



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sverige | 15 Juni 2022

Candles Scandinavia

Positionerad för stark uthållig tillväxt och lönsamhet

Urstark tillväxt på 65 procent i Q4

Omsättningen i Q4 var 32 mkr och EBIT var -9 mkr. Lönsamheten påverkades negativt av ett 2-3 veckor långt planerat produktionsstopp för att utöka kapaciteten. Q4 är ett säsongmässigt svagt kvartal. Nettoomsättningen för helåret var 162 mkr vilket är en ökning med 48% och i linje med vårt estimat. EBIT för helåret blev -14 mkr, vilket var lägre än vårt estimat och förklaras till stor del av produktionsstoppet.

Full orderbok och välinvesterad verksamhet

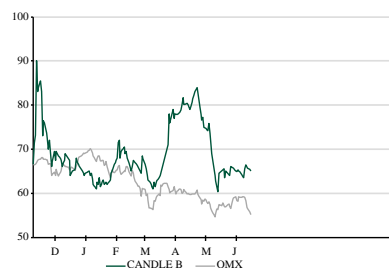
Orderboken är full de kommande 12 månaderna, innehåller en order värd 145 mkr från Candles största kund, Rituals, och är upp 75% y/y. Lönsamheten har varit pressad på grund av stora satsningar och investeringar av engångskaraktär. Vår bedömning är att Candles nu har en effektiv och skalbar plattform som säkerhetsställer en uthållig tillväxt och en kraftigt förbättrad lönsamhet under innevarande år.

Uthållig tillväxt på 50% i snitt

Vi räknar med att Candles växer organiskt med 50% i snitt de kommande fyra åren. Vi lämnar våra estimat oförändrade för de kommande fyra åren och räknar med en tillväxt på 55% och en positiv EBIT för innevarande räkenskapsår. Candles har en unik marknadsposition med storskalig produktion av 100% naturliga doftljus och konkurrenterna ligger minst 3-4 år efter enligt vår bedömning.

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk	
		21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	114.0 - 116.0
Q1 rapport	29 aug 2022					Aktiekurs	65.0
Q2 rapport	28 nov 2022					Riskenivå	Medium
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	158	246	364	521	
Antal aktier	8m	Tillväxt	48%	55%	48%	43%	
Börsvärde	509	EBITDA, mkr	(13.1)	6.3	33	54	
Nettoskuld	18	EBIT, mkr	(15)	4	31	52	
EV	527	EPS, justerad	(1.9)	0.0	2.6	4.6	
Free float	13%	EPS tillväxt	nm	nm	nm	74%	
Daglig handelsvolym, snitt	6(k)	EK/aktie	5.4	5.4	8.0	12.6	
Reuters/Bloomberg	CANDLE B	Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0	
		EBIT-marginal	(9.4)%	1.8%	8.6%	9.9%	
		ROE (%)	nm	0.6%	38.9%	44.1%	
		ROCE	nm	8.0%	40.9%	51.2%	
		EV/Sales	3.3x	2.1x	1.4x	1.0x	
		EV/EBITDA	(40.1)x	83.4x	15.8x	9.7x	
		EV/EBIT	(35.4)x	122.3x	16.9x	10.2x	
		P/E, justerad	(34.9)x	1,859.7x	24.8x	14.3x	
		P/EK	12.1x	12.0x	8.1x	5.2x	
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
		FCF yield	(5.9)%	(2.5)%	0.1%	1.4%	
		Nettosk./EBITDA	(1.2)g	2.2g	0.4g	0.1g	

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

mathias.carlson@penser.se



Sammanfattning

Positionerad för stark uthållig tillväxt och lönsamhet

Investment Case

Candles har en unik och ledande marknadsposition på den europeiska doftljusmarknaden. Candles erbjuder högkvalitativa doftljus av 100% naturligt vax i storskalig produktion. Efterfrågan på hållbara doftljus är stark vilket återspeglas i Candles genomsnittliga tillväxt om 52% de senaste tre åren. Kunderna efterfrågar ett hållbart alternativ till de dominerande, paraffinbaserade, doftljusen. Paraffin utvinns av fossilt bränsle. Vår bedömning är att Candles kommer att leverera en tillväxt om 48% i snitt de kommande fyra åren drivet av kundernas ökade fokus på miljö och hälsa. Candles har utformat en tillväxtstrategi för att realisera de stora värden som ligger i bolagets unika produkterbjudande. Produktionskapacitet är flaskhalsen för ökad tillväxt och Candles kommer att investera i en ny fabrik för kostnadseffektiv produktion på industriell skala som kommer att stå klar i andra halvan av 2023. Produktionskapaciteten ökas från dagens 3,5 miljoner ljus per år till 15 miljoner - en ökning med cirka 500%.

Bolagsprofil

Candles tillverkar doftljus med 100% växtbaserat, biologiskt nedbrytbart vax, baserat på svenskodlad raps. Candles unika marknadsposition och styrka är en kostnadseffektiv metod för storskalig produktion av kundanpassade doftljus av naturligt vax. Candles erbjuder ett hållbart alternativ i en marknad som domineras av paraffinvax som utvinns av fossilt bränsle. Candles bedriver sin verksamhet inom tre affärsområden: 1) Private label – kundanpassad tillverkning av naturliga doftljus och rumsdofter. Referenskunder är Rituals, H&M, Åhléns och Lyko. 2) Brands – Candles äger den exklusiva distributionsrätten i Norden för de världsledande varumärkena Yankee Candle, WoodWick och Millefiori Milano. Produktportföljen består av doftljus och rumsdofter. 3) Home party – ett helt nytt affärsområde som fokuserar på D2C-försäljning (Direct-to-Consumer) i Norden. Försäljning sker via så kallad nätverksförsäljning, eller multi-level marketing vilket innebär personlig direktförsäljning till slutkund.

Värdering

Vi värderar Candles med en DCF-modell för att fånga upp en stark långsiktig tillväxtprognos. Candles levererar negativa kassaflöden kommande två år men från 2023–24 väntar vi oss en stark utväxling i kassaflödet drivet av den nya fabriken och en skalbar produktionskapacitet. Vår bedömning är att Candles har potentialen att växa starkt organiskt under många år tack vare sin unika marknadsposition. Vi värderar Candles till ett EV på 928 mkr och ett Equity value på 908 mkr, vilket ger ett värde per aktie om 116 kronor. Vi antar en Cost of equity på 13,3%, WACC på 12,9%, långsiktig EBIT-marginal på 9,0% samt en tillväxt om 2,0%.

Motiverat värde

Vårt motiverade värde är 114–116 kronor per aktie. Candles är ett ungt börsbolag och måste bygga "track-record" för att realisera det motiverade värdet. Viktiga milstolpar måste uppfyllas så som: 1) Leverera tillväxt på cirka 50% kommande fyra kvartal, 2) Den nya fabriken måste stå klar i andra halvan av 2023, 3) Flytten av produktion och uppstart måste ske utan att tappa tillväxtmomentum och kostnadskontroll, och 4) Vi vill se att lönsamheten kommer tillbaka gradvis under 2022/23, efter två år av höga investeringskostnader. Det är viktigt att lyfta fram den begränsade likviditeten i aktien som en hämmande faktor i realiseringen av Candles verkliga värde. Dagens free float är endast 13%.

Värdering

Vi värderar Candles med hjälp av en DCF-modell för att fånga upp en stark långsiktig tillväxtprognos. Candles kommer enligt våra prognoser att leverera negativt kassaflöde kommande två år men från 2023/24 väntar vi oss en stark utväxling i kassaflödet drivet av den nya fabriken och skalbar produktionskapacitet. Vår bedömning är att Candles har potential att växa starkt organiskt under många år. Detta på grund av sin unika marknadsposition med fokus på 100% naturliga doftljus och kostnadseffektiv teknik för storskalig produktion. Vi ser inte att några konkurrenter har motsvarande position idag.

Vi värderar Candles till ett EV på 928 mkr och ett Equity value på 908 mkr, vilket ger ett värde per aktie om 116 kronor. Vi använder oss av ett avkastningskrav på eget kapital på 13,3%, en WACC på 12,9% och en långsiktig EBIT-marginal på 9,0% samt en tillväxt på 2,0%.

Candles är ett ungt börsbolag och måste bygga "track-record" för att aktiekursen skall nå 116 kronor. Viktiga milstolpar måste uppfyllas enligt vår bedömning och vi har identifierat följande:

- Leverera tillväxt på cirka 50% kommande fyra kvartal
- Den nya fabriken måste stå klar i andra halvan av 2023
- Flytten av produktion och uppstart måste ske utan att tappa tillväxtmomentum och kostnadskontroll
- Vi vill se att lönsamheten gradvis kommer tillbaka under 2022/23, efter två år av höga investeringskostnader.

Vi vill lyfta fram en ökad operationell risk som en viktig faktor att beakta i värderingen av aktien på kort- till medellång sikt. Den stora transformation som Candles står inför vad gäller uppförandet av en ny fabrik, flytten av produktionen och uppstarten ställer höga krav på ledning och övrig personal under 2022 och 2023. En effektiv exekvering och kostnadskontroll är kritiska element för fortsatt tillväxtmomentum och kostnadskontroll.

Slutligen är det viktigt att poängtera den begränsade likviditeten i aktien som ytterligare en potentiell hämmande faktor i realiseringen av Candles verkliga värde. Dagens free-float är endast 13% vilket ökar risken för investerare eftersom det är svårt att gå in och ur en aktieposition med hög volatilitet som följd.

Vi presenterar vår DCF-värdering i detalj nedan.

DCF-värdering

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis																																																
Sum of PV of FCF (explicit period)		347		Risk free nominal rate	2,5%	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2" rowspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th>1,0%</th> <th>1,5%</th> <th>2,0%</th> <th>2,5%</th> <th>3,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="5">WACC</td> <td>11,9%</td> <td>124</td> <td>129</td> <td>135</td> <td>141</td> <td>148</td> </tr> <tr> <td>12,4%</td> <td>116</td> <td>120</td> <td>125</td> <td>130</td> <td>136</td> </tr> <tr> <td>12,9%</td> <td>108</td> <td>112</td> <td>116</td> <td>121</td> <td>126</td> </tr> <tr> <td>13,4%</td> <td>100</td> <td>104</td> <td>108</td> <td>112</td> <td>116</td> </tr> <tr> <td>13,9%</td> <td>94</td> <td>97</td> <td>100</td> <td>104</td> <td>108</td> </tr> </tbody> </table>								Long-term growth rate					1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	WACC	11,9%	124	129	135	141	148	12,4%	116	120	125	130	136	12,9%	108	112	116	121	126	13,4%	100	104	108	112	116	13,9%	94	97	100	104	108
		Long-term growth rate																																																				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%																																																
WACC	11,9%	124	129	135	141	148																																																
	12,4%	116	120	125	130	136																																																
	12,9%	108	112	116	121	126																																																
	13,4%	100	104	108	112	116																																																
	13,9%	94	97	100	104	108																																																
PV of terminal value (perpetuity formula)		581		Risk premium	5,5%	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2" rowspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th>4,0%</th> <th>6,5%</th> <th>9,0%</th> <th>11,5%</th> <th>14,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="5">WACC</td> <td>11,9%</td> <td>67</td> <td>101</td> <td>135</td> <td>169</td> <td>203</td> </tr> <tr> <td>12,4%</td> <td>62</td> <td>94</td> <td>125</td> <td>156</td> <td>188</td> </tr> <tr> <td>12,9%</td> <td>58</td> <td>87</td> <td>116</td> <td>145</td> <td>174</td> </tr> <tr> <td>13,4%</td> <td>54</td> <td>81</td> <td>108</td> <td>135</td> <td>161</td> </tr> <tr> <td>13,9%</td> <td>51</td> <td>76</td> <td>100</td> <td>125</td> <td>150</td> </tr> </tbody> </table>								Long-term EBIT margin					4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%	WACC	11,9%	67	101	135	169	203	12,4%	62	94	125	156	188	12,9%	58	87	116	145	174	13,4%	54	81	108	135	161	13,9%	51	76	100	125	150
		Long-term EBIT margin																																																				
		4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%																																																
WACC	11,9%	67	101	135	169	203																																																
	12,4%	62	94	125	156	188																																																
	12,9%	58	87	116	145	174																																																
	13,4%	54	81	108	135	161																																																
	13,9%	51	76	100	125	150																																																
Enterprise value		928		Extra risk premium	4,0%																																																	
Latest net debt		20		Beta	1,1																																																	
Minority interests & other		-		Cost of equity	13,3%																																																	
Equity value		908		Cost of debt (pre-tax)	5,0%																																																	
No. of shares outstanding (millions)		7,8		Tax rate	22%																																																	
Equity value per share (SEK)		116		Target debt/(debt + equity)	5%																																																	
				WACC	12,9%																																																	
Implicit multiples				Terminal value assumptions																																																		
EV/Sales	2024	2025	2026	Long term growth rate	2,0%																																																	
EV/EBITDA	28	17	11	Long term EBIT margin	9,0%																																																	
EV/EBIT	30	18	11	Depreciation (% of sales)	1,0%																																																	
EV/NOPLAT	38	23	15	Capex (% of sales)	1,0%																																																	
Current Share price			65	Working cap. (% of sales)	10%																																																	
Upside / Downside %			78%	Tax rate	22%																																																	

DCF-scenario

	2022-06-14	Apr-23	Apr-24	Apr-25	Apr-26	Apr-27	Apr-28	Apr-29	Apr-30	Apr-31	Apr-32	Apr-33	Terminal
DCF (SEKm)		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales		246	364	521	763	1 075	1 455	1 888	2 345	2 783	3 148	3 385	3 453
EBITDA		6	33	54	85	118	157	202	247	290	323	343	345
- Depreciation		-2	-2	-3	-3	-5	-8	-12	-17	-22	-27	-31	-35
= EBIT		4	31	52	81	112	149	189	230	268	296	312	311
- Tax on EBIT		-1	-7	-11	-18	-25	-33	-42	-51	-59	-65	-69	-68
= NOPLAT		3	24	40	63	88	116	148	180	209	231	243	242
+ Depreciation		2	2	3	3	5	8	12	17	22	27	31	35
= Gross cash flow		5	26	43	67	93	125	160	197	231	258	275	277
- Capex		-3	-4	-5	-8	-11	-15	-19	-23	-28	-31	-34	-35
- Increase (+decrease) in WC		-12	-19	-26	-23	-32	-39	-45	-48	-45	-38	-25	-7
= Free cash flow from operations		-10	4	12	36	50	71	96	126	157	189	216	235
PV of cash flow		-9	3	8	23	28	35	42	48	54	57	58	581
% of Enterprise value		-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	5%	6%	6%	6%	63%
Accumulated % of Enterprise value		-1%	-1%	0%	3%	6%	9%	14%	19%	25%	31%	37%	100%

Nyckelsiffror

Key figures	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth		47,9%	43,3%	46,4%	40,9%	35,3%	29,8%	24,2%	18,7%	13,1%	7,6%	2,0%
EBITDA margin	2,6%	9,2%	10,4%	11,1%	10,9%	10,8%	10,7%	10,5%	10,4%	10,3%	10,1%	10,0%
EBITDA growth		427,2%	62,5%	56,2%	39,2%	33,7%	28,1%	22,6%	17,1%	11,6%	6,1%	0,6%
EBIT margin	1,8%	8,6%	9,9%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%
Depreciation (% of sales)	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%
Capex (% of sales)	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Capex (% of depreciation)	158,8%	173,7%	203,8%	227,6%	196,3%	172,6%	153,9%	138,9%	126,6%	116,3%	107,5%	100,0%
Working capital (% of sales)	4,9%	8,4%	10,8%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Tax rate	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

Resultaträkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoomsättning	45	74	107	158	246	364	521	763
Tillväxt		64%	45%	48%	55%	48%	43%	46%
Rörelsens kostnader exkl. avskrivningar	-47	-70	-97	-178	-244	-338	-477	-694
EBITDA	-1	6	14	-13	6	33	54	85
EBITDA-marginal	-2%	8%	13%	-8%	3%	9%	10%	11%
Avskrivningar	-0,8	-1,1	-1,2	-1,8	-2,0	-2,1	-2,6	-3,4
EBIT	-2	5	13	-15	4	31	52	81
EBIT-marginal	-4%	6%	12%	-9%	2%	9%	10%	11%
Resultat från andelar i intressebolag	0,0	0,0	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansnetto	-0,8	-1,2	-2,5	-3,0	-4,0	-4,9	-5,9	-6,9
Resultat före skatt	-3	3	10	-18	0	26	46	74
Skatter	0	0	-2	3	0	-6	-10	-16
Nettoresultat	-3	3	7	-15	0	21	36	58

Källa: Candles, EPB estimat

Balansräkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
TILLGÅNGAR								
Immateriella anläggningstillgångar	2,8	2,4	3,0	3,1	2,9	3,1	3,7	4,9
Materiella anläggningstillgångar	0,7	0,9	1,7	2,7	4,1	5,4	7,4	10,5
Finansiella anläggningstillgångar	0,4	0,4	0,6	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Summa anläggningstillgångar	3,9	3,8	5,3	11,0	12,2	13,8	16,4	20,7
Varulager	24,3	28,5	39,6	64,9	58,6	83,5	115,9	163,7
Kundfordringar	7,9	15,3	11,0	15,1	20,2	39,7	71,4	104,5
Övriga omsättningstillgångar	1,3	1,9	2,8	3,3	6,4	9,5	13,5	19,8
Likvida medel	0,0	0,0	0,4	4,4	10,0	10,0	10,0	29,8
Summa omsättningstillgångar	33,5	45,7	53,8	87,7	95,2	142,7	210,8	317,8
SUMMA TILLGÅNGAR	37,4	49,4	59,1	98,7	107,4	156,5	227,2	338,5
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	2,0	5,1	13,0	42,2	42,5	63,0	98,6	156,6
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Långfristiga skulder	8,8	8,9	6,1	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kortfristiga skulder	26,5	35,4	39,9	50,7	59,1	87,6	122,7	176,1
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	37,4	49,4	59,1	98,7	107,4	156,5	227,2	338,5

Källa: Candles, EPB estimat

Kassaflödesanalys

	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Resultat före skatt	3,4	9,6	-17,9	0,4	26,3	45,7	74,3
Betald skatt	0,0	0,0	-1,0	-0,1	-5,8	-10,1	-16,3
Avskrivningar	1,1	1,2	2,3	2,0	2,1	2,6	3,4
Förändringar i rörelsekapital	-3,7	-6,9	-19,6	-11,9	-18,6	-25,7	-23,0
Kassaflöde från den op. verksamheten	0,4	4,0	-34,7	-9,7	4,0	12,5	38,3
Investeringar i anläggningstillgångar	-0,5	-2,7	-3,0	-3,2	-3,6	-5,2	-7,6
Fritt kassaflöde	-0,1	1,3	-37,6	-12,9	0,3	7,3	30,7
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission / återköp	0,0	0,0	41,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	18,5	-0,3	-7,3	-10,9
Kassaflöde	-0,1	1,3	4,0	5,6	0,0	0,0	19,8

Källa: Candles, EPB estimat

Tillväxt och marginaler

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Omsättningstillväxt		64%	45%	48%	55%	48%	43%	46%
EBITDA-tillväxt, justerad		nm	148%	-192%	nm	427%	63%	56%
EPS-tillväxt, justerad		nm	-68%	-289%	nm	7401%	74%	63%
EBITDA-marginal (justerad)	neg	8%	13%	neg	3%	9%	10%	11%
EBIT-marginal (justerad)	neg	6%	12%	neg	2%	9%	10%	11%
Skattesats	0%	9%	24%	22%	22%	22%	22%	22%

Källa: Candles, EBP estimat

Kapitaleffektivitet

	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
ROE, justerad	87%	76%	neg	1%	39%	44%	45%
ROCE, justerad	19%	41%	neg	8%	41%	51%	59%
ROIC	19%	44%	neg	8%	47%	57%	68%
Varulager / omsättning	39%	37%	41%	24%	23%	22%	21%
Rörelsekapital / omsättning	90%	76%	53%	64%	65%	66%	65%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,8x	1,6x	2,3x	2,3x	2,3x	2,3x

Källa: Candles, EPB estimat

Finansiell ställning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoskuld	18	23	18	16	14	14	6	-24
Soliditet	5%	10%	22%	43%	40%	40%	43%	46%
Nettoskuldsättningsgrad	892%	455%	136%	37%	33%	22%	7%	-15%
Nettoskuld / EBITDA	-17,3x	4,0x	1,2x	-1,2x	2,2x	0,4x	0,1x	-0,3x

Källa: Candles, EPB estimat

Aktiedata

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
EPS, rapporterad	-2,6	3,1	1,0	-1,9	0,0	2,6	4,6	7,4
EPS, justerad	-2,6	3,1	1,0	-1,9	0,0	2,6	4,6	7,4
FCF per aktie	0,0	0,4	0,6	-4,4	-1,6	0,0	0,9	3,9
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eget kapital per aktie	2,0	5,1	1,9	5,4	5,4	8,0	12,6	20,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	1,0	1,0	7,0	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8

Källa: Candles, EPB estimat

Värdering

	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
P/E, justerad	neg	1859,7x	24,8x	14,3x	8,8x
P/EK	13,9x	12,0x	8,1x	5,2x	3,2x
P/FCF	neg	neg	1510,8x	70,0x	16,6x
FCF-yield	-5,9%	-2,5%	0,1%	1,4%	6,0%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	3,8x	2,1x	1,4x	1,0x	0,6x
EV/EBITDA	neg	82,8x	15,7x	9,5x	5,7x
EV/EBIT, justerad	neg	121,4x	16,7x	10,0x	6,0x
Aktiekurs, årets slut	74,9	65,0	65,0	65,0	65,0
EV, årets slut	602	523	523	515	485

Källa: EPB estimat

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