



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Handelsbolag & Distribution | Sverige | 26 oktober 2022

Lagercrantz Group

Målet nästan i hamn

Fortsatt stark efterfrågan...

Lagercrantz växte försäljningen 11% organiskt och är därmed på rekordhög nivåer. Vi var förvånade både över den relativt sett höga nivån samt att tillväxten accelererade jämfört med Q1. Tillväxten är bred och även om bolaget har utarbetade planer för hur de ska agera om efterfrågan faller, så har de inte använt planerna i något dotterbolag. Förvärvstakten fortsatte vara hög – bolaget har aldrig adderat mer till omsättningen genom förvärv än de gör nu och då är det ändå nästan två kvartal kvar på räkenskapsåret.

...och expanderande marginaler

Den höga organiska tillväxten i kombination med marginalstärkande förvärv gjorde att marginalen fortsatte expandera jämfört med föregående år. Även om det fortfarande finns en handfull bolag som har låga ensiffriga marginaler, och även om vi tror att marginalerna kommer fortsätta stärkas, tror vi att förbättringstakten kommer att avta framöver. Andelen egna produkter fortsatte att öka under kvartalet – andelen var 72% i kvartalet jämfört med 70% i slutet av förra räkenskapsåret.

Höjer estimat och motiverat värde

För 18 månader sedan lanserade Lagercrantz målet att nå en vinst på en miljard i vinst före skatt (de låg då på 500 mkr i vinst före skatt). I årstakt (rullande tolv månader) ligger bolaget nu på strax över 850 mkr och med tanke på att de fortfarande har en försäljning på strax över 700 mkr från redan gjorda förvärv, som kommer att påverka kommande kvartal har de i princip nästan nått sitt mål (med reservationen att konjunkturen fortfarande är osäker). Vi höjer estimaten med 5-7% och vårt motiverade värde med 5% efter rapporten.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)				Värde och risk	
	23e	Δ%	24e	Δ%		22	23e	24e	25e	
Totala intäkter	7 054	4,3	7 594	6,1	Totala intäkter	5 482	7 054	7 594	7 822	Motiverat värde
EBIT, just.	1 064	5,1	1 172	7,4	Intäktstillväxt	34%	29%	8%	3%	118,0 - 120,0 kr
EPS, just.	3,8	5,5	4,1	6,6	EBITDA, just.	1 094	1 373	1 498	1 551	Aktiekurs
					EBIT, just.	781	1 064	1 172	1 218	Riskenivå
					EPS, just.	2,8	3,8	4,1	4,3	Medel
					EPS-tillväxt	47%	34%	9%	5%	
					EK/aktie	10,9x	12,9x	15,0x	17,2x	
					Utdelning per aktie	1,3	1,8	2,0	2,2	
					EBIT-marginal	14,2%	15,1%	15,4%	15,6%	
					ROE, just.	28,0%	31,5%	29,4%	26,9%	
					ROCE, just.	20,1%	21,9%	22,1%	22,8%	
					EV/Sales	3,8x	3,0x	2,8x	2,6x	
					EV/EBITDA	18,9x	15,5x	14,0x	13,2x	
					EV/EBIT	26,5x	20,0x	17,9x	16,9x	
					P/E, just.	32,8x	24,5x	22,4x	21,2x	
					P/EK	8,4x	7,1x	6,1x	5,3x	
					Direktavkastning	1,4%	1,9%	2,2%	2,4%	
					FCF yield	3%	3%	5%	5%	
					Nettoskuld/EBITDA	1,8x	1,9x	1,5x	1,2x	

Kommande händelser

Q3 - rapport	01 februari 2023
Q4 - rapport	16 maj 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	204
Börsvärde	18 696
Nettoskuld	2 618
EV	21 313
Free float	90%
Daglig handelsvolym, snitt	439(k)

Analytiker

Markus Almerud
markus.almerud@penser.se

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant	✓	
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Kvartalet i korthet

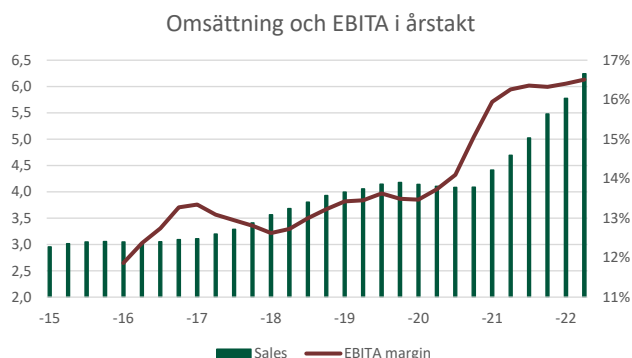
Lagercrantz rapporterade 11% organisk tillväxt i kvartalet (Diagram 1), vilket var förvånansvärt bra. Vi är förvånade över att konjunkturen fortsätter vara så pass stark som den är – vi hade väntat oss en viss negativ effekt i kvartalet. Styrkan i dotterbolagen är bred. De har handlingsplaner för samtliga resultatenheter om efterfrågan skulle vika, men inga dotterbolag har aktiverat dessa. Med fortsatt bra organisk tillväxt och förvärv med högre marginal än koncernens snitt fortsatte marginalen att expandera (Diagram 2).

Diagram 1: Fortsatt hör historisk organisk tillväxt



Källa: Bolaget, EPB

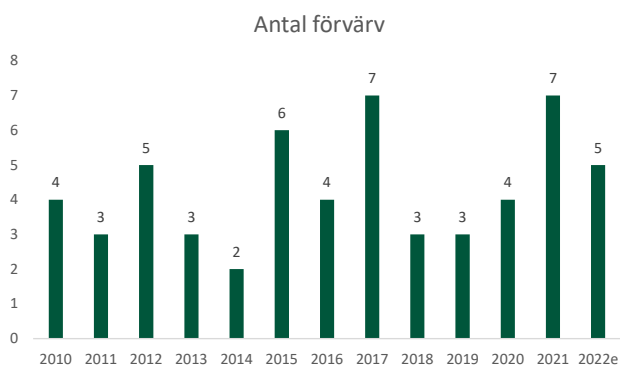
Diagram 2: Marginalen fortsätter att expandera



Källa: Bolaget, EPB

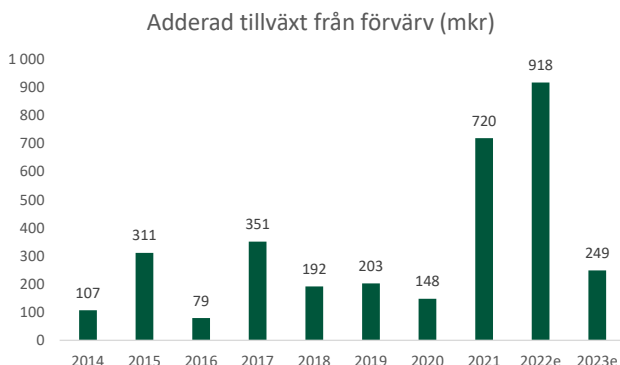
Bolaget har adderat fem förvärv under det första halvåret (Lagercrantz har brutet räkenskapsår som börjar 1 april) som tillsammans har adderat 855 mkr. Redan gjorda förvärv adderar mer till omsättningen detta räkenskapsår än något annat år.

Diagram 3: 5 förvärv hittills i år...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: ...och större tillskott än någonsin

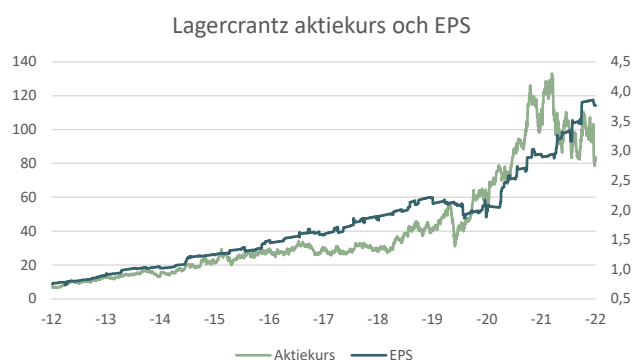


Källa: Bolaget, EPB

Värdering

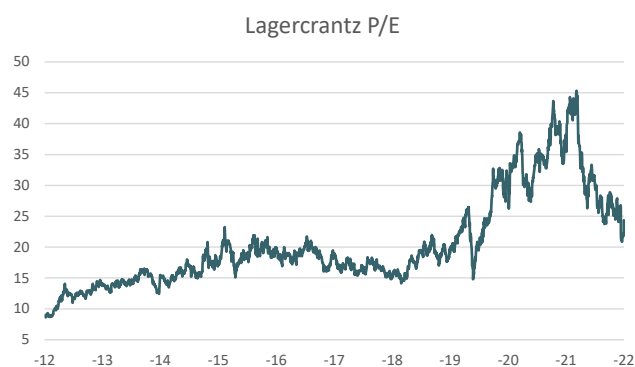
Lagercrantz vinsttrend har fortsatt att utvecklats positivt, även om den har gått ned något i närtid. Samtidigt har EPS-trenden och aktiekursen divergerat (Diagram 5) och vi har sett en signifikant omvärdering av aktien. Nu är vi dock nästan tillbaka på den nivå som vi såg 2015-2019 (Diagram 6). Det är också värt att notera att vi har sett samma bild i hela spektret av förvärvsdrivna bolag – vinsttrenden har varit stark de senaste åren, men vi har sett en divergens mellan EPS och aktiekurs och därmed en kraftig omvärdering av bolaget.

Diagram 5: Aktiekurs och EPS har divergerat



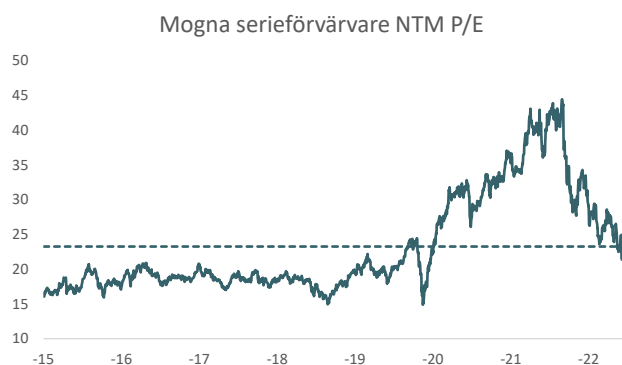
Källa: Factset, EPB

Diagram 6: P/E har nästan halverats...



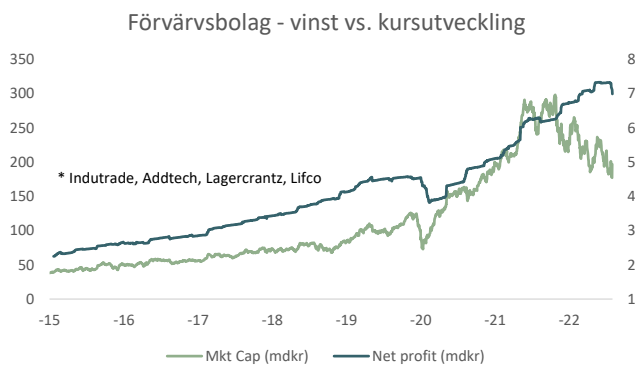
Källa: Factset, EPB

Diagram 7: ...vilket är i linje med universet



Källa: Factset, EPB

Diagram 8: Universets ackumulerade vinst har hållit upp väl



Källa: Factset, EPB

Tabell 1: Beräkning av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	21
2023/24e nettovinst (mkr)	838
2022/23e EPS (kr)	4,1
Motiverat värde idag (mdr kr)	18
Motiverat värde idag (kr)	86
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	20
2023/24e EBIT(A) (mkr)	1178
Motiverat EV idag (mdr kr)	24
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025/26 sales exkl M&A (mdr kr)	8,1
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	1,2
Total 2025/26 (mdr kr)	9,3
Total 2021/22 (mdr kr)	5,5
CAGR	14%
EBITA-marginal	16%
2025/26 EBITA (incl. M&A)	1 481
2021/22 EBITA	895
CAGR	13%
Finansnetto	-81
Skatt	-308
2025/26 nettovinst inkl M&A	1092
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
2 års framåtblickande P/E (inkl förvärv)	16
Motiverat P/E	25
Värde mars 2024 (mdr kr)	27
Värde per aktie mars 2024 (kr)	134
Värde per aktie idag	121
2 års framåtblickande EV/EBIT (inkl förvärv)	16
Motiverat EV/EBIT	20
EV mars 2024 (mdr kr)	30
EV nuvärde (mdr kr)	27
Senaste net debt (mdr kr)	2,6
Nuvärde (mdr kr)	24
Nuvärde per aktie (kr)	119

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	9 528	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	14 061	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	17,0%
Företagsvärde (EV)	23 589	Småbolagspremie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	2 565	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	15,1%
Eget kapital	21 024			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	204				
Eget kapital per aktie	103				

Källa: EPB

Tabell 3: 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%
WACC	7,0%	110	120	133	149	171	WACC	7,0%	119	126	133	140	147
	7,5%	98	106	116	129	145		7,5%	104	110	116	122	129
	8,0%	89	95	103	113	125		8,0%	93	98	103	109	114
	8,5%	81	86	93	100	110		8,5%	83	88	93	97	102
	9,0%	74	78	84	90	97		9,0%	75	79	84	88	92

Källa: EPB

Diagram 9: Motiverat värde och aktiekurs



Källa: Factset, EPB

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 2021, 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

118-120 kr

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	3 096	3 410	3 932	4 180	4 091	5 482	7 054	7 594	7 822
Totala intäkter	3 096	3 410	3 932	4 180	4 091	5 482	7 054	7 594	7 822
Kostnad sålda varor	-1 959	-2 171	-2 488	-2 618	-2 513	-3 389	-4 334	-4 649	-4 781
Bruttovinst	1 137	1 239	1 444	1 562	1 578	2 093	2 719	2 946	3 041
Övriga rörelsekostnader	-685	-753	-869	-845	-804	-999	-1 346	-1 448	-1 490
EBITDA, justerad	452	486	575	717	774	1 094	1 373	1 498	1 551
Avskrivningar	-91	-108	-124	-234	-245	-313	-309	-326	-333
EBIT, justerad	361	378	451	483	529	781	1 064	1 172	1 218
EBIT	361	378	451	483	529	781	1 064	1 172	1 218
Finansiella poster	-10	-20	-20	-23	-27	-40	-71	-86	-72
Resultat före skatt	351	358	431	460	502	741	993	1 086	1 145
Skatter	-77	-72	-89	-94	-114	-169	-226	-248	-261
Nettoresultat, justerad	274	286	342	366	388	572	766	838	884
Nettoresultat	274	286	342	366	388	572	766	838	884

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBIT	361	378	451	483	529	781	1 064	1 172	1 218
Övriga kassaflödespåverkande poster	-12	-60	-1	-35	-8	-19	-71	-86	-72
Förändringar i rörelsekapital	6	-41	20	-96	136	-293	-297	-71	-30
Kassaflöde från den operationella verksamheten	375	282	462	507	782	594	779	1 093	1 187
Investeringar	-43	-49	-66	-81	-68	-96	-137	-147	-152
Övriga poster	8	14	7	5	-3	11	0	0	0
Fritt kassaflöde	328	236	389	416	692	482	615	919	1 009
Utdelningar	-119	-136	-137	-179	-140	-214	-356	-407	-442
Nyemission / återköp	-6	-31	-1	-17	-9	-52	0	0	0
Förvärv	-208	-519	-142	-260	-325	-653	-722	0	0
Förändringar av lån	60	462	-104	18	-184	490	262	-523	-571
Kassaflöde	55	12	5	-22	34	53	-202	-11	-5
Nettoskuld	628	1 102	1 005	1 313	1 315	2 013	2 618	2 258	1 848

Källa: EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	912	1 248	1 327	1 518	1 609	2 006	2 367	2 367	2 367
Övriga immateriella tillgångar	567	710	721	758	785	1 085	1 383	1 320	1 257
Materiella anläggningstillgångar	224	251	266	301	340	415	474	538	603
Finansiella anläggningstillgångar	2	3	3	4	6	7	7	7	7
Övriga anläggningstillgångar	8	8	11	14	15	12	12	12	12
Summa anläggningstillgångar	1 713	2 220	2 328	2 774	3 001	3 851	4 569	4 570	4 572
Varulager	401	492	528	562	655	949	1 199	1 291	1 330
Kundfordringar	506	614	640	682	635	882	1 199	1 291	1 330
Övriga omsättningstillgångar	149	172	219	214	168	315	337	345	348
Likvida medel och kortfristiga placeringar	122	134	139	117	151	210	8	-2	-7
Summa omsättningstillgångar	1 178	1 412	1 526	1 575	1 609	2 356	2 744	2 925	3 001
SUMMA TILLGÅNGAR	2 891	3 632	3 854	4 349	4 610	6 207	7 313	7 494	7 573
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	1 197	1 303	1 508	1 684	1 855	2 228	2 638	3 069	3 511
Summa eget kapital	1 197	1 303	1 508	1 684	1 855	2 228	2 638	3 069	3 511
Långfristiga räntebärande skulder	477	378	978	777	783	1 645	2 048	1 677	1 263
Övriga långfristiga skulder	180	213	212	228	239	324	324	324	324
Summa långfristiga skulder	657	591	1 190	1 102	1 172	2 185	2 588	2 217	1 803
Kortfristiga räntebärande skulder	273	858	166	473	437	249	249	249	249
Leverantörsskulder	261	305	332	329	366	497	564	608	626
Övriga kortfristiga skulder	503	575	658	678	684	935	1 161	1 238	1 271
Summa kortfristiga skulder	1 037	1 738	1 156	1 563	1 583	1 794	2 087	2 208	2 259
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 891	3 632	3 854	4 349	4 610	6 207	7 313	7 494	7 573

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Intäksttillväxt	-	10%	15%	6%	N.m.	34%	29%	8%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	8%	18%	25%	8%	41%	26%	9%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	5%	19%	7%	10%	48%	36%	10%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-	4%	20%	7%	6%	47%	34%	9%	5%
Bruttomarginal	36,7%	36,3%	36,7%	37,4%	38,6%	38,2%	38,6%	38,8%	38,9%
EBITDA-marginal	14,6%	14,3%	14,6%	17,2%	18,9%	20,0%	19,5%	19,7%	19,8%
EBITDA-marginal, justerad	14,6%	14,3%	14,6%	17,2%	18,9%	20,0%	19,5%	19,7%	19,8%
EBIT-marginal	11,7%	11,1%	11,5%	11,6%	12,9%	14,2%	15,1%	15,4%	15,6%
EBIT-marginal, justerad	11,7%	11,1%	11,5%	11,6%	12,9%	14,2%	15,1%	15,4%	15,6%
Vinst-marginal, justerad	8,9%	14,3%	8,7%	8,8%	9,5%	10,4%	10,9%	11,0%	11,3%

Källa: EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ROE, justerad	-	23%	24%	23%	22%	28%	31%	29%	27%
ROCE, justerad	-	17%	17%	17%	16%	20%	22%	22%	23%
ROIC, justerad	-	18%	18%	18%	17%	21%	22%	22%	23%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Varulager / totala intäkter	13%	14%	13%	13%	16%	17%	17%	17%	17%
Kundfordringar / totala intäkter	16%	18%	16%	16%	16%	16%	17%	17%	17%
Leverantörsskulder / KSV	13%	14%	13%	13%	15%	15%	13%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	151%	231%	133%	185%	197%	180%	155%	153%	152%
Rörelsekapital / totala intäkter	9%	12%	10%	9%	8%	11%	13%	13%	13%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	1,3x	1,5x	1,3x	1,2x	1,2x	1,3x	1,4x	1,5x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoskuld	628	1 102	1 005	1 313	1 315	2 013	2 618	2 258	1 848
Soliditet	41%	36%	39%	39%	40%	36%	36%	41%	46%
Nettoskuldsättningsgrad	0,5x	0,8x	0,7x	0,8x	0,7x	0,9x	1,0x	0,7x	0,5x
Nettoskuld / EBITDA	1,4x	2,3x	1,7x	1,8x	1,7x	1,8x	1,9x	1,5x	1,2x

Källa: EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS	1,34	1,40	1,68	1,80	1,91	2,80	3,75	4,11	4,33
EPS, justerad	1,34	1,40	1,68	1,80	1,91	2,80	3,75	4,11	4,33
FCF per aktie	1,61	1,16	1,92	2,05	3,40	2,36	3,01	4,50	4,94
Utdelning per aktie	0,67	0,67	0,83	0,67	1,00	1,30	1,75	2,00	2,17
Eget kapital per aktie	5,87	6,40	7,43	8,29	9,11	10,9	12,9	15,0	17,2
Antal aktier vid årets slut, m	204	204	203	203	204	204	204	204	204
Antal aktier efter utspädning, snitt	204	204	203	203	204	204	204	204	204

Källa: EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E, justerad	21,6x	19,8x	19,8x	21,4x	41,5x	32,8x	24,5x	22,4x	21,2x
P/EK	4,9x	4,3x	4,5x	4,7x	8,7x	8,4x	7,1x	6,1x	5,3x
P/FCF	18,0x	24,0x	17,4x	18,9x	23,3x	38,9x	30,5x	20,4x	18,6x
FCF-yield	6%	4%	6%	5%	4%	3%	3%	5%	5%
Direktavkastning	2,3%	2,4%	2,5%	1,7%	1,3%	1,4%	1,9%	2,2%	2,4%
Utdelningsandel, justerad	49,6%	47,5%	49,5%	37,0%	52,5%	46,4%	46,6%	48,7%	50,1%
EV/Sales	2,1x	2,0x	2,0x	2,2x	4,3x	3,8x	3,0x	2,8x	2,6x
EV/EBITDA, justerad	14,5x	13,9x	13,5x	12,8x	22,5x	18,9x	15,5x	14,0x	13,2x
EV/EBIT, justerad	18,1x	17,9x	17,2x	19,0x	32,9x	26,5x	20,0x	17,9x	16,9x
EV	6 543	6 751	7 774	9 156	17 397	20 709	21 313	20 954	20 544
Aktiekurs	29,0	27,8	33,3	38,6	79,1	91,9	91,9	91,9	91,9

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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