



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 28 October 2021

Beijer Alma

Fortsatt tillväxt i Q3

Intäkter

Omsättningen för Q3 uppgick till 1 335 mkr (991 mkr) vilket motsvarar en tillväxt y/y om 35%. Omsättningen överskred våra estimat om 1 254 mkr med ca 6%. Lesjöfors fortsätter att gå starkt och hade i kvartalet omsättning på 805 mkr, och växte 24% organiskt y/y.

Justerad lönsamhet något över estimat

Rörelseresultatet innehöll en sedan tidigare känd komponent om 45 mkr som relaterar till avyttringen i Tyskland tidigare i år. EBIT före jämförelsestörande poster var 220 mkr, motsvarande en marginal om 16,5%. Våra estimat uppgick till 196 mkr före justeringsposten, motsvarande en marginal om 15,7%.

Justerar estimat och motiverat värde

Vi gör mindre justeringar av våra estimat (se detaljer nedan under värderingssegmentet). Vi väljer fortsatt att värdera Beijer Alma både mot industribolag samt mot förvärvande bolag. Med en multipel om 17x rörelseresultatet för 2023e ser vi ett motiverat värde om 255 - 260 kr per aktie (250 - 255 kr).

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	255.00 - 260.00	
EPS, just 21e	9.7	9.53	1.8%	Sales,m	4,250	5,276	5,818	6,170	Current price	SEK223.00
EPS, just 22e	11.05	10.99	0.6%	Sales Growth	(8.0)%	24.1%	10.3%	6.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	13.46	13.36	0.7%	EBITDA, m	785	1,066	1,185	1,326		
				EBIT, m	544.8	837.2	917.6	1,045.2		
				EPS, adj	6.59	9.70	11.05	13.46		
				EPS Growth	(7.8)%	47.2%	13.9%	21.8%		
				Equity/Share	41.5	48.8	58.6	71.1		
				Dividend	3.00	3.00	3.00	3.00		
				EBIT Marginal	12.8%	15.9%	15.8%	16.9%		
				ROE (%)	15.8%	19.8%	18.8%	18.9%		
				ROCE	8.5%	11.0%	11.1%	12.0%		
				EV/Sales	3.47x	2.79x	2.53x	2.39x		
				EV/EBITDA	18.8x	13.8x	12.4x	11.1x		
				EV/EBIT	27.0x	17.6x	16.1x	14.1x		
				P/E, adj	33.9x	23.0x	20.2x	16.6x		
				P/Equity	5.4x	4.6x	3.8x	3.1x		
				Dividend yield	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%		
				FCF yield	6.0%	5.4%	7.0%	7.9%		
				Net Debt/EBITDA	0.7g	0.9g	0.2g	(0.3)g		

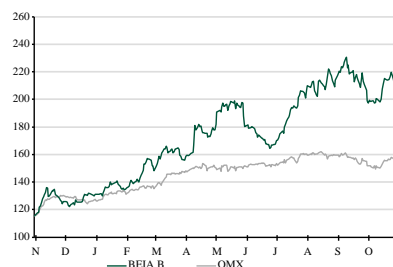
Kommande händelser

Q4-rapport 2022-02-16

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	60.3m
Market cap	13,447
Nettoskuld	1,285
EV	14,732
Free Float	73.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	29.0(k)
Reuters/Bloomberg	BEIAb.ST/BEIAB:SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 28 October 2021

Sammanfattning

Fortsatt tillväxt i Q3

Investment Case

Beijer Almas dotterbolag har breda produktutbud, attraktiva finansiella profiler och goda förutsättningar för långsiktig lönsam tillväxt. Förvärv utgör en central del av den operativa strategin och vi bedömer att Beijer Almas förvärvsstrategi är väl genomförd. Förvärven sker huvudsakligen inom Beijer Tech och Lesjöfors medan tillväxten inom Habia Cable primärt är organisk.

Bolags profil

En **decentraliserad företagsgrupp**. Beijer Alma är en företagsgrupp med verksamhet inom komponenttillverkning och industriell handel. Strategin bygger på att förvärva, äga och utveckla företag med goda förutsättningar för tillväxt. Lesjöfors, Habia Cable och Beijer Tech är dotterbolag till Beijer Alma.

Värdering

Beijer Almas sektorexponering samt inriktning mot förvärv gör att vi värderar bolaget mot både stora svenska verkstadsbolag och förvärvsdrivna bolag. På våra estimat värderas Beijer Alma till EV/EBIT 16x för 2022e, vilket är en rabatt mot snittmultipeln för verkstadsbolagen. En rabatt är motiverad baserat på Beijer Almas exponering mot offshoreindustri och därmed oljepriset. Värderar man istället Beijer Alma jämfört andra förvärvsdrivna bolag så är dessa värderade i spannet EV/EBIT 30-35x för 2022e. Även jämfört med denna grupp av bolag motiverar Beijer Almas sektorexponering viss rabatt.

Vi ser en skälig multipel om 17x EBIT 2023e, vilket motiveras av en tilltagande förvärvstakt och indikationer på tilltagande organisk tillväxt. Vi bedömer att Beijer Almas tilltagande förvärvstakt inte fullt återspeglas i värderingen och att fler förvärv är att vänta. 17x EBIT för 2023e motsvarar 258 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 255 - 260 kr per aktie och medelhög risk.

Kvartalet i detalj

Beijer Alma redovisade en ordergång om 1 361 mkr för Q3, vilket är en tillväxt om 32% y/y. Nettoomsättningen ökade 35% y/y, varav 23% organisk. Intäkterna var 6% över våra estimat, vilket främst förklaras av högre tillväxt inom Lesjöfors. EBIT (justerat för engångsposter) uppgick till 220 mkr, vilket kan jämföras med våra estimat om 196 mkr. EBIT före engångsposter motsvarade en marginal om 16,5 %.

Lesjöfors redovisade stark tillväxt om 37% y/y, varav 24% var organisk. EBIT-marginal före engångsposter i Lesjöfors uppgick till 20,8 % vilket vi ser som mycket starkt. Rörelseresultatet i Lesjöfors belastas dock av 45 mkr i avskrivningar relaterade till avyttringen av s&p Federwerk GmbH i Tyskland tidigare i år. Detta belopp var känt sedan tidigare och meddelades redan i samband med Q2-rapporten. Habia Cable redovisade 13% organisk tillväxt y/y, med en rörelsemarginal om 11,5%. Beijer Tech visade en tillväxt i nettoomsättning om 47%, där 30% var organisk.

Avvikelseanalys

Nedan sammanfattas vår avvikelseanalys för kvartalet. Intäkterna överskred våra estimat vilket primärt relaterar till starkare tillväxt i Lesjöfors. På grund av Lesjöfors starka rörelsemarginal var koncernens EBIT-marginal cirka en procentenhet bättre än vad vi trodde.

Parameter	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Intäkter	1 335,0	1 254	6%	Stark återhämtning organiskt i Lesjöfors
EBITDA	279,5	254	10%	Högre intäkter
EBIT	220	196	12%	Högre intäkter

Estimatförändringar

Vi gör endast mindre justeringar av EBIT och intäkter för 2021 och kommande år. Se nedan för en sammanfattning. Justeringarna härleds primärt till att vi höjer intäktestimaten under Q4 för Lesjöfors, samt justerar upp våra lönsamhetsantaganden något efter indikationer om god lönsamhet i förvärvade bolag.

Nya estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	5 276	5 818	6 170
Tillväxt	24%	10%	6%
EBIT	837,2	917,6	1 045,2
Rörelsemarginal	16%	16%	17%
EPS	9,70	11,05	13,46
Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	5 182	5 720	6 066
Tillväxt	22%	10%	6%
EBIT	807	902	1 029
Rörelsemarginal	16%	16%	17%
EPS	9,5	11,0	13,3
Förändring i %	2021e	2022e	2023e
Omsättning	2%	2%	2%
EBIT	4%	2%	2%
EPS	2%	1%	1%

Värdering

Vi värderar Beijer Alma med en kombination av en DCF-modell och en multipelansats. Vi väljer fortsättningsvis att värdera Beijer Alma relativt andra förvärvsdrivna bolag. Beijer Alma handlas för tillfället till en stor rabatt mot andra förvärvande bolag, men vi anser att man kan reducera rabatten i takt med att bolaget börjar värderas som ett förvärvande bolag. Nedan sammanställs vår värderingsmetod.

Vi konstruerar ett värderingsscenario för att tydliggöra värdeskapandet av förvärv. Vi har konstruerat estimat för de förvärvsdrivna bolagen för 2021-2024 för att generera en implicit värderingsmultipel som tar hänsyn till framtida förvärv. Konsensusestimaten inkluderar typiskt sett inte framtida förvärv, vilket förvrider multiplarna och inte tillskriver något värde till förvärvsmöjligheterna. Vi utgår i scenariot från att samtliga förvärv görs med egen kassa samt egna kassaflöden under 2021 - 2023.

Den antagna förvärvstakten är densamma som för perioden 2018-2020, med undantag för asterix-märkta bolagen nedan (*). Dessa bolag kunde inte täcka historisk förvärvstakt med nuvarande kassa samt kassaflöden för prognosperioden. För dessa bolag har förvärvstakten antagits till tillgängliga medel samt kassaflöden för 2021 - 2023.

Bolag	Organic Growth 2021-2024	Acq growth (%)	Sales 2023	EBIT-marg 2023e	EBIT 2023e	Implicit EV/EBIT 2023
Lifco AB Class B	1,6%	10%	19 194	17%	3 253,2	36,9
Indutrade AB	2,0%	7%	25 014	13%	3 176,1	33,2
Addtech AB Class B*	3,7%	6%	15 127	9%	1 403,9	36,6
Lagercrantz Group AB Class B	1,0%	5%	4 949	14%	700,9	35,7
Sdptech AB Class B*	3,2%	2%	2 433	16%	394,8	40,1
NIBE Industrier AB Class B	7,1%	6%	39 277	14%	5 325,6	42,5
Beijer Ref AB Class B*	3,9%	10%	20 888	8%	1 646,8	47,9
Instalco AB*	5,4%	6%	9 904	9%	916,8	26,8
Bravida Holding AB	1,7%	5%	25 963	7%	1 784,5	16,2
					Average	35,1

Den tydliga bilden blir att Beijer Alma har en stor värderingsrabatt mot övriga sektorn av förvärvande bolag. Rabatten kan sannolikt härledas till flera faktorer. Vi noterar bland annat att Beijer Alma har relativt låg förvärvad tillväxt 2018 - 2020 och att det finns ett samband där bolag med historiskt hög förvärvstakt har en hög framåtblickande multipel, vilket potentiellt reflekterar förväntningar på fortsatta förvärv. Utöver det har Beijer Alma exponering mot sektorer med stora cykliska inslag, såsom offshore-industrin.

Den ökade förvärvstakten sedan 2020 är en attraktiv utveckling som vi bedömer inte fullt värderas i rådande kursnivåer. Vi bedömer dessutom att en fortsatt välutförd förvärvsresa kommer att stärka multipeln för Beijer Alma ytterligare. Vid 50 % rabatt mot sektorkollegor värderas Beijer Alma till en framåtblickande EV/EBIT för 2023 om ca 17x, vilket ger ett motiverat värde om 255 - 260 kr.

Värdering, marginaler och tillväxt

	MV (mkr)	EV/Sales x			EV/EBIT x			P/E x		
		21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e
Förvärvande bolag										
Lifco AB Class B	3 026	7	6	6	37	35	33	52	49	37
Indutrade AB	406 893	4	4	4	33	32	30	39	37	34
Addtech AB Class B	8 535	4	4	3	40	36	34	46	42	39
Lagercrantz Group AB C	27 365	5	4	4	29	28	26	37	34	32
Sdiptech AB Class B	1 177	6	5	4	34	26	24	42	33	29
NIBE Industrier AB Class	18 234	8	7	7	55	50	45	80	73	66
Beijer Ref AB Class B	23 740	4	4	4	52	42	39	68	55	50
Instalco AB	419 834	3	3	2	32	28	26	41	35	32
Bravida Holding AB	31 657	1	1	1	20	18	17	24	22	20
Average ex. Beijer Alma		5	4	4	37	33	30	48	42	38
Beijer Alma		3	3	2	18	16	14	23	20	17

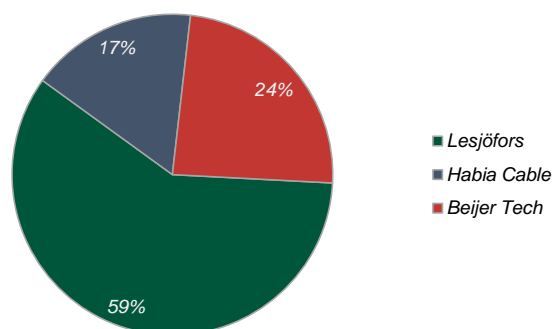
	MV (mkr)	Bruttomarginal (%)			Rörelsemarginal (%)			FCF-yield (%)		
		21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e
Förvärvande bolag										
Lifco AB Class B	3 026	42%	43%	43%	18%	18%	18%	1%	2%	3%
Indutrade AB	406 893	35%	35%	35%	13%	13%	13%	2%	3%	3%
Addtech AB Class B	8 535	31%	31%	32%	10%	10%	10%	2%	3%	3%
Lagercrantz Group AB C	27 365	39%	40%	40%	15%	15%	15%	2%	3%	3%
Sdiptech AB Class B	1 177	58%	63%	64%	16%	18%	18%	0%	3%	3%
NIBE Industrier AB Class	18 234	34%	34%	34%	15%	15%	15%	1%	1%	2%
Beijer Ref AB Class B	23 740	100%	98%	97%	8%	9%	9%	1%	2%	2%
Instalco AB	419 834	#N/A	#N/A	#N/A	9%	9%	9%	2%	3%	3%
Bravida Holding AB	31 657	15%	15%	15%	6%	7%	7%	2%	6%	6%
Average ex. Beijer Alma		44%	45%	45%	12%	13%	13%	1%	3%	3%
Beijer Alma		32%	32%	33%	16%	16%	17%	10%	12%	13%

	MV (mkr)	Försäljningstillväxt			EBIT-tillväxt			EPS-tillväxt		
		21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e
Förvärvande bolag										
Lifco AB Class B	3 026	24%	7%	5%	37%	7%	11%	36%	7%	33%
Indutrade AB	406 893	12%	5%	5%	20%	5%	6%	47%	7%	7%
Addtech AB Class B	8 535	18%	5%	6%	33%	8%	8%	66%	10%	8%
Lagercrantz Group AB C	27 365	22%	6%	5%	32%	7%	7%	37%	7%	6%
Sdiptech AB Class B	1 177	28%	14%	12%	35%	31%	16%	105%	28%	16%
NIBE Industrier AB Class	18 234	15%	9%	9%	27%	9%	11%	20%	9%	10%
Beijer Ref AB Class B	23 740	19%	12%	7%	32%	22%	9%	65%	23%	11%
Instalco AB	419 834	25%	11%	7%	27%	14%	8%	39%	16%	9%
Bravida Holding AB	31 657	3%	6%	4%	3%	11%	6%	17%	11%	7%
Average ex. Beijer Alma		18%	8%	7%	27%	13%	9%	48%	13%	12%
Beijer Alma		24%	10%	6%	41%	13%	21%	47%	14%	22%

Shareholder data

Shareholder	Votes	Shares
Anders Wall Stiftelser	6,9%	13,7%
Anders Wall	46,5%	11,9%
Lannebo Fonder	3,6%	7,1%
Odin Fonder	2,8%	5,6%
Other	40%	62%
Chairman		Johan Wall
CEO		Henrik Perbeck
CFO		Erika Ståhl
Investor contact		Henrik Perbeck
Website		https://beijeralma.se/

Revenue (%)



Källa: Holdings. Uppdaterat 2021-09-30

Case score card

Triggers

Starka kvartalsrapporter
Förvärv

Risker

Energipriser
Problem i distributionsled

Stöd

Diversifierad kund- och produktlista
Nära relationer med kunder

Agenda

Q4-rapport	2022-02-16
Q1-rapport	202-04-26

Resultaträkning

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	3 522	3 528	3 971	4 408	4 622	4 250	5 276	5 818	6 170
Kostnad sålda varor	-2 257	-2 262	-2 706	-3 032	-3 242	-2 959	-3 578	-3 956	-4 134
Bruttovinst	1 266	1 266	1 265	1 376	1 379	1 291	1 698	1 862	2 036
Försäljningskostnader	-366	-369	-376	-409	-422	-383	-455	-524	-524
Administrationskostnader	-313	-324	-348	-346	-375	-382	-428	-465	-457
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kostnader	0	0	0	0	0	0	-43	0	0
EBITDA	585	573	659	761	813	785	1 066	1 185	1 326
Av- och nedskrivningar	-111	-117	-131	-139	-231	-240	-229	-267	-280
EBIT	475	455	528	623	583	545	837	918	1 045
Finansiella intäkter	1	1	2	2	1	1	1	1	1
Finansiella kostnader	-11	-9	-12	-16	-26	-30	-34	-36	-36
Resultat före skatt	467	447	517	609	557	515	736	837	1 020
Skatt	-113	-119	-129	-140	-127	-118	-151	-172	-209
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	354	328	388	469	431	397	584	666	811
Nettoresultat (justerat)	354	328	388	469	431	397	584	666	811

Balansräkning

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	532	541	578	594	763	960	960	960	960
Övriga immateriella tillgångar	245	9	29	34	35	27	27	27	27
Materiella tillgångar	509	905	892	988	1 196	1 362	2 150	2 174	2 202
Övriga materiella tillgångar	29	49	52	61	268	40	63	63	63
Summa anläggningstillgångar	1 314	1 505	1 552	1 677	2 262	2 389	3 200	3 224	3 252
Varulager	673	718	825	952	1 051	945	1 108	1 164	1 234
Kundfordringar	630	655	731	809	777	735	791	873	925
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	252	274	328	291	465	616	219	733	1 335
Summa omsättningstillgångar	1 556	1 646	1 884	2 052	2 293	2 296	2 119	2 770	3 495
SUMMA TILLGÅNGAR	2 870	3 151	3 435	3 729	4 555	4 685	5 318	5 993	6 746
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	1 835	1 902	1 991	2 232	2 413	2 500	2 941	3 528	4 282
Minoritetsintressen	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Summa eget kapital	1 839	1 905	1 995	2 236	2 417	2 504	2 945	3 532	4 286
Långfristiga finansiella skulder	206	243	145	190	532	614	614	614	614
Övriga långsiktiga skulder	56	66	75	81	254	304	304	304	304
Summa långfristiga skulder	262	309	220	270	786	918	918	918	918
Leverantörsskulder	186	237	253	251	224	170	264	291	308
Övriga kortfristiga skulder	583	700	968	971	1 128	1 092	1 191	1 252	1 234
Summa kortfristiga skulder	769	937	1 221	1 222	1 352	1 262	1 455	1 542	1 542
Summa skulder	1 031	1 246	1 440	1 493	2 138	2 180	2 373	2 461	2 461
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 870	3 151	3 435	3 729	4 555	4 685	5 318	5 993	6 746

Kassaflödesanalys

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
Nettoresultat	354	328	388	469	431	397	584	666
Icke kassaflödespåverkande poster	102	109	132	138	239	237	229	267
Förändringar i rörelsekapital	-93	29	-132	-155	-81	87	-12	53
Kassaflöde från den operationella verksamheten	363	465	388	452	589	721	801	986
Investeringar	-112	-291	-118	-228	-300	-125	-264	-291
Fritt kassaflöde	252	174	270	224	289	596	537	695
Utdelningar	-286	-286	-286	-286	-307	-151	-181	-181
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	-78	-84	-4	-356	-219	-753	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	95	134	-60	0	66	-52	0	0
Kassaflöde	61	-57	-160	-66	-309	175	-397	514
Other non-cash adjustments	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	252	274	328	291	465	616	219	733

Finansiell ställning

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	194	313	409	440	920	573	969	185	-417
Soliditet	64%	60%	58%	60%	53%	53%	55%	59%	64%
Nettoskuldsättningsgrad	11%	16%	20%	20%	38%	23%	33%	5%	-10%
Nettoskuld / EBITDA	0,33	0,55	0,62	0,58	1,13	0,73	0,91	0,16	-0,31

Nyckeltal per aktie

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	5,87	5,40	6,43	7,76	7,14	6,59	9,70	11,05	13,46
FCF per aktie	4,07	4,15	4,78	4,06	6,55	9,89	8,91	11,53	12,99
Utdelning per aktie	7,75	4,75	4,75	5,10	2,50	3,00	3,00	3,00	3,00
Antal aktier efter utspädning vid årets slut	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3

Värdering

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	19	21	20	17	22	20	23	20	17
P/EK	4	4	4	4	4	3	5	4	3
P/FCF	27	28	27	32	24	13	25	19	17
Direktavkastning	7%	4%	4%	4%	2%	2%	1%	1%	1%
Utdelningsandel	132%	87%	74%	66%	35%	46%	31%	27%	22%
EV/Sales	2	2	2	2	2	2	3	3	2
EV/EBITDA	12	13	13	11	13	11	14	12	11
EV/EBIT	14	16	16	13	18	16	18	16	14
EV, årets slut	6808	7334	8303	8272	10351	8467			

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