



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 20 Juli 2022

## Lagercrantz

### Nått 60% av målet efter bara 15 månader

#### 9% organisk tillväxt trots höga jämförelsetal...


Trots svåra jämförelsetal rapporterade Lagercrantz organisk tillväxt på 9% med förvärv som bidrog med 11%. Efterfrågan är bred och stark och även om försörjningskedjorna fortsätter att störa hanteras detta väl och leveranskapaciteten var generellt god. Osäkerheten gör läget svårbedömt men bolaget är redo att agera snabbt vid en eventuell avmattning.

#### ...och redan det högsta bidraget från förvärv någonsin

Lagercrantz gjorde sitt största förvärv någonsin i kvartalet då PcP Corporation i Danmark adderade ca 600 mkr eller 11% av omsättningen 2021/22 med 13% marginal och en plan för hur man ska ta bolaget till 15%. Förvärvet innebär att Lagercrantz redan har adderat mer till omsättningen via förvärv än något år tidigare medan nästa räkenskapsår redan ligger i linje med 2018-20.

#### Höjer estimaten och motiverat värde

Vi konsoliderar de senaste förvärven och höjer EPS med 12% i snitt vilket gör att vi höjer vårt motiverade värde till 113-114 kr (101-103 kr). Vi fortsätter att gilla förvärvsbolagens affärsmodeller men även om det ser ut som om multiplarna har bottnat ser vi fortsatt risk för ytterligare press på multiplarna.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr			21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	113.0 - 114.0
EPS, justerad 22/23e	3.6	3.2	9.9%	Omsättning, mkr	5,482	6,765	7,159	7,374	Aktiekurs	SEK99.0
EPS, justerad 23/24e	3.9	3.4	12.6%	Tillväxt	34%	23%	6%	3%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24/25e	4.1	3.6	12.6%	EBITDA, mkr	1,094	1,312	1,403	1,453	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div><div>Bolagsstämma</div><div>Delårsrapport Q2 2022/23</div><div>Delårsrapport Q3 2022/23</div></div> <div><div>2022-08-30</div><div>2022-10-25</div><div>2023-02-01</div></div>				EBIT, mkr	781	1,012	1,091	1,134		
				EPS, justerad	2.8	3.6	3.9	4.1		
				EPS tillväxt	47%	27%	8%	5%		
				EK/aktie	10.9	12.8	14.6	16.7		
				Utdelning/aktie	1.3	1.8	2.0	2.0		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div><div>Antal aktier</div><div>Börsvärde</div><div>Nettoskuld</div><div>EV</div><div>Free float</div><div>Daglig handelsvolym, snitt</div><div>Reuters/Bloomberg</div></div> <div><div>204m</div><div>20,141</div><div>2,571</div><div>22,712</div><div>74%</div><div>184(k)</div><div>LAGRb.ST/LAGRb.SS</div></div>				EBIT-marginal	14.2%	15.0%	15.2%	15.4%		
				ROE (%)	28.0%	30.1%	28.2%	26.0%		
				ROCE	20.1%	21.8%	22.5%	23.2%		
				EV/Sales	4.1x	3.4x	3.2x	3.1x		
				EV/EBITDA	20.8x	17.3x	16.2x	15.6x		
				EV/EBIT	29.1x	22.4x	20.8x	20.0x	<div>Analytiker</div> <div>markus.almerud@penser.se</div>	
				P/E, justerad	35.3x	27.8x	25.7x	24.3x		
				P/EK	9.0x	7.8x	6.8x	5.9x		
				Direktavkastning	1.2%	1.9%	2.2%	2.2%		
				FCF yield	2.2%	3.9%	4.8%	5.1%		
				Nettosk./EBITDA	1.8g	1.7g	1.3g	1.0g		



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 20 Juli 2022

# Sammanfattning

Nått 60% av målet efter bara 15 månader

### Investment Case

Lagercrantz har en lång historik av att leverera en hög och stadig vinsttillväxt genom sin decentraliserade förvärvsmodell. Genom att förvärva bolag till en lägre multipel än man själv handlas till uppstår kontinuerligt multipelarbitrage, vilket skapar värde över tid. Förvärv har stått för cirka 90% av försäljningstillväxten det senaste decenniet och är därmed centralt - den genomsnittliga organiska tillväxten under samma period (2013/14 till 2020/21) är -1%.

Efter att ha presenterat och förtydligat sin strategiska inriktning och sina finansiella mål, i mars förra året, under namnet Lagercrantz mot miljarden (syftet är att nå en miljard i vinst före skatt inom fem år från runt en halv miljard förra året) har man gjort tre större förvärv. Därmed ligger man för närvarande på en förvärvstakt som är högre än någonsin tidigare.

Genom att kontinuerligt fortsätta att öka andelen egna produkter - andelen har gått från 13% 2006/07 till 70% 2021/22, samtidigt som andelen distribution har gått från 62% till 16% - fortsätter bruttomarginalerna att öka. Bolaget har som målsättning att öka andelen egna produkter till 75% vilket borde innebära fortsatt marginalexpansion.

### Bolagsprofil

Lagercrantzgruppen har runt 60 dotterbolag och drivs i en långtgående decentraliserad struktur. Koncernen erbjuder värdeskapande teknologier i expansiva nischer och är enbart verksam inom B2B. Bolagen har starka positioner inom sina nischer vilket innebär relativt sett höga marginaler.

Förvärv är en central del av affärsmodellen. Lagercrantz har som ambition att 5-8 bolag per år och kommer i ökande grad inrikta sig mot norra Europa när de gör sina förvärv. I takt med att konjunkturen har återhämtat sig efter pandemin har förvärvstakten accelererat.

Med relativt sett höga marginaler och låg kapitalomsättningshastighet har Lagercrantz nått ROE på över 20% och mid-teens ROCE de senaste åren.

### Värdering

Vi värderar Lagercrantz på målmultiplar på 2025/26 års vinst inklusive förvärv. Värdena diskonteras sedan tillbaka till idag. Förvärv har stått för 90% av omsättningstillväxten de senaste åtta åren och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering inkluderar 300 mkr per år de kommande åren (utöver de förvärv som redan har annonserats). Vi använder P/E 25x och EV/EBIT 20x som målmultiplar, vilket är något högre än marknaden som helhet vilket vi anser är motiverat givet den konsekventa historiken. Som jämförelse handlas andra förvärvsbolag såsom Indutrade, Addtech, och Lifco på P/E-tal på 23-26x och EV/EBIT på 21-24x på 2023 års vinst.

### Motiverat värde

113-114 kr

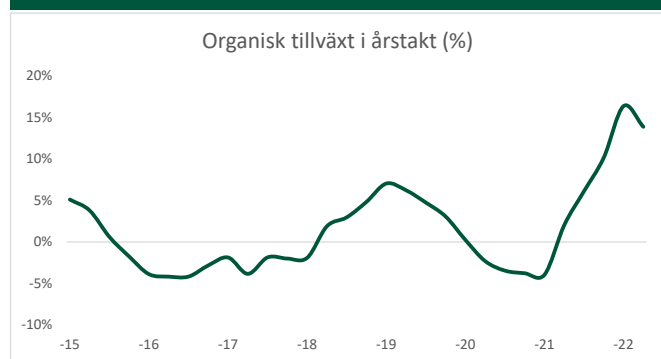
## Fortsatt gott momentum

Att den organiska tillväxten var 9% trots höga jämförelsetal vittnar om konjunktorens styrka, även om osäkerheten är hög. Med tanke på de fortsatt höga jämförelsetalen är det naturligt att anta att tillväxten kommer fortsätta komma ner, även om det är värt att poängtera den underliggande styrkan. Årstakten på den organiska tillväxten såväl som försäljningen och EBITA är på historiskt höga nivåer.

Tillskottet från M&A hittills i år är rekordhøgt trots att det bara har gått ett kvartal av deras brutna räkenskapsår. För nästa räkenskapsår är vi redan på ungefär samma nivåer som för helåren 2018-2020 trots att det ännu ligger en bit bort i tiden. En viktig orsak är att Lagercrantz gjorde sitt största förvärv någonsin under kvartalet då de köpte danska PcP Corporation och därmed adderade DKK 423m till omsättningen (ca 600 mkr eller 11% av omsättningen 2021/22).

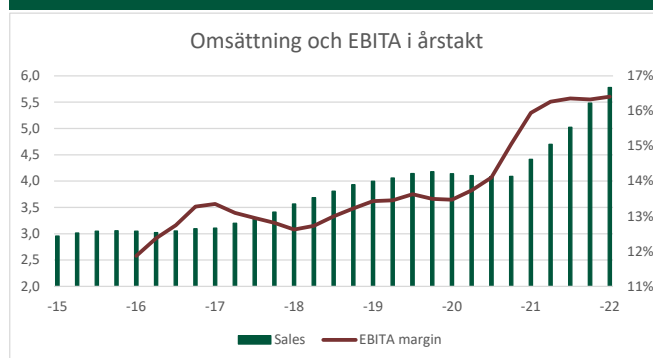
Enligt bolaget är efterfrågan bred och stark även om riskerna har ökat med den geopolitiska situationen samt nya utbrott av Covid-19. På kort och medellång sikt fortsätter bolaget öka andelen egna produkter vilket ger fortsatt gynnsamma utsikter. Lagercrantz har som målsättning att öka vinsten före skatt till en miljard inom fem år, vilket motsvarar ca 15% vinsttillväxt per år. Det är värt att poängtera att de håller en högre takt än planerat - efter 15 månader har de gått från ca 500 mkr till 793 mkr de senaste 12 månaderna. Men andra ord har de redan uppnått 60% av sitt mål.

### Den organiska tillväxten är fortsatt hög...



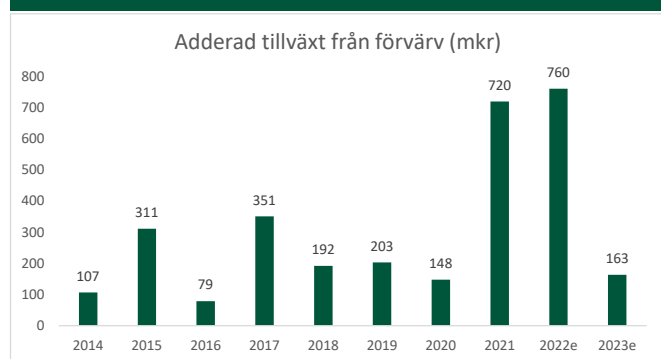
Bolaget, EPB

### ...och omsättning och EBITA är på historiskt höga nivåer



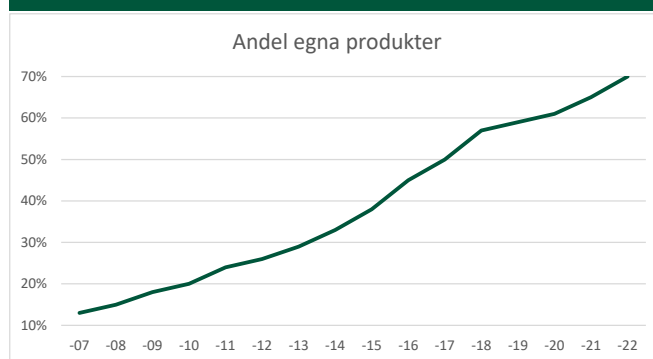
Bolaget, EPB

### Förvärvad tillväxt har aldrig varit högre



Bolaget, EPB

### Andelen egna produkter kommer fortsätta öka

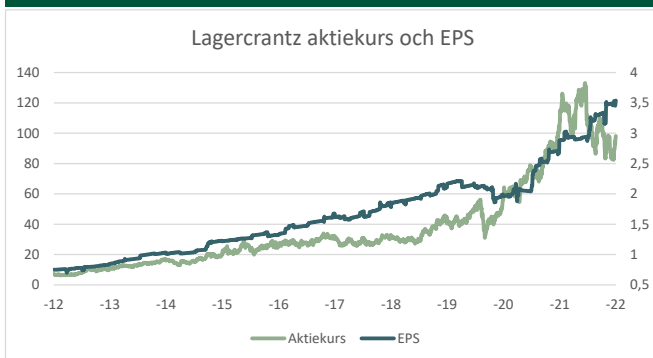


Bolaget, EPB

Samtliga förvärvsbolag såg stark aktiekursutveckling och multipelexpansion under 2021 men har kommit tillbaka kraftigt i början av året utan att estimaten har kommit ner märkbart - tillbakagången är ren multiplkontraktion. En jämförelse med andra serieförvärvare visar att hela multipelexpansionen inte är unik för Lagercrantz - serieförvärvarna som helhet såg multiplarna expandera förra året och har sett dem kontrahera i år.

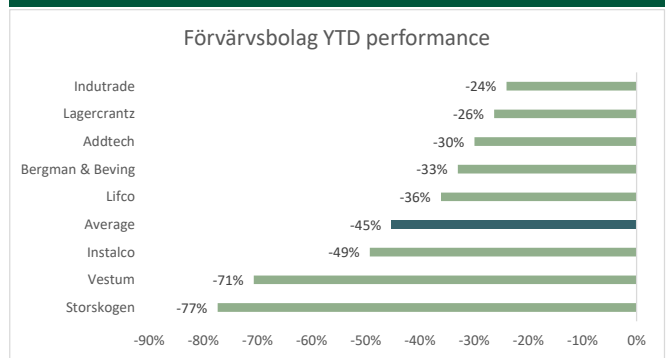
Serieförvärvarna är någonting man vill ha i sin portfölj men samtidigt så är det svårt att veta var multiplarna kommer att stabiliseras. Vinstestimaten kommer att fortsätta utvecklas positivt men det kan ändå vara vettigt att vänta med att investera tills multiplarna har stabiliserats.

### Estimattrenden har fortsatt upp



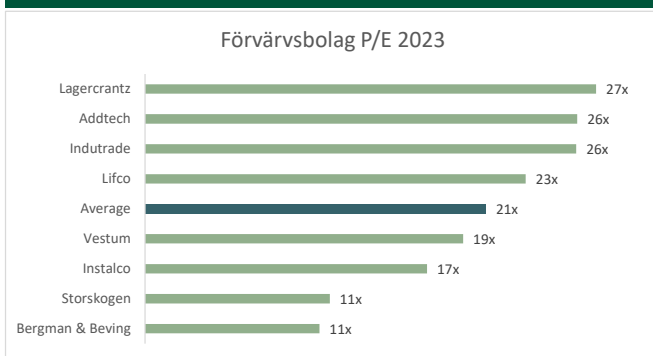
Factset, EPB

### Hela universet har fallit kraftigt i år



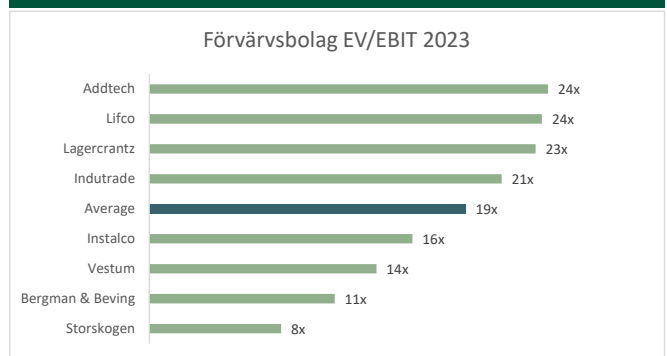
Factset, EPB

### Universet handlas på P/E 21x...



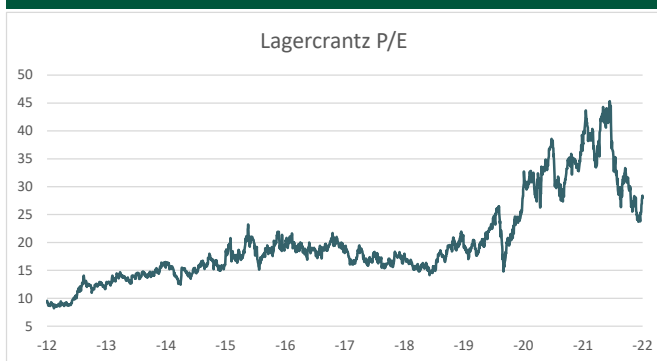
Factset, EPB

### ...och EV/EBIT 19x i genomsnitt på 2023e



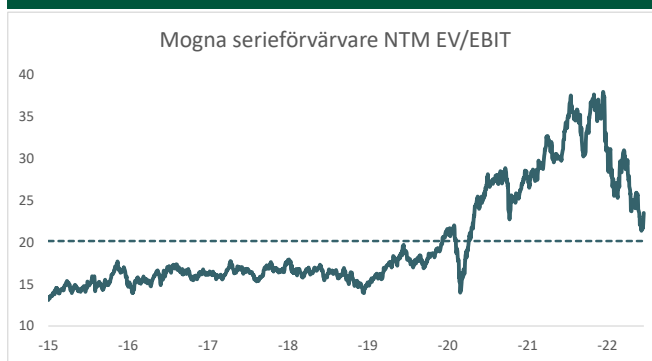
Factset, EPB

### Värderingen är fortsatt historiskt hög...



Factset, EPB

### ...vilket är i linje med universet



Factset, EPB

## Beräkning av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	24
2023/24e nettovinst (mkr)	787
2022/23e EPS (kr)	3,9
Motiverat värde idag (mdr kr)	19
Motiverat värde idag (kr)	93
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	21
2023/24e EBIT(A) (mkr)	1126
Motiverat EV idag (mdr kr)	24
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025/26 sales exkl M&A (mdr kr)	7,6
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	1,5
Total 2025/26 (mdr kr)	9,1
Total 2021/22 (mdr kr)	5,5
CAGR	13%
EBITA-marginal	16%
2025/26 EBITA (incl. M&A)	1 455
2021/22 EBITA	895
CAGR	13%
Finansnetto	-95
Skatt	-299
2025/26 nettovinst inkl M&A	1061
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
2 års framåtblickande P/E (inkl förvärv)	18
Motiverat P/E	25
Värde mars 2024 (mdr kr)	27
Värde per aktie mars 2024 (kr)	130
Värde per aktie idag	113
2 års framåtblickande EV/EBIT (inkl förvärv)	16
Motiverat EV/EBIT	20
EV mars 2024 (mdr kr)	29
EV nuvärde (mdr kr)	26
Senaste net debt (mdr kr)	2,6
Nuvärde (mdr kr)	23
Nuvärde per aktie (kr)	114

EPB

## DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	8 723	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	12 923	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	17,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>21 646</b>	Extra riskpremium	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	2 571	Beta	1,2	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>Avkastningskrav, eget kapital</b>	<b>9,1%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	13,5%
<b>Eget kapital</b>	<b>19 075</b>	Räntekostnad (före skatt)	3,0%	Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	204	Skattesats	22%		
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>94</b>	Belåningsgrad	20%		
		<b>WACC</b>	<b>7,7%</b>		

EPB

## DCF - känslighet

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	19,0%
6,7%	100	110	122	139	161	6,7%	109	116	122	129	135
7,2%	89	97	106	119	135	7,2%	95	101	106	112	117
<b>WACC 7,7%</b>	<b>80</b>	<b>86</b>	<b>94</b>	<b>103</b>	<b>115</b>	<b>WACC 7,7%</b>	<b>84</b>	<b>89</b>	<b>94</b>	<b>99</b>	<b>103</b>
8,2%	72	77	84	91	100	8,2%	75	79	84	88	92
8,7%	66	70	75	81	88	8,7%	68	71	75	79	83

EPB

## Resultaträkning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>3 932</b>	<b>4 180</b>	<b>4 091</b>	<b>5 482</b>	<b>6 765</b>	<b>7 159</b>	<b>7 374</b>
Kostnad sålda varor	-2 488	-2 618	-2 513	-3 389	-4 161	-4 390	-4 515
<b>Bruttovinst</b>	<b>1 444</b>	<b>1 562</b>	<b>1 578</b>	<b>2 093</b>	<b>2 604</b>	<b>2 769</b>	<b>2 859</b>
Rörelsekostnader	-993	-1 079	-1 049	-1 312	-1 592	-1 679	-1 725
<b>EBIT (rapporterat)</b>	<b>451</b>	<b>483</b>	<b>529</b>	<b>781</b>	<b>1 012</b>	<b>1 091</b>	<b>1 134</b>
Förvärvsrelaterade avskrivningar	-68	-82	-87	-114	-114	-114	-114
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITA (justerat)</b>	<b>519</b>	<b>565</b>	<b>616</b>	<b>895</b>	<b>1 126</b>	<b>1 205</b>	<b>1 248</b>
Marginal	13,2%	13,5%	15,1%	16,3%	16,6%	16,8%	16,9%
Övriga avskrivningar	-56	-152	-158	-199	-186	-198	-205
<b>EBITDA (justerat)</b>	<b>575</b>	<b>717</b>	<b>774</b>	<b>1 094</b>	<b>1 312</b>	<b>1 403</b>	<b>1 453</b>
Finansiella intäkter	11	14	14	12	12	12	12
Finansiella kostnader	-31	-37	-41	-52	-83	-84	-71
<b>Resultat före skatt</b>	<b>431</b>	<b>460</b>	<b>502</b>	<b>741</b>	<b>941</b>	<b>1 019</b>	<b>1 075</b>
Skatter	-89	-94	-114	-169	-215	-232	-245
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>342</b>	<b>366</b>	<b>388</b>	<b>572</b>	<b>726</b>	<b>787</b>	<b>830</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>342</b>	<b>366</b>	<b>388</b>	<b>572</b>	<b>726</b>	<b>787</b>	<b>830</b>

Bolaget, EPB

## Balansräkning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	1 327	1 518	1 609	2 006	2 229	2 229	2 229
Övriga immateriella tillgångar	721	758	785	1 085	1 245	1 182	1 119
Materiella anläggningstillgångar	266	480	586	741	798	858	919
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	14	18	21	19	19	19	19
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>2 328</b>	<b>2 774</b>	<b>3 001</b>	<b>3 851</b>	<b>4 291</b>	<b>4 288</b>	<b>4 286</b>
Varulager	528	562	655	949	1 171	1 239	1 277
Kundfordringar	640	682	635	882	1 088	1 152	1 186
Övriga omsättningstillgångar	219	214	168	315	333	339	342
Likvida medel	139	117	151	210	14	6	2
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 526</b>	<b>1 575</b>	<b>1 609</b>	<b>2 356</b>	<b>2 607</b>	<b>2 736</b>	<b>2 807</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>3 854</b>	<b>4 349</b>	<b>4 610</b>	<b>6 207</b>	<b>6 898</b>	<b>7 024</b>	<b>7 093</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	1 508	1 684	1 855	2 228	2 598	2 977	3 392
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 508</b>	<b>1 684</b>	<b>1 855</b>	<b>2 228</b>	<b>2 598</b>	<b>2 977</b>	<b>3 392</b>
Långfristiga finansiella skulder	902	798	857	1 798	1 818	1 473	1 077
Pensionsavsättningar	76	76	76	63	63	63	63
Uppskjutna skatteskulder	212	228	239	324	324	324	324
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1 190</b>	<b>1 102</b>	<b>1 172</b>	<b>2 185</b>	<b>2 205</b>	<b>1 860</b>	<b>1 464</b>
Kortfristiga finansiella skulder	166	556	533	362	362	362	362
Leverantörsskulder	332	329	366	497	613	649	669
Skatteskulder	47	105	71	104	104	104	104
Övriga kortfristiga skulder	611	573	613	831	1015	1072	1103
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>1 156</b>	<b>1 563</b>	<b>1 583</b>	<b>1 794</b>	<b>2 095</b>	<b>2 187</b>	<b>2 237</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>3 854</b>	<b>4 349</b>	<b>4 610</b>	<b>6 207</b>	<b>6 898</b>	<b>7 024</b>	<b>7 093</b>

Bolaget, EPB

## Kassaflödesanalys

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoresultat (rapporterat)	342	366	388	572	726	787	830
Icke kassaflödespåverkande poster	100	237	258	315	300	312	319
Förändringar i rörelsekapital	20	-96	136	-293	-146	-45	-24
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>462</b>	<b>507</b>	<b>782</b>	<b>594</b>	<b>880</b>	<b>1 054</b>	<b>1 124</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-80	-96	-87	-123	-158	-166	-170
Avyttringar	7	5	-3	11	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>389</b>	<b>416</b>	<b>692</b>	<b>482</b>	<b>722</b>	<b>888</b>	<b>954</b>
Utdelningar	-137	-179	-140	-214	-356	-407	-415
Nyemission / återköp	-1	-17	-9	-52	0	0	0
Förvärv	-142	-260	-325	-653	-446	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-104	18	-184	490	-116	-489	-544
<b>Kassaflöde</b>	<b>5</b>	<b>-22</b>	<b>34</b>	<b>53</b>	<b>-196</b>	<b>-8</b>	<b>-4</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	6	0	0	0
<b>Nettoskuld</b>	<b>929</b>	<b>1 237</b>	<b>1 239</b>	<b>2 013</b>	<b>2 229</b>	<b>1 891</b>	<b>1 500</b>

Bolaget, EPB



## Tillväxt och marginaler

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Organisk tillväxt	7%	0%	-4%	16%	6%	3%	3%
Omsättningstillväxt	15%	6%	-2%	34%	23%	6%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	19%	9%	9%	45%	26%	7%	4%
EPS-tillväxt, justerad	20%	7%	6%	47%	27%	8%	5%
Bruttomarginal	36,7%	37,4%	38,6%	38,2%	38,5%	38,7%	38,8%
EBITDA-marginal (justerad)	14,6%	17,2%	18,9%	20,0%	19,4%	19,6%	19,7%
EBITA-marginal (justerad)	13,2%	13,5%	15,1%	16,3%	16,6%	16,8%	16,9%
Skattesats	21%	20%	23%	23%	23%	23%	23%

*Bolaget, EPB*

## Kapitaleffektivitet

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
ROE, justerad	24%	23%	22%	28%	30%	28%	26%
ROCE, justerad	18%	17%	17%	20%	22%	23%	23%
ROIC	18%	18%	17%	21%	22%	23%	23%
Investeringar / omsättning	2%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
Varulager / omsättning	13%	13%	16%	17%	17%	17%	17%
Rörelsekapital / omsättning	21%	22%	23%	24%	24%	24%	24%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	1,0x	1,0x	1,0x

*Bolaget, EPB*

## Finansiell Ställning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoskuld	929	1 237	1 239	2 013	2 229	1 891	1 500
Soliditet	39%	39%	40%	36%	38%	42%	48%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	73%	67%	90%	86%	64%	44%
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,7x	1,6x	1,8x	1,7x	1,3x	1,0x

*Bolaget, EPB*

## Aktiedata

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
EPS, rapporterad	1,68	1,80	1,91	2,81	3,57	3,86	4,08
EPS, justerad	1,68	1,80	1,91	2,80	3,56	3,85	4,06
FCF per aktie	1,92	2,05	3,40	2,37	3,55	4,36	4,69
Utdelning per aktie	0,83	0,67	1,00	1,30	1,75	2,00	2,04
Eget kapital per aktie	7,4	8,3	9,1	10,9	12,8	14,6	16,7
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	203	203	204	204	204	204	204

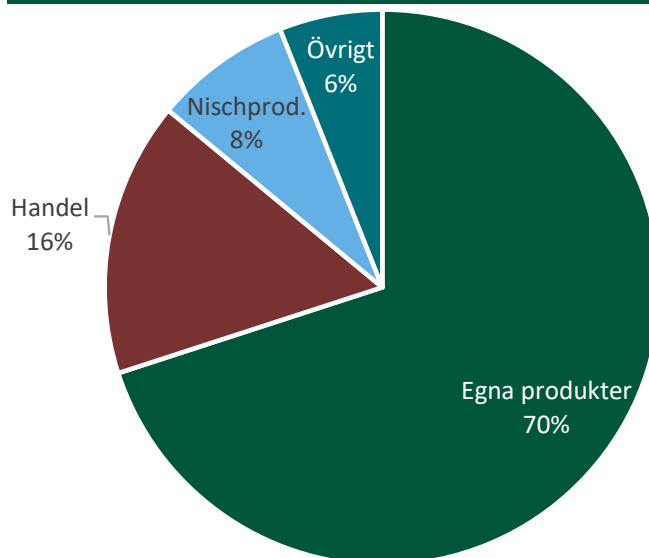
*Bolaget, EPB*

## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Kapital
Anders Börjesson och Tisenhult-gruppen	28,8%	5,6%
SEB Investment Management	9,9%	14,1%
Swedbank Robur Fonder	8,5%	12,1%
Fidelity Investments (FMR)	6,0%	8,5%
Lannebo Fonder	4,5%	6,4%
Ordförande	Anders Börjesson	
Verkställande direktör	Jörgen Wigh	
Finansdirektör	Peter Thysell	
Investerarkontakt	Peter Thysell	
Hemsida	<a href="https://www.lagercrantz.com">https://www.lagercrantz.com</a>	

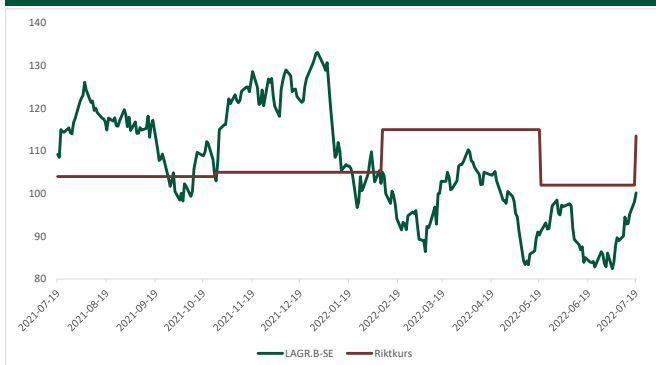
Holdings, Bolaget, EPB

## Försäljning per produkttyp



Bolaget, EPB

## Aktiekurs och motiverat värde



Factset, 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 målfaldigas 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 fondhandlarföreningens 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 Instru-ment 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)