



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 04 Februari 2022

Elanders

Väl hanterat 2021

Rekordresultat för helåret trots halvledarstök

Elanders rapporterade justerad EBITA om 244 mkr, strax lägre än föregående års 256 mkr i ännu ett kvartal som påverkades av halvledarbrist samt höga frakt- och materialkostnader. På helåret innebar detta justerad EBITA om 658 mkr (598) trots negativa valutaeffekter om -26 mkr. Styrelsen föreslår en utdelning på 3,60 kr (3,10) för 2021, som avrundades med förvärv i USA och Nederländerna.

Försiktigt optimistiska inför 2022

Underliggande efterfrågan bedöms som mycket stark från såväl befintliga som nya kunder. E-handelstrenden driver på såväl Supply Chain Solutions som Print & Packaging Solutions och inom t ex automotive beskrivs kundernas backlog som enorm på sina håll. De faktorer som gett upphov till osäkerhet under 2021 väntas bestå, men vår bedömning är att Elanders står väl rustade att möta utmaningarna.

Låg värdering

Vi ser utrymme för en uppvärdering av Elanders. Framför allt vad gäller Supply Chain Solutions tror vi att marknaden fortfarande inte tagit till sig Elanders struktur fullt ut, med den diversifierade struktur som bolaget besitter och den stabilitet det innebär. Vi har gjort mindre prognosförändringar efter rapporten, och motiverat värde höjs till 200 - 205 kr (195 - 200).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	200.0 - 205.0	
EPS, justerad 22e	14.52	13.84	4.9%	Omsättning, mkr	11,733	13,065	13,822	14,629	Aktiekurs	SEK155.4
EPS, justerad 23e	17.18	17.61	-2.4%	Tillväxt	6%	11%	6%	6%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	18.37	18.37	0.0%	EBITDA, mkr	1,468	1,784	1,968	2,082		
				EBIT, mkr	580	798	930	988		
				EPS, justerad	9.4	14.5	17.2	18.4		
				EPS tillväxt	13%	55%	18%	7%		
				EK/aktie	93.4	104.4	117.5	131.4		
				Utdelning/aktie	3.6	4.0	4.5	5.0		
				EBIT-marginal	4.9%	6.1%	6.7%	6.8%		
				ROE	10.0%	13.9%	14.6%	14.0%		
				ROCE	6.5%	8.5%	9.3%	9.4%		
				EV/Sales	0.9x	0.8x	0.8x	0.7x		
				EV/EBITDA	7.3x	6.0x	5.5x	5.2x		
				EV/EBIT	18.5x	13.5x	11.6x	10.9x		
				P/E, justerad	16.6x	10.7x	9.0x	8.5x		
				P/EK	1.7x	1.5x	1.3x	1.2x		
				Direktavkastning	2.1%	2.6%	2.9%	3.2%		
				FCF yield	15.2%	23.1%	25.8%	27.4%		
				Nettosk./EBITDA	3.6g	2.7g	2.3g	1.9g		

Kommande händelser		
Q1 2022		21 april
Q2 2022		12 juli
Q3 2022		17 oktober
Q4 2022		23 januari 2023

Bolagsfakta (mkr)		
Antal aktier		35m
Börsvärde		5,495
Nettoskuld		5,249
EV		10,744
Free float		38%
Daglig handelsvolym, snitt		23(k)
Reuters/Bloomberg	ELANb.ST/ELANB:SS	

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

alexander.vilval@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 04 Februari 2022

Sammanfattning

Väl hanterat 2021

Investment Case

Elanders, med grunden i Print & Packaging Solutions, består idag till 75% av Supply Chain Solutions. Denna siffra kommer att öka ytterligare genom förvärvet av Bergen Logistics. Elanders är tydligt diversifierade i ett antal dimensioner, vilket är ett centralt tema i vår syn på bolaget och aktien, och är något vi tror kommer att leda till högre multiplar på bolaget. Fokus för Elanders framöver ligger på att uppvisa stabila marginaler samt att kapitalisera på bolagets nya brohuvud, Bergen Logistics, i USA. Fortsatta förvärv i USA kan vara ett rimligt sätt att skala upp verksamheten ytterligare. Supply Chain Solutions kommer sannolikt successivt att öka ytterligare i betydelse, medan ett välskött Print & Packaging Solutions ger en bra bas. Vi ser en uppsida i Elanders, primärt drivet av en potentiell uppvärdering i marknadens syn på Supply Chain Solutions.

Bolagsprofil

Elanders grundades 1908 med ett avtal om sättning och tryckning av den svenska rikstelefonkatalogen, och utvecklades under 1900-talet inom tryckeri med nya teknologier inom sättning samt på 1970-talet med datoriserad fotosättning. I slutet på 1980-talet är Elanders ett av de största katalogtryckerierna i Europa och börjsnoteras i januari 1989. 2014 förvärvar Elanders det Singaporebaserade bolaget Mentor Media Ltd och tar ett stort steg in i marknaden för supply chain-tjänster. 2016 förvärvar Elanders LGI Logistics Group International GmbH, en av de ledande aktörerna inom Industrial Contract Logistics i Tyskland. Bolaget består av två affärsområden. Inom Supply Chain Solutions, som motsvarade 76% av försäljningen 2020, hanterar och optimerar Elanders flöden av råvaror, komponenter, färdiga produkter, pengar och information för kundernas räkning genom alla steg i produktens livscykel, från leverantörer och tillverkare fram till slutkonsumenten. Elanders har även över 100 års erfarenhet av tryckverksamhet och erbjuder i dag renodlade, kostnadseffektiva och innovativa lösningar som tillgodoser kundernas behov, både lokalt och globalt.

Värdering

Vi värderar Elanders utifrån ett perspektiv som grundar sig på vilka multiplar som kan motiveras för respektive affärsområde. Dessa multiplar appliceras på förväntade vinster år 2023. Motiverat värde uppgår till 200 - 205 kr (195 - 200).

Uppsida i värderingen av Supply Chain Solutions

Vid analysen av de fyra stora konkurrenterna, där supply chain solutions/contract logistics utgör en liten del av koncernerna, så är bilden uniform så tillvida att de förhållandevis små divisionerna som är direkta konkurrenter till Elanders SCS sannolikt bör åsättas en värderingsrabatt relativt koncernerna som helhet. Detta då marginalnivåer och/eller risken i marginalerna är lägre och/eller högre. Vi väljer det mer konservativa sambandet vid jämförelsen av kvartalsdata eller årsdata, där slutsatsen blir att marknaden sannolikt åsätter supply chain-divisionerna värderingar i spannet 44% - 65% av koncernerna som helhet. En betydande rabatt med andra ord. Här landar vi på en basmultipel avseende EV/EBITDA 2023e på 6,4x, vilken vi nu åsätter Elanders Supply Chain Solutions. Vi åsätter 5x EBITDA 2023e för Print & Packaging Solutions.

Värdering - Contract logistics/Supply Chain Solutions

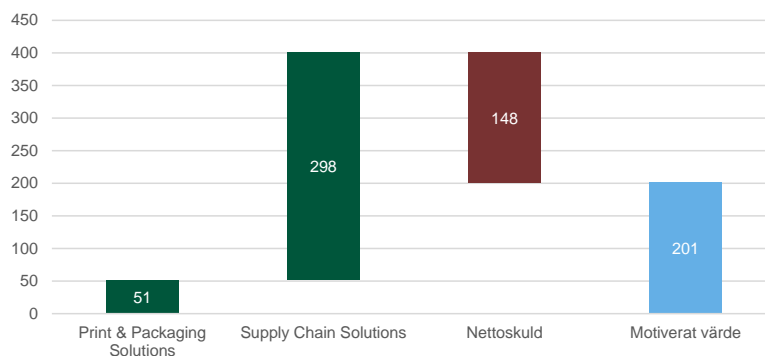
	EV/EBITDA 2023e	Marginal - snitt		Marginal - St.avv.		Riskmått		Implicit värderingsandel		Implicit värdering EV/EBITDA 2023e
		2017 - 2021 YTD	2017 - 2021 YTD	2017 - 2021 YTD	2017 - 2021 YTD	St.avv/snitt	St.avv/snitt	Per år	Per kvartal	
	FactSet	Per år	Per kvartal	Per år	Per kvartal	Per år	Per kvartal	Per år	Per kvartal	Lägst (år/kvartal)
Kuehne-nagel	11,4	7,0%	6,8%	2,0%	1,9%	28%	28%			
Contract Logistics		11,5%	11,3%	5,5%	5,2%	47%	46%	60%	60%	6,8
UPS	12,3	11,0%	10,9%	1,3%	1,8%	12%	17%			
Supply Chain Solutions		7,3%	7,2%	1,5%	1,5%	20%	21%	61%	80%	7,5
Deutsche Post DHL	6,6	11,8%	11,6%	2,4%	2,5%	20%	21%			
Supply Chain		10,4%	10,3%	2,6%	3,4%	25%	33%	81%	65%	4,3
DSV	15,4	9,9%	9,9%	2,0%	2,1%	21%	21%			
Solutions		14,0%	13,8%	6,5%	6,2%	47%	45%	44%	47%	6,8
Implicit värdering av contract logistics / supply chain solutions										6,4

Källa: Bolagen, EPB

Motiverat värde 200 - 205 kr per aktie

Motiverat värde uppgår till 200 - 205 kr (195 - 200), dominerat av Supply Chain Solutions 298 kr per aktie. Print & Packaging Solutions uppbär 51 per aktie, medan nettoskulden belastar med 148 kr per aktie. En DCF-värdering kan visa på högre värderingsnivåer, men ligger inte till grund för det motiverade värdet till följd av känsligheten för avkastningskravet. Antaget avkastningskrav i DCF-värderingen är implicit baserat på de multiplar vi resonerar kring i det motiverade värdet, men leder till ett värdering vi inte ser som sannolikt att uppnå på kort eller medellång sikt.

Elanders - Sum-of-the-parts - kr/aktie



Källa: Erik Penser Bank, Elanders

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			10 589
PV of terminal value (perpetuity formula)			4 748
Enterprise value			15 337
Latest net debt			5 249
Minority interests & other			
Equity value			10 088
No. of shares outstanding (millions)			35
Equity value per share (SEK)			285
Implicit multipl.			
	2022	2023	2024
EV/Sales	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	8,6	7,8	7,4
EV/EBIT	19,2	16,5	15,5
EV/NOPLAT	26,9	23,1	21,7
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			155,40

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	6,6%
Extra risk premium	3,0%
Beta	1,00
Cost of equity	10,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	10,0%

Terminal value assumptions	
Long-term growth rate	3,0%
Long-term EBIT margin	7,0%
Depreciation (% of sales)	1,4%
Capex (% of sales)	1,4%
Working cap. (% of sales)	4,8%
Tax rate	29%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	9,0%	308	324	343	365	391
	9,5%	283	296	312	330	351
	10,0%	261	272	285	300	318
	10,5%	241	251	262	275	289
	11,0%	223	232	241	252	264
		Long-term EBIT margin				
		2,0%	4,5%	7,0%	9,5%	12,0%
WACC	9,0%	169	254	343	429	516
	9,5%	157	235	312	389	467
	10,0%	146	216	285	355	424
	10,5%	136	199	262	325	387
	11,0%	128	184	241	298	355

EPB

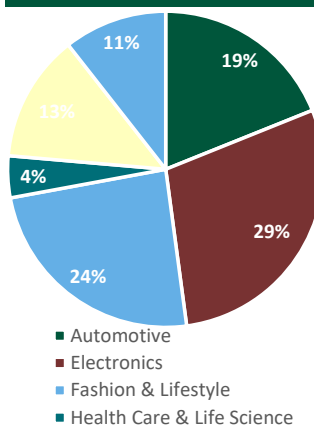
Bolagsdata

Största aktieägare	Röster	Aktier
Carl Bennet AB	65,88%	50,11%
Didner & Gerge Fonder	4,41%	6,45%
Svolder	4,39%	6,42%
Fjärde AP-fonden	3,64%	5,32%
Övriga	21,68%	31,70%

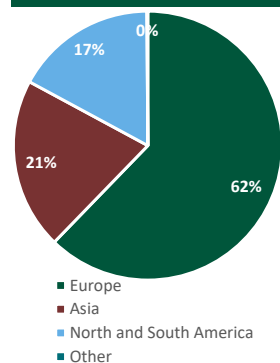
Ordförande	Carl Bennet
Verkställande direktör	Magnus Nilsson
Finansdirektör	Andréas Wikner
Investerarkontakt	Andréas Wikner
Hemsida	www.elanders.com

Källa: Bolaget, Holdings.se

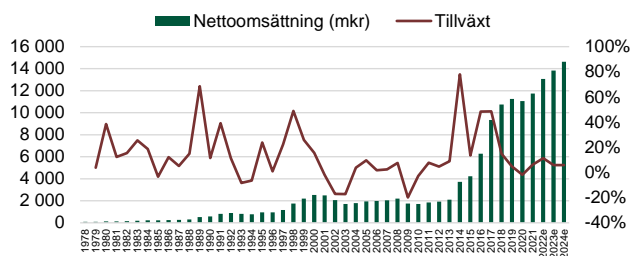
Sales/segment 12m



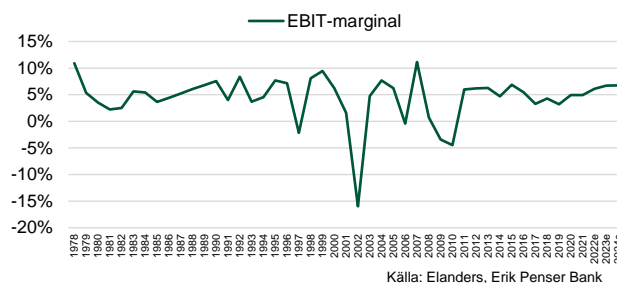
Sales/geografi 12m



Försäljning och tillväxt



Rörelsemarginal



Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	10 741,7	11 254,1	11 050,0	11 733,0	13 064,5	13 822,2	14 628,7
Kostnad för sålda varor	-9 330,2	-9 779,9	-9 478,0	-10 088,0	-11 098,1	-11 664,2	-12 340,7
Bruttoresultat	1 411,5	1 474,2	1 572,0	1 645,0	1 966,4	2 158,0	2 288,0
Försäljningskostnader	-355,8	-350,4	-321,4	-342,5	-377,8	-397,7	-421,0
Administrationskostnader	-677,9	-794,3	-728,6	-776,5	-856,4	-901,5	-954,3
Övriga rörelseintäkter	111,4	63,2	69,0	83,0	98,6	106,3	113,2
Övriga rörelsekostnader	-30,4	-34,1	-44,0	-29,0	-32,9	-35,3	-37,6
Varav av/nedskrivningar	-266,0	-927,0	-885,0	-888,0	-986,5	-1 038,5	-1 093,9
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	724,8	1 285,6	1 432,0	1 468,0	1 784,4	1 968,3	2 082,3
Rörelseresultat (EBIT)	458,8	358,6	547,0	580,0	797,8	929,8	988,4
Finansnetto	-92,5	-143,1	-132,0	-98,0	-80,0	-80,0	-80,0
Resultat före skatt	366,3	215,5	415,0	482,0	717,8	849,8	908,4
Skatt	-107,7	-62,7	-122,0	-151,0	-204,6	-242,2	-258,9
Periodens resultat	258,6	152,8	293,0	331,0	513,3	607,6	649,5

EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tillgångar							
Immateriella tillgångar	3 218,2	3 229,0	3 085,0	4 517,0	4 453,0	4 392,6	4 336,2
Materiella anläggningstillgångar	789,2	621,1	599,1	590,1	621,0	661,8	701,6
Nyttjanderätter	0,0	1 864,7	1 655,9	2 781,9	2 781,9	2 781,9	2 781,9
Andelar i intresseföretag	6,0	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skattefordringar	249,9	294,9	297,0	352,0	352,0	352,0	352,0
Övriga finansiella tillgångar	10,7	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	4 274,0	6 026,1	5 637,0	8 241,0	8 207,9	8 188,3	8 171,7
Varulager	467,6	335,3	233,0	400,0	444,2	470,0	497,4
Kundfordringar	1 761,9	1 740,4	1 344,0	1 822,0	2 025,0	2 142,4	2 267,5
Aktuella skattefordringar	64,9	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4
Övriga fordringar	135,5	111,2	111,2	111,2	117,6	124,4	131,7
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	310,8	248,8	124,4	239,4	239,4	239,4	239,4
Likvida medel	722,4	655,2	1 101,0	898,0	1 395,7	1 926,2	2 480,8
Summa omsättningstillgångar	3 463,1	3 179,3	3 002,0	3 559,0	4 310,3	4 990,8	5 705,1
Summa tillgångar	7 737,1	9 205,4	8 639,0	11 800,0	12 518,3	13 179,1	13 876,8
Eget kapital och skulder							
Eget kapital	2 707,4	2 777,0	2 908,0	3 304,0	3 690,0	4 156,1	4 646,5
Summa eget kapital	2 707,4	2 777,0	2 908,0	3 304,0	3 690,0	4 156,1	4 646,5
Leasingskulder	78,9	1 258,8	1 258,8	1 258,8	1 397,9	1 479,0	1 565,3
Övriga räntebärande skulder	2 270,9	2 214,2	2 009,2	4 067,2	4 067,2	4 067,2	4 067,2
Avsättningar för pensioner och liknande avsättningar	92,5	105,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga avsättningar	8,8	29,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	190,3	185,3	188,0	253,0	253,0	253,0	253,0
Summa långfristiga skulder	2 641,4	3 793,4	3 456,0	5 579,0	5 718,1	5 799,2	5 885,5
Leasingskulder	67,8	639,3	639,3	639,3	639,3	639,3	639,3
Övriga räntebärande skulder	750,9	397,7	47,7	181,7	181,7	181,7	181,7
Leverantörsskulder	795,3	677,5	667,5	1 175,5	1 306,5	1 382,2	1 462,9
Aktuella skatteskulder	30,3	51,1	51,1	51,1	51,1	51,1	51,1
Övriga skulder	101,0	121,3	121,3	121,3	121,3	121,3	121,3
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	567,8	591,1	591,1	591,1	653,2	691,1	731,4
Övriga avsättningar	75,2	157,0	157,0	157,0	157,0	157,0	157,0
Summa kortfristiga skulder	2 388,3	2 635,0	2 275,0	2 917,0	3 110,1	3 223,7	3 344,7
Summa eget kapital och skulder	7 737,1	9 205,4	8 639,0	11 800,0	12 518,2	13 179,0	13 876,7

EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Resultat efter finansiella poster	366,3	215,6	414,0	482,0	717,8	849,8	908,4
Justeringar	213,2	1 131,0	892,0	848,0	986,5	1 038,5	1 093,9
Betald skatt	-127,5	-114,2	-42,0	-128,0	-204,6	-242,2	-258,9
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	452,0	1 232,4	1 264,0	1 202,0	1 499,8	1 646,1	1 743,4
Förändring av rörelsekapital	3,5	104,2	461,0	-139,0	-60,5	-36,4	-38,7
Kassaflöde från den löpande verksamheten	455,5	1 336,6	1 725,0	1 063,0	1 439,3	1 609,8	1 704,7
Förvärv av immateriella och materiella anläggningstillgångar	-177,1	-142,8	-116,0	-128,0	-170,0	-190,0	-200,0
Försäljningar av materiella anläggningstillgångar	16,0	9,9					
Förvärv och avyttring av verksamheter	24,0	-5,0		-1 267,0			
Förändring i långsiktiga fordringar	-0,5	-1,6					
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-137,6	-139,5	-116,0	-1 395,0	-170,0	-190,0	-200,0
Kassaflöde finansieringsverksamheten	-317,8	-1 281,5	-1 060,0	55,0	-771,7	-889,3	-950,1
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-317,8	-1 281,5	-1 060,0	55,0	-771,7	-889,3	-950,1
Periodens kassaflöde	0,1	-84,4	549,0	-277,0	497,6	530,5	554,6
Likvida medel vid periodens början	679,4	722,3	655,1	1 100,1	898,1	1 395,7	1 926,2
Kursdifferens i likvida medel	42,8	17,2	-104,0	75,0			
Likvida medel vid periodens slut	722,3	655,1	1 100,1	898,1	1 395,7	1 926,2	2 480,8

EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	5%	-2%	6%	11%	6%	6%
EBIT-tillväxt	-22%	53%	6%	38%	17%	6%
EPS-tillväxt	-41%	92%	13%	55%	18%	7%
Bruttomarginal	13,1%	14,2%	14,0%	15,1%	15,6%	15,6%
EBITDA-marginal	11,4%	13,0%	12,5%	13,7%	14,2%	14,2%
EBIT-marginal	3,2%	5,0%	4,9%	6,1%	6,7%	6,8%
Skattesats	29%	29%	31%	29%	29%	29%

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	6%	10%	10%	14%	15%	14%
ROCE	5%	9%	7%	8%	9%	9%
Investeringar	140	116	1 395	170	190	200
Investeringar / omsättning	1%	1%	12%	1%	1%	1%
Varulager / omsättning	3%	2%	3%	3%	3%	3%
Kundfordringar / omsättning	15%	12%	16%	16%	16%	16%
Leverantörsskulder / omsättning	6%	6%	10%	10%	10%	10%
Rörelsekapital / omsättning	8%	3%	5%	5%	5%	5%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	3 961	2 854	5 249	4 890	4 441	3 973
Soliditet	30%	34%	28%	29%	32%	33%
Nettoskuldsättningsgrad	143%	98%	159%	133%	107%	85%
Nettoskuld / EBITDA	3,1x	2,0x	3,6x	2,7x	2,3x	1,9x

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	4,32	8,29	9,36	14,52	17,18	18,37
EPS, justerad	4,32	8,29	9,36	14,52	17,18	18,37
FCF per aktie	34,09	45,51	26,44	35,90	40,15	42,56
Utdelning per aktie	0,00	3,10	3,60	4,00	4,50	5,00
Eget kapital per aktie	78,5	82,2	93,4	104,4	117,5	131,4
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4

Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	20,2x	14,4x	18,6x	10,7x	9,0x	8,5x
P/EK	1,1x	1,5x	1,9x	1,5x	1,3x	1,2x
P/FCF	2,6x	2,6x	6,6x	4,3x	3,9x	3,7x
Direktavkastning	0,0%	2,6%	2,1%	2,6%	2,9%	3,2%
Utdelningsandel, justerat	0%	37%	38%	28%	26%	27%
EV/Sales	0,6x	0,6x	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA	5,5x	4,9x	7,8x	5,8x	5,0x	4,5x
EV/EBIT, justerat	19,6x	12,9x	19,7x	13,0x	10,7x	9,6x
Aktiekurs, årets slut	87,2	119,6	174,0	155,4	155,4	155,4
EV, årets slut	7 044	7 083	11 401	10 385	9 936	9 467

EPB

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