



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sverige | 02 Maj 2022

## Embellence Group

### Stark marginal i Q1'22

#### Stark marginal i Q1'22

Embellence Group rapporterade EBITA om 32,8 mkr i Q1'22, upp från 28,2 mkr i Q1'21. Försäljningen minskade organiskt med 6,3%, men förvärv och valuta drev en total tillväxt på 3,9%. Med starka jämförelsetal på top-line så var det positivt att den justerade EBITA-marginalen steg till 17,8% (15,9%). En hög andel premium, 58%, bidrog till marginalutvecklingen, vilket är ett styrketecken.

#### Artscape levererar enligt plan

Det senaste förvärvet, Artscape, levererar enligt förväntan så här långt enligt bolaget. Med ett bidrag på endast 20 affärsdagar så kommer genomslaget att bli tydligare i kommande kvartal. Artscape kommer även att bidra med en något lägre säsongsmässighet än koncernen som helhet. En satsning på ökad e-handel för flera av koncernens varumärken under våren kommer sannolikt även det att ge avtryck.

#### Oförändrat motiverat värde

Vi har gjort små prognosförändringar i spåren på Q1'22-rapporten. Motiverat värde uppgår till 41-42 kr per aktie (oförändrat). Våra prognoser framöver baseras på organisk tillväxt, men förvärv kommer att bli aktuellt även framöver. Att Embellence Group förvärvar till attraktiva multiplar, visar på starka marginaler i dessa tider av kostnadsinflation, samt har en bred geografisk exponering talar för aktien.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	41.0 - 42.0	
EPS, justerad 22e	4.3	4.3	0.0%	Omsättning, mkr	647	740	787	811	Aktiekurs	SEK32.1
EPS, justerad 23e	4.5	4.6	-3.6%	Tillväxt	14%	14%	6%	3%	Riskenivå	Low
EPS, justerad 24e	4.7	4.8	-3.0%	EBITDA, mkr	108	158	168	175		
				EBIT, mkr	80	124	135	141		
				EPS, justerad	2.8	4.3	4.5	4.7		
				EPS tillväxt	-%	54%	4%	5%		
				EK/aktie	13.0	16.5	19.6	22.5		
				Utdelning/aktie	0.8	1.3	1.8	1.9		
				EBIT-marginal	12.4%	16.8%	17.1%	17.4%		
				ROE (%)	20.2%	25.9%	22.7%	20.8%		
				ROCE	21.9%	26.2%	24.5%	22.9%		
				EV/Sales	1.5x	1.3x	1.2x	1.2x		
				EV/EBITDA	9.1x	6.2x	5.8x	5.6x		
				EV/EBIT	12.2x	7.9x	7.3x	7.0x		
				P/E, justerad	11.6x	7.5x	7.2x	6.9x		
				P/EK	2.5x	2.0x	1.6x	1.4x		
				Direktavkastning	2.3%	4.0%	5.6%	5.8%		
				FCF yield	1.2%	(3.8)%	12.1%	16.0%		
				Nettosk./EBITDA	1.2g	1.2g	0.8g	0.4g		

#### Kommande händelser

Q2 2022	19 juli
Q3 2022	25 oktober
Q4 2022	21 februari 2023

#### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	23m
Börsvärde	725
Nettoskuld	257
EV	982
Free float	64%
Daglig handelsvolym, snitt	25(k)
Reuters/Bloomberg	EMBELL.ST/EMBELL.SS

#### Kursutveckling 12 mån



#### Analytiker

alexander.vilval@penser.se



# Sammanfattning

## Stark marginal i Q1'22

### Investment Case

Embellence Group har starka marknadspositioner, goda förutsättningar att leverera på sina marginalmål samt en stark balansräkning vilken ger möjlighet att växa genom förvärv. Bolaget har en stor mönsterbank som arbetats upp över århundraden, vilket ger koncernen alla möjligheter att vara långsiktigt relevant över cykel- och trendsiften. Vi ser framför oss en fortsatt resa mot en successivt stigande andel premium i försäljningsmixen, vilket medför en stigande bruttomarginal som även ger en rörelsemarginal över målsättningen om 15% över en cykel. Givet de starka positioner Embellence Groups varumärken har på sina kärnmarknader, så finns sannolikt den stora potentialen på sikt i att få en hävstång på koncernens mönsterbank på nya marknader, såväl gällande geografier som produktgrupper. Vi ser en uppsida värderingsmässigt, trots att vi inte explicit räknar med några förvärv i våra prognoser.

Det senaste förvärvet, Artscape Inc, breddar Embellence produktportfölj och geografiska exponering ytterligare, med bibehållet fokus på mönster. Artscapes produkt är fönsterfilm, vilket är en ny kategori för Embellence, och synergier står att finna med Boråstapeter försäljnings/produktmässigt vad gäller mönster, men även vad gäller distribution, e-handelsförsäljning mot konsument samt även beträffande kostnader. Artscapes befintliga verksamhet står sig stark, EBITA-marginalen 2021 uppgick till 26%, och Embellence betalar initialt sett 5,1x EBITA, vilket är positivt ur ett värderingsperspektiv. Artscape har något lägre bruttomarginaler än Embellence, ca 47%, och produktionen görs av underleverantörer baserade i USA. 100% av produktportföljen är att betrakta som premium. Vi ser positivt på förvärvet, som tar Embellence ytterligare ett steg på vägen mot målet på 1,2 mdr kr i omsättning år 2025, samtidigt som det även bidrar till att minska risken i Embellence affär genom ökad geografisk och produktmässig diversifiering. Embellence möjligheter att leverera avkastning på sin mönsterbank ökar ytterligare.

### Bolagsprofil

Embellence Group är ett house of brands inom tapeter, textil och mattor. Historiken löper så långt tillbaka som 1500-talet, och varumärkena idag inkluderar Boråstapeter (Sverige), Cole & Son (UK), Wall&decò (Italien), Pappelina (Sverige), Perswall (Sverige) samt det nyligen förvärvade Artscape Inc (USA). Koncernen besitter en bank på över 17 000 mönster. Bolaget är via Cole & Son hovleverantör i Storbritannien och har starka marknadsandelar på huvudmarknaderna. Embellence Group har som målsättning att öka omsättningen till 1,2 mdr kr 2025, vilket kommer att drivas av förvärv utöver organisk tillväxt, samt att leverera en EBITA-marginal på över 15% under en cykel, något vi räknar med att Embellence Group överträffar 2022e.

### Värdering

Vi värderar Embellence Group med utgångspunkt i våra prognoser, från ett antal olika perspektiv. Dessa inkluderar enkel relativvärdering, värdering i relation till marginalnivåer, riskjusterade multiplar samt DCF-värdering. Summa summarum leder detta oss till ett motiverat värde i Embellence Group om 41-42 kr per aktie.

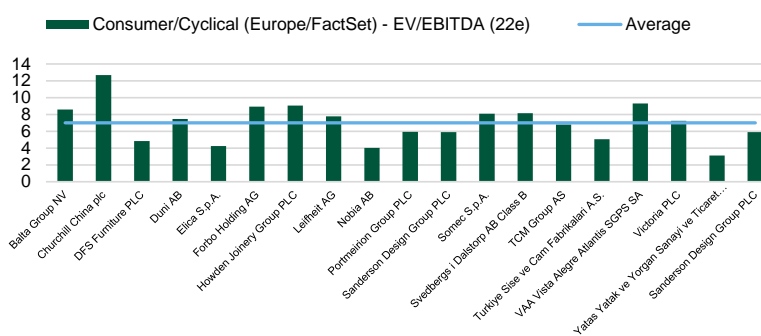
## Värdering

Vi värderar Embellence Group, med utgångspunkt i våra prognoser, från ett antal olika perspektiv vilka redogörs för nedan. Dessa inkluderar enkel relativvärdering, värdering i relation till marginalnivåer, riskjusterade multiplar samt DCF-värdering. Summa summarum leder detta oss till ett motiverat värde i Embellence Group om 41-42 kr per aktie.

### Relativvärdering - Vinstmultiplar

Värderingarna bland europeiska jämförelsebolag varierar avsevärt. En genomsnittlig EV/EBITDA-multiplikel i detta peer-set landar på 7,0x avseende 2022e. Detta implicerar en värdering på 38 kr per aktie för Embellence, baserat på vår prognos för 2022e samt dagens nettoskuld.

#### EV/EBITDA 2022e

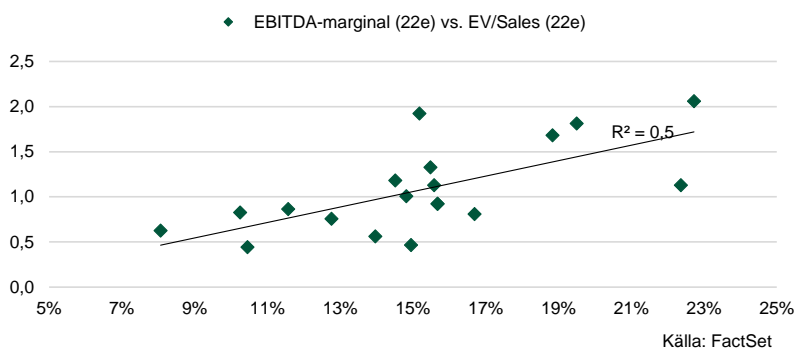


Källa: FactSet

### Relativvärdering - Värdering av försäljning visavi förväntade marginaler

Steg två i att hitta en relevant multiplikel blir att jämföra marginalnivåerna, eller avkastningen på försäljningen, hos bolagen i listan, med värderingen av denna försäljning; EV/Sales. Här indikerar en marginal på 21,3%, vilket är vår prognos för 2022e, en EV/Sales-multiplikel på 1,60x. Detta innebär en kurs på 41 kr.

#### Consumer/Cyclical (Europa)

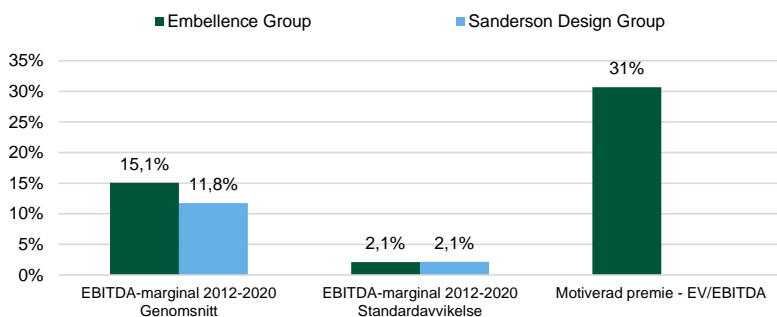


Källa: FactSet

## Embellence Groups historik talar för en värderingspremie mot närliggande peers

Vi jämför hur slagiga marginalerna har varit i termer av standardavvikelse med den genomsnittliga nivån för respektive bolag, i syfte att komma fram till ett riskmått för vinsten vilken vi vill sätta en multipel på. När vi sedan jämför detta riskmått mellan respektive bolag så kan det sedan översättas till en motiverad premie eller rabatt. I detta fall indikerar siffrorna, vilka illustreras i grafen nedan, att Embellence Group bör handlas med en premie på ca 31% jämfört med Sanderson Design Group avseende EV/EBITDA. Detta innebär en implicit kurs på ca 42 kr per aktie, givet våra prognoser för 2022e.

### Marginalernas motståndskraft och värdering



Källa: FactSet

## DCF-värdering

En kassaflödesvärdering enligt antagande nedan pekar på en värdering på 41 kr per aktie. Denna utgår ifrån ett avkastningskrav (WACC) på 10%, baserat på uppskattat avkastningskrav på aktiemarknaden på 7%, samt 3%-enheters risktillägg baserat på Embellence market cap.

### DCF

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			824
PV of terminal value (perpetuity formula)			366
<b>Enterprise value</b>			<b>1 189</b>
Latest net debt (inc. Acquisition)			257
Minority interests & other			0
<b>Equity value</b>			<b>932</b>
No. of shares outstanding (millions)			23
<b>Equity value per share (SEK)</b>			<b>41</b>

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA	7,5	7,1	6,8
EV/EBIT	9,6	8,8	8,4
EV/NOPLAT	12,1	11,1	10,6
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			32,10

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	6,6%
Extra risk premium	3,0%
Beta	1,0
Cost of equity	10,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	10,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	10,0%
Depreciation (% of sales)	4,0%
Capex (% of sales)	4,0%
Working cap. (% of sales)	12,6%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis					
Long-term growth rate					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC 9,0%	44	46	48	51	54
WACC 9,5%	41	43	44	46	49
WACC 10,0%	38	40	41	43	45
WACC 10,5%	36	37	39	40	42
WACC 11,0%	34	35	36	37	39

Long-term EBIT margin					
	5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC 9,0%	33	41	48	56	63
WACC 9,5%	31	38	44	51	58
WACC 10,0%	29	35	41	47	53
WACC 10,5%	28	33	39	44	49
WACC 11,0%	26	31	36	41	46

EPB

## Värderings slutsats

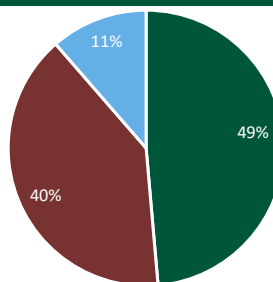
Vi åsätter Embellence Group ett motiverat värde på 41-42 kr per aktie. Detta baseras på resonemangen ovan avseende riskjusterade vinstmultiplar, samt DCF-värderingen.

## Bolagsdata

Största aktieägare	Röster	Aktier
Nordnet Pension	13,4%	13,4%
Litorina	12,9%	12,9%
JCE Group	11,1%	11,1%
Acervo AB	6,8%	6,8%
Övriga	55,8%	55,8%
Ordförande		Morten Falkenberg
Verkställande direktör		Olle Svensk
Finansdirektör		Pär Ihrskog
Investerarkontakt		Olle Svensk
Hemsida		embellencegroup.se

Källa: Bolaget, holdings.se

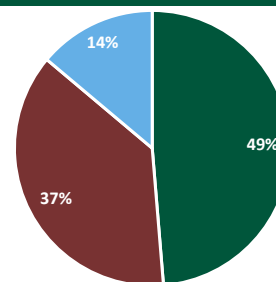
## EBITA/geo (12m)



■ Norden ■ Europa ■ Övriga världen ■ Norden ■ Europa ■ Övriga världen

EPB

## Förs./geo (12m)



EPB

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	583,6	605,8	569,9	646,9	739,6	787,2	810,8
Kostnad för sålda varor	-285,7	-295,0	-257,9	-287,8	-321,3	-346,4	-354,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>297,9</b>	<b>310,8</b>	<b>312,0</b>	<b>359,1</b>	<b>418,4</b>	<b>440,8</b>	<b>456,2</b>
Försäljnings- och administrationskostnader	-253,1	-279,1	-248,1	-282,1	-297,9	-308,7	-318,0
Övriga rörelseintäkter	1,6	1,6	4,0	5,1	4,4	2,8	2,8
Övriga rörelsekostnader	-6,9	-2,3	-1,9	-1,8	-0,9	0,0	0,0
Varav av/nedskrivningar	-26,6	-32,8	-26,7	-27,2	-33,6	-33,6	-33,6
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>66,2</b>	<b>63,8</b>	<b>92,7</b>	<b>107,5</b>	<b>157,6</b>	<b>168,4</b>	<b>174,6</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>39,6</b>	<b>31,0</b>	<b>66,0</b>	<b>80,3</b>	<b>124,0</b>	<b>134,8</b>	<b>141,0</b>
Finansnetto	-12,0	-14,5	-3,7	-6,0	-1,7	-8,0	-8,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>27,6</b>	<b>16,5</b>	<b>62,3</b>	<b>74,3</b>	<b>122,3</b>	<b>126,8</b>	<b>133,0</b>
Skatt	-8,1	-11,8	-14,4	-15,0	-25,9	-26,1	-27,4
<b>Periodens resultat</b>	<b>19,5</b>	<b>4,7</b>	<b>47,9</b>	<b>59,3</b>	<b>96,4</b>	<b>100,7</b>	<b>105,6</b>

EPB

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Tillgångar</b>							
Immateriella tillgångar	505,9	506,1	167,9	208,8	187,1	166,1	145,6
Materiella anläggningstillgångar	92,7	74,2	65,4	69,8	224,5	264,8	284,8
Nyttjanderätter	0,0	26,2	33,1	67,2	67,2	67,2	67,2
Uppskjuten skattefordringar	2,3	0,1	4,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Övriga finansiella tillgångar	0,0	0,0	0,5	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>600,9</b>	<b>606,6</b>	<b>271,6</b>	<b>347,5</b>	<b>480,4</b>	<b>499,8</b>	<b>499,3</b>
Varulager	101,6	107,3	85,2	86,9	88,8	94,5	97,3
Kundfordringar	79,3	71,3	83,9	104,8	119,8	127,5	131,3
Fordringar mot ägarföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktuella skattefordringar	6,4	7,2	3,6	4,8	4,8	4,8	4,8
Övriga fordringar / innehav för försäljning	5,6	26,7	5,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	15,9	22,1	14,5	15,2	15,2	15,2	15,2
Likvida medel	29,7	39,2	49,0	58,0	28,6	78,9	143,7
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>238,4</b>	<b>273,9</b>	<b>241,5</b>	<b>276,0</b>	<b>263,5</b>	<b>327,2</b>	<b>398,7</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>839,3</b>	<b>880,5</b>	<b>513,1</b>	<b>623,5</b>	<b>744,0</b>	<b>827,0</b>	<b>897,9</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>							
Eget kapital	263,5	277,2	211,8	293,4	371,8	443,5	508,9
<b>Summa eget kapital</b>	<b>263,5</b>	<b>277,2</b>	<b>211,8</b>	<b>293,4</b>	<b>371,8</b>	<b>443,5</b>	<b>508,9</b>
Leasingskulder	0,0	15,5	26,3	55,0	62,9	66,9	68,9
Avsättningar för pensioner	2,4	2,4	3,5	4,6	4,6	4,6	4,6
Räntebärande skulder	211,5	183,4	0,0	0,0	20,0	20,0	20,0
Övriga skulder	55,3	47,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	25,8	26,4	8,4	14,4	14,4	14,4	14,4
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>295,0</b>	<b>274,8</b>	<b>38,2</b>	<b>74,0</b>	<b>101,9</b>	<b>105,9</b>	<b>107,9</b>
Leasingskulder	0,0	9,3	6,5	12,0	12,0	12,0	12,0
Checkräkningskredit	135,2	130,4	107,9	116,0	116,0	116,0	116,0
Räntebärande skulder	26,9	53,5					
Leverantörsskulder	58,7	51,5	52,1	47,9	54,7	58,3	60,0
Övriga skulder /innehav för försäljning	12,1	33,4	34,5	29,9	29,9	29,9	29,9
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	47,9	50,5	62,1	50,3	57,7	61,4	63,2
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>280,9</b>	<b>328,5</b>	<b>263,1</b>	<b>256,1</b>	<b>270,3</b>	<b>277,6</b>	<b>281,1</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>839,3</b>	<b>880,5</b>	<b>513,1</b>	<b>623,5</b>	<b>744,0</b>	<b>827,0</b>	<b>897,9</b>

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Rörelseresultat	39,6	31,0	66,0	80,3	124,0	134,8	141,0
Justeringar	27,2	43,2	22,7	27,9	31,9	25,6	25,6
Betald skatt	-13,3	-10,3	-6,8	-9,4	-25,9	-26,1	-27,4
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>53,5</b>	<b>63,9</b>	<b>81,9</b>	<b>98,8</b>	<b>130,0</b>	<b>134,3</b>	<b>139,2</b>
Förändring av rörelsekapital	-42,2	-6,0	-14,8	-36,7	-2,7	-6,2	-3,1
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>11,2</b>	<b>57,9</b>	<b>67,1</b>	<b>62,1</b>	<b>127,4</b>	<b>128,1</b>	<b>136,1</b>
Förvärv av anläggningstillgångar	-47,2	-13,0	-17,4	-18,8	-20,0	-20,0	-20,0
Förvärv av bolag				-34,4	-134,7	-20,3	
Avvecklade verksamheter		-0,7	0,0				
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-47,2</b>	<b>-13,7</b>	<b>-17,4</b>	<b>-53,2</b>	<b>-154,7</b>	<b>-40,3</b>	<b>-20,0</b>
Kassaflöde finansieringsverksamheten	38,6	-32,8	-33,0	-2,3	-2,1	-37,5	-51,3
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>38,6</b>	<b>-32,8</b>	<b>-33,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-37,5</b>	<b>-51,3</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>2,6</b>	<b>11,4</b>	<b>16,6</b>	<b>6,6</b>	<b>-29,4</b>	<b>50,3</b>	<b>64,8</b>
Likvida medel vid periodens början	18,8	22,0	34,3	49,0	58,0	28,6	78,9
Kursdifferens i likvida medel	0,7	0,9	-1,9	2,4			
Likvida medel vid periodens slut	22,0	34,3	49,0	58,0	28,6	78,9	143,7

EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	4%	-6%	14%	14%	6%	3%
EBIT-tillväxt	-22%	113%	22%	54%	9%	5%
EPS-tillväxt				54%	4%	5%
Bruttomarginal	51,3%	54,7%	55,5%	56,6%	56,0%	56,3%
EBITDA-marginal	10,5%	16,3%	16,6%	21,3%	21,4%	21,5%
EBIT-marginal	5,1%	11,6%	12,4%	16,8%	17,1%	17,4%
Skattesats	72%	23%	20%	21%	21%	21%

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	2%	23%	20%	26%	23%	21%
ROCE	6%	26%	22%	26%	25%	23%
Investeringar	14	17	53	155	40	20
Investeringar / omsättning	2%	3%	8%	21%	5%	2%
Varulager / omsättning	18%	15%	13%	12%	12%	12%
Kundfordringar / omsättning	12%	15%	16%	16%	16%	16%
Leverantörsskulder / omsättning	8%	9%	7%	7%	7%	7%
Rörelsekapital / omsättning	16%	8%	14%	13%	13%	13%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,8x	1,1x	1,1x	1,0x	0,9x

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	353	92	125	182	136	73
Soliditet	31%	41%	47%	50%	54%	57%
Nettoskuldsättningsgrad	127%	43%	43%	49%	31%	14%
Nettoskuld / EBITDA	5,5x	1,0x	1,2x	1,2x	0,8x	0,4x

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad			2,77	4,27	4,46	4,68
EPS, justerad			2,77	4,27	4,46	4,68
FCF per aktie			0,42	-1,21	3,89	5,14
Utdelning per aktie			0,80	1,28	1,78	1,87
Eget kapital per aktie			13,7	16,5	19,6	22,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)			21,4	22,6	22,6	22,6

## Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat			12,4x	7,5x	7,2x	6,9x
P/EK			2,5x	2,0x	1,6x	1,4x
P/FCF			82,7x	neg	8,3x	6,2x
Direktavkastning			2,3%	4,0%	5,6%	5,8%
Utdelningsandel, justerad			29%	30%	40%	40%
EV/Sales			1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA			8,0x	5,8x	5,1x	4,6x
EV/EBIT, justerat			10,7x	7,3x	6,4x	5,7x
Aktiekurs, årets slut			34,4	32,1	32,1	32,1
EV, årets slut			861	907	861	798

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