeringar               | 5         | 14        | 3         | 3         | 4         | -6        | 11        | -2        | 0          | 0          |
| <b>Kassaflöde</b>                                     | <b>0</b>  | <b>7</b>  | <b>-2</b> | <b>-1</b> | <b>3</b>  | <b>-6</b> | <b>6</b>  | <b>2</b>  | <b>9</b>   | <b>12</b>  |
| Icke kassaflödespåverkande poster                     | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          |
| <b>Nettoskuld (just)</b>                              | <b>2</b>  | <b>-4</b> | <b>-3</b> | <b>-3</b> | <b>-6</b> | <b>-2</b> | <b>9</b>  | <b>-8</b> | <b>-17</b> | <b>-32</b> |

## Tillväxt och marginaler

|                     | 2015A  | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt | -5%    | -17%  | -10%  | 30%   | 12%   | -12%  | 24%   | 28%   | 10%   |
| EBIT-tillväxt       | -1178% | 108%  | -22%  | -96%  | N/A   | -60%  | 114%  | 107%  | 28%   |
| EPS-tillväxt        | -585%  | 81%   | -26%  | -85%  | N/A   | -77%  | 281%  | 109%  | 28%   |
| Bruttomarginal      | 41%    | 43%   | 40%   | 39%   | 39%   | 39%   | 40%   | 40%   | 40%   |
| EBITDA-marginal     | 1%     | -4%   | -4%   | 4%    | 10%   | 6%    | 9%    | 12%   | 13%   |
| EBIT-marginal       | -5%    | -13%  | -11%  | 0%    | 7%    | 3%    | 5%    | 9%    | 10%   |

## Nyckeltal per aktie

|  | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS  | -0,6  | -1,1  | -0,8  | -0,1  | 0,5   | 0,1   | 0,5   | 1,0   | 1,2   |
| FCF per aktie                                | -1,3  | -0,5  | -1,0  | -0,1  | 0,0   | -0,4  | 0,3   | 0,7   | 0,9   |
| Utdelning per aktie                          | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut | 7,7   | 10,4  | 11,7  | 12,6  | 12,6  | 12,8  | 13,1  | 13,1  | 13,1  |

## Värderingsmultiplar

|                  | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A  | 2019A   | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|
| P/E              | -9,4  | -3,4  | -8,9  | -108,8 | 39,4    | 196,4 | 39,0  | 18,6  | 14,6  |
| P/EK             | 1,2   | 1,0   | 2,1   | 4,4    | 5,6     | 5,7   | 4,2   | 3,4   | 2,8   |
| P/FCF            | -6,1  | -7,0  | -7,3  | -198,3 | -8938,3 | -55,7 | 55,4  | 26,3  | 19,3  |
| Direktavkastning | 0%    | 0%    | 0%    | 0%     | 0%      | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |
| Utdelningsandel  | 0%    | 0%    | 0%    | 0%     | 0%      | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |
| EV/Sales         | 0,5   | 0,5   | 1,0   | 1,5    | 1,9     | 2,5   | 1,5   | 1,2   | 1,1   |
| EV/EBITDA        | 44,9  | -12,0 | -25,4 | 34,6   | 19,5    | 42,1  | 16,7  | 10,3  | 8,5   |
| EV/EBIT          | -10,8 | -3,9  | -9,2  | -466,2 | 28,1    | 80,7  | 29,09 | 14,05 | 11,01 |
| EV, årets slut   | 66,7  | 50,2  | 92,4  | 178,1  | 255,3   | 290,5 |       |       |       |

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](http://www.penser.se)