



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 22 April 2022

Elanders

Bra start på 2022

Stark inledning på 2022 drivet av Supply Chain Solutions

Elanders rapporterade EBITA på 187 mkr i Q1'22, vilket var en tydlig förstärkning jämfört med 142 mkr i Q1'21. Försäljningen var stabil, med en organisk tillväxt (ex-valuta) om 2%, medan det nyligen förvärvade Bergen Logistics uppges visa på höga tvåsiffriga tillväxttal i USA. Totalt sett ökade Elanders omsättningen med 23% till 3 371 mkr. Supply Chain Solutions uppbär nu 85% av R12m EBITDA.

Tempot är högt, med såväl risker som möjligheter in i 2022

Elanders pekar i rapporten på ett antal riskfaktorer som stör deras kunders verksamhet och efterfrågan. Högre energikostnader, leveransstörningar och höga sjukskrivningstal i inledningen av kvartalet är några av dessa. Trots detta levererar Elanders en bra rapport som visar på bolagets kvaliteter i termer av diversifiering mellan geografier och industrier.

Fortsatt låg värdering

Vi ser utrymme för en uppvärdering av Elanders. Konsensusprognoserna har stigit för Elanders noterade peers hittills i år, medan vinstmultiplarna sjunkit marginellt. Vi har höjt EBITDA-prognoserna med ca 2% för kommande år efter rapporten, medan finansnetto, avskrivningar och skatt tynger något på EPS. Motiverat värde uppgår till 190 - 200 kr per aktie (200 - 205).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	190.0 - 200.0	
EPS, justerad 22e	12.9	14.5	-11.4%	Omsättning, mkr	11,733	13,392	14,170	14,998	Aktiekurs	SEK147.8
EPS, justerad 23e	16	17.2	-6.8%	Tillväxt	6%	14%	6%	6%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	17.2	18.4	-6.3%	EBITDA, mkr	1,468	1,807	2,001	2,117		
				EBIT, mkr	580	783	932	992		
				EPS, justerad	9.4	12.9	16.0	17.2		
				EPS tillväxt	13%	37%	25%	7%		
				EK/aktie	93.4	102.7	114.7	127.4		
				Utdelning/aktie	3.6	4.0	4.5	5.0		
				EBIT-marginal	4.9%	5.8%	6.6%	6.6%		
				ROE (%)	10.0%	12.5%	14.0%	13.5%		
				ROCE	6.5%	8.5%	9.6%	9.6%		
				EV/Sales	0.9x	0.8x	0.7x	0.7x		
				EV/EBITDA	7.2x	5.9x	5.3x	5.0x		
				EV/EBIT	18.3x	13.5x	11.4x	10.7x		
				P/E, justerad	15.8x	11.5x	9.2x	8.6x		
				P/EK	1.6x	1.4x	1.3x	1.2x		
				Direktavkastning	2.1%	2.8%	3.1%	3.4%		
				FCF yield	15.2%	22.5%	29.0%	29.2%		
				Nettosk./EBITDA	3.6g	2.8g	2.3g	1.9g		

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

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	35m
Börsvärde	5,226
Nettoskuld	5,377
EV	10,603
Free float	35%
Daglig handelsvolym, snitt	25(k)
Reuters/Bloomberg	ELANb.ST/ELANb.SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

alexander.vilval@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 22 April 2022

Sammanfattning

Bra start på 2022

Investment Case

Elanders, med grunden i Print & Packaging Solutions, består idag till 80% 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 marknads 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 börsopteras 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 motsvarar ca 80% av försäljningen, 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 190 - 200 kr (200 - 205). Något lägre branschmultiplar, samt en högre nettoskuld per aktie ligger bakom justeringen.

Uppside i värderingen av Supply Chain Solutions

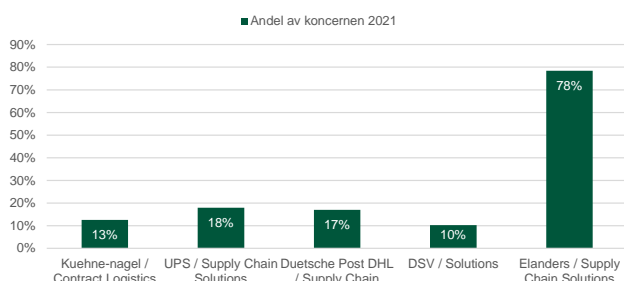
Vid analysen av de stora konkurrenterna, där supply chain solutions/contract logistics utgör en liten del av koncernerna, så är bilden uniform så tillvida att de förhållandevis små divisionerna som är direkta konkurrenter till Elanders SCS sannolikt bör åsättas en värderingsrabatt relativt koncernerna 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 43% - 67% av koncernerna som helhet. En betydande rabatt med andra ord. Här landar vi på en basmultipel avseende EV/EBITDA 2023e på 6,0x, vilken vi åsätter Elanders Supply Chain Solutions. Vi åsätter 5x EBITDA 2023e för Print & Packaging Solutions.

Implicit värdering - Contract logistics / Supply chain solutions

	EV/EBITDA 2023e	Marginal - snitt 2017 - 2021		Marginal - St.avv. 2017 - 2021		Riskmått St.avv/snitt		Implicit värderingsandel		Implicit värdering EV/EBITDA 2023e	
		FactSet	Per år	Per kvartal	Per år	Per kvartal	Per år	Per kvartal	Per år		Per kvartal
Kuehne-nagel Contract Logistics	10,7	7,1%	6,8%	2,1%	1,9%	30%	28%	64%	60%	6,4	
UPS Supply Chain Solutions	10,2	11,1%	10,9%	1,5%	1,8%	13%	17%	67%	80%	6,8	
Deutsche Post DHL Supply Chain	5,3	11,8%	11,6%	2,2%	2,5%	19%	21%	78%	65%	3,5	
DSV Solutions	12,9	9,8%	9,9%	2,0%	2,1%	20%	21%	43%	47%	5,5	
ID Logistics	6,0							100%	100%	6,0	
Implicit värdering av contract logistics / supply chain solutions (median)										6,0	

Källa: Bolagen, EPB

Andel - Supply chain solutions

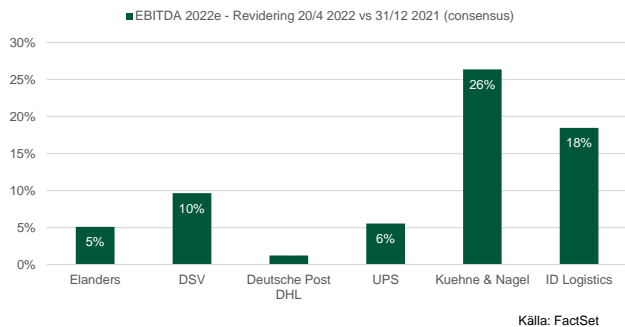


Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

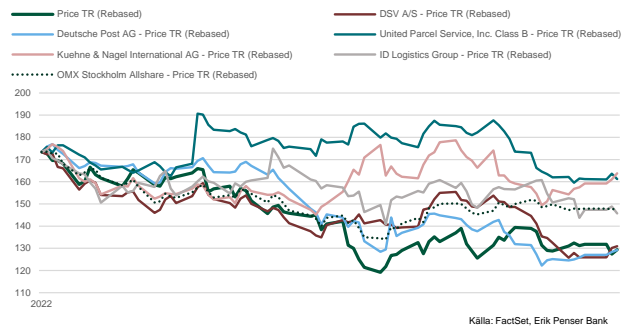
Svag kursutveckling, trots stigande estimat för branschkollegorna

Generellt sett har de stora logistikkoncernerna visat på svag kursutveckling i år, och Elanders har utvecklats svagare än snittet. Trots detta, och orosmolnen avseende världshandel, så har förväntningarna på resultatutvecklingen generellt stigit sedan årsskiftet. Vi bedömer även att marknads förväntningar på Elanders kommer att stiga framöver.

Estimatrevideringar - Konsensus



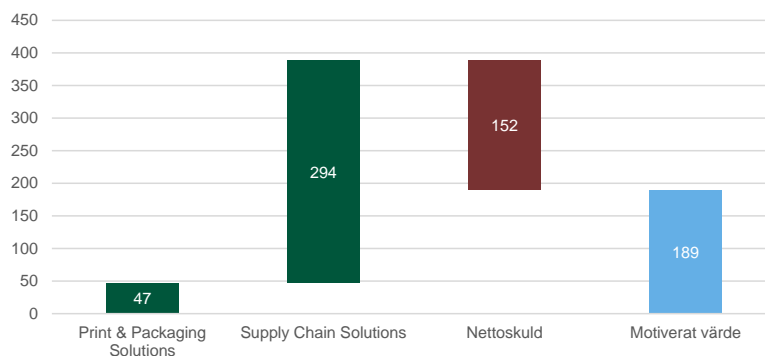
Kursutveckling - 2022



Motiverat värde 190 - 200 kr per aktie

Motiverat värde uppgår till 190 - 200 kr (200 - 205), dominerat av Supply Chain Solutions 294 kr per aktie. Print & Packaging Solutions uppbär 47 per aktie, medan nettoskulden belastar med 152 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)		11 017	
PV of terminal value (perpetuity formula)		4 968	
Enterprise value		15 985	
Latest net debt		5 377	
Minority interests & other			
Equity value		10 608	
No. of shares outstanding (millions)		35	
Equity value per share (SEK)		300	
Implicit multipl.			
	2022	2023	2024
EV/Sales	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.8	8.0	7.6
EV/EBIT	20.4	17.1	16.1
EV/NOPLAT	28.6	24.0	22.5
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			145.00

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)	1.3%
Capex (% of sales)	1.3%
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%	323	339	359	382	409
	9.5%	297	311	327	346	368
	10.0%	274	286	300	316	334
	10.5%	254	264	276	289	304
	11.0%	236	245	255	266	279
		Long-term EBIT margin				
		2.0%	4.5%	7.0%	9.5%	12.0%
WACC	9.0%	178	268	359	449	540
	9.5%	166	246	327	408	489
	10.0%	155	227	300	373	445
	10.5%	145	210	276	342	408
	11.0%	135	195	255	315	374

EPB

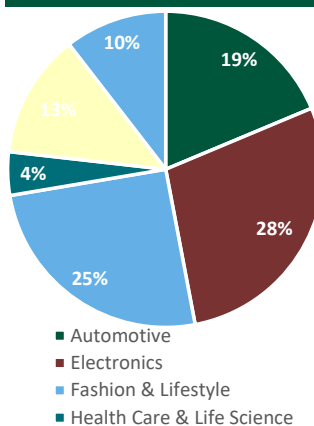
Bolagsdata

Största aktieägare	Röster	Aktier
Carl Bennet AB	65,92%	50,18%
Svolder	5,97%	8,73%
Protector Forsikring ASA	3,72%	5,44%
Fjärde AP-fonden	3,64%	5,32%
Övriga	20,75%	30,33%

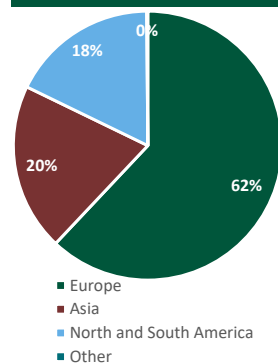
Ordförande	Carl Bennet
Verkställande direktör	Magnus Nilsson
Finansdirektör	Andréas Wikner
Investerarkontakt	Andréas Wikner
Hemsida	www.elanders.com

Källa: Bolaget, Holdings.se

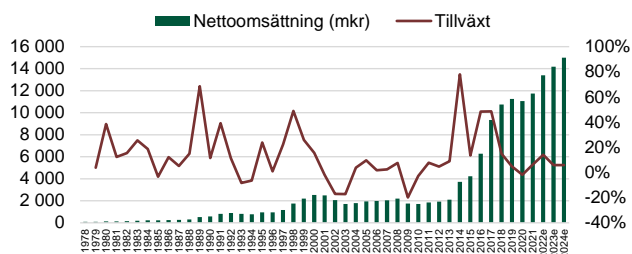
Sales/segment 12m



Sales/geografi 12m

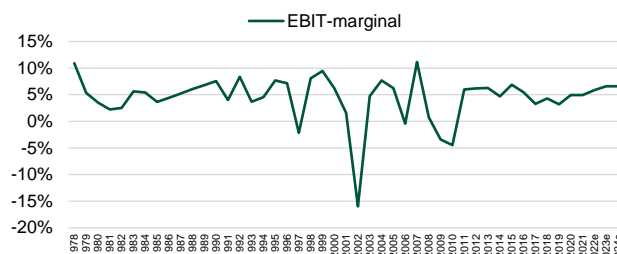


Försäljning och tillväxt



Källa: Elanders, Erik Penser Bank

Rörelsemarginal



Källa: Elanders, Erik Penser Bank

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	10 741,7	11 254,1	11 050,0	11 733,0	13 392,5	14 169,9	14 997,5
Kostnad för sålda varor	-9 330,2	-9 779,9	-9 478,0	-10 088,0	-11 364,4	-11 937,2	-12 630,8
Bruttoresultat	1 411,5	1 474,2	1 572,0	1 645,0	2 028,0	2 232,7	2 366,7
Försäljningskostnader	-355,8	-350,4	-321,4	-342,5	-398,3	-417,2	-441,4
Administrationskostnader	-677,9	-794,3	-728,6	-776,5	-902,8	-945,7	-1 000,6
Övriga rörelseintäkter	111,4	63,2	69,0	83,0	105,7	112,9	120,0
Övriga rörelsekostnader	-30,4	-34,1	-44,0	-29,0	-49,7	-50,4	-53,2
Varav av/nedskrivningar	-266,0	-927,0	-885,0	-888,0	-1 023,6	-1 068,8	-1 125,5
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	724,8	1 285,6	1 432,0	1 468,0	1 806,6	2 001,1	2 117,0
Rörelseresultat (EBIT)	458,8	358,6	547,0	580,0	783,0	932,3	991,6
Finansnetto	-92,5	-143,1	-132,0	-98,0	-141,0	-140,0	-140,0
Resultat före skatt	366,3	215,5	415,0	482,0	642,0	792,3	851,6
Skatt	-107,7	-62,7	-122,0	-151,0	-187,2	-225,8	-242,7
Periodens resultat	258,6	152,8	293,0	331,0	454,8	566,5	608,9

EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tillgångar							
Immateriella tillgångar	3 218,2	3 229,0	3 085,0	4 517,0	4 440,6	4 374,4	4 312,3
Materiella anläggningstillgångar	789,2	621,1	599,1	590,1	616,0	653,2	689,2
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	8 190,5	8 161,5	8 135,4
Varulager	467,6	335,3	233,0	400,0	535,7	481,8	509,9
Kundfordringar	1 761,9	1 740,4	1 344,0	1 822,0	2 075,8	2 196,3	2 324,6
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	120,5	127,5	135,0
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	1 161,7	1 742,1	2 266,7
Summa omsättningstillgångar	3 463,1	3 179,3	3 002,0	3 559,0	4 221,6	4 875,5	5 564,0
Summa tillgångar	7 737,1	9 205,4	8 639,0	11 800,0	12 412,1	13 037,0	13 699,4
Eget kapital och skulder							
Eget kapital	2 707,4	2 777,0	2 908,0	3 304,0	3 631,5	4 056,6	4 506,4
Summa eget kapital	2 707,4	2 777,0	2 908,0	3 304,0	3 631,5	4 056,6	4 506,4
Leasingskulder	78,9	1 258,8	1 258,8	1 258,8	1 433,0	1 516,2	1 604,7
Övriga räntebärande skulder	2 270,9	2 214,2	2 009,2	4 067,2	3 935,2	3 935,2	3 935,2
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	5 621,2	5 704,4	5 792,9
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	1 339,2	1 417,0	1 499,8
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	669,6	708,5	749,9
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	3 159,3	3 275,9	3 400,0
Summa eget kapital och skulder	7 737,1	9 205,4	8 639,0	11 800,0	12 412,0	13 036,9	13 699,3

EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Resultat efter finansiella poster	366,3	215,6	414,0	482,0	642,0	792,3	851,6
Justeringar	213,2	1 131,0	892,0	848,0	1 023,6	1 068,8	1 125,5
Betald skatt	-127,5	-114,2	-42,0	-128,0	-187,2	-225,8	-242,7
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	452,0	1 232,4	1 264,0	1 202,0	1 478,4	1 635,3	1 734,3
Förändring av rörelsekapital	3,5	104,2	461,0	-139,0	-156,6	43,0	-39,7
Kassaflöde från den löpande verksamheten	455,5	1 336,6	1 725,0	1 063,0	1 321,8	1 678,4	1 694,6
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	-888,2	-908,0	-970,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-317,8	-1 281,5	-1 060,0	55,0	-888,2	-908,0	-970,0
Periodens kassaflöde	0,1	-84,4	549,0	-277,0	263,6	580,4	524,7
Likvida medel vid periodens början	679,4	722,3	655,1	1 100,1	898,1	1 161,7	1 742,1
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	1 161,7	1 742,1	2 266,7

EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	5%	-2%	6%	14%	6%	6%
EBIT-tillväxt	-22%	53%	6%	35%	19%	6%
EPS-tillväxt	-41%	92%	13%	37%	25%	7%
Bruttomarginal	13,1%	14,2%	14,0%	15,1%	15,8%	15,8%
EBITDA-marginal	11,4%	13,0%	12,5%	13,5%	14,1%	14,1%
EBIT-marginal	3,2%	5,0%	4,9%	5,8%	6,6%	6,6%
Skattesats	29%	29%	31%	29%	29%	29%

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	6%	10%	10%	13%	14%	14%
ROCE	5%	9%	7%	8%	10%	10%
Investeringar	140	116	1 395	170	190	200
Investeringar / omsättning	1%	1%	12%	1%	1%	1%
Varulager / omsättning	3%	2%	3%	4%	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	5 028	4 530	4 094
Soliditet	30%	34%	28%	29%	31%	33%
Nettoskuldsättningsgrad	143%	98%	159%	138%	112%	91%
Nettoskuld / EBITDA	3,1x	2,0x	3,6x	2,8x	2,3x	1,9x

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	4,32	8,29	9,36	12,86	16,02	17,22
EPS, justerad	4,32	8,29	9,36	12,86	16,02	17,22
FCF per aktie	34,09	45,51	26,44	32,58	42,09	42,27
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	102,7	114,7	127,4
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	11,5x	9,2x	8,6x
P/EK	1,1x	1,5x	1,9x	1,4x	1,3x	1,2x
P/FCF	2,6x	2,6x	6,6x	4,5x	3,5x	3,5x
Direktavkastning	0,0%	2,6%	2,1%	2,7%	3,0%	3,4%
Utdelningsandel, justerat	0%	37%	38%	31%	28%	29%
EV/Sales	0,6x	0,6x	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA	5,5x	4,9x	7,8x	5,7x	4,9x	4,4x
EV/EBIT, justerat	19,6x	12,9x	19,7x	13,1x	10,5x	9,4x
Aktiekurs, årets slut	87,2	119,6	174,0	147,8	147,8	147,8
EV, årets slut	7 044	7 083	11 401	10 253	9 756	9 320

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