



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industrivaror & Tjänster | Sverige | 01 november 2022

Beijer Alma

Blandade indikationer i Q3

Starka bidrag från förvärv

Beijer Alma omsatte 1 483 mkr i Q3, motsvarande en tillväxt y/y om 31%. Valutaeffekter och den starka förvärvstakten var starka drivare av tillväxten, och den organiska tillväxten y/y var 3%. Inom Lesjöfors var chassiselementet belastat av bl.a. de stoppade leveranserna till Ryssland, samtidigt som segmentet industrifjädrar såg en stark efterfrågan i kvartalet. Tillväxten i Beijer Tech för Q3 uppgick till 32%, varav den organiska tillväxten var starka 19%. Trots den starka organiska omsättningstillväxten i Beijer Tech växer orderboken 9% och utgjorde ca 82% av omsättningen för dotterbolaget i kvartalet.

Marginalpress från chassifjädrar

Bruttomarginalen uppgick till 27% (34%) vilket drevs av den minskade omsättningen inom chassifjädrar. Rörelsemarginalen i kvartalet var 14% (17% Q3'21 justerat för engångsposten om 45 mkr), vilket primärt förklaras av minskad försäljning inom Lesjöfors till Ryssland samt andra marknader som Storbritannien och Tyskland. Rörelsemarginalen i Lesjöfors (justerat för engångsposter) var 16% (21%). Beijer Tech stärkte rörelsemarginalen y/y till 12% (10%).

Estimatjusteringar

Vi noterar flera datapunkter som indikerar en fortsatt avmattning inom flera industrier på bred front i Europa. Trots att Beijer Alma och särskilt Beijer Tech under Q3 växer organiskt, väljer vi att justera våra prognoser för att reflektera en avmattning. Vi ser ett nytt motiverat värde om 190 – 195 kr per aktie (220 – 225 kr). Vi bedömer dock fortsatt att Beijer Almas accelererade förvärvstakt de senaste åren inte reflekteras i multipeln, och ser fortsatt förvärv som en attraktiv potential för värdeskapande.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	22e	Δ%	23e	Δ%	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	190,0 - 195,0 kr	
EPS, just.	10,1	-5	10,5	-2	Totala intäkter	5 389	6 087	6 050	6 352	Aktiekurs	154,4 kr
Kommande händelser					Intäkstillväxt	27%	13%	N.m.	5%	Riskenivå	Medel
Q4 - rapport	15 februari 2023				EBITDA, just.	1 066	1 114	1 150	1 241	Kursutveckling 12 mån	
Bolagsfakta (mkr)					EBIT, just.	820	824	846	922		
Antal aktier	60				EPS, just.	10,3	10,1	10,5	11,5	Intressekonflikter	
Börsvärde	9 533				EPS-tillväxt	52%	6%	4%	10%	Likviditetsgarant	Yes
Nettoskuld	2 473				EK/aktie	47,4x	54,0x	61,0x	69,0x	Certified adviser	No
EV	12 007				Utdelning per aktie	3,5	3,5	3,5	3,5	Transaktioner 12m	Yes
Free float	72%				EBIT-marginal	14,4%	13,5%	14,0%	14,5%		
Daglig handelsvolym, snitt	54(k)				ROE, just.	23,1%	19,8%	18,2%	17,7%		
Analytiker					ROCE, just.	4,7%	3,8%	3,5%	3,6%		
Hjalmar Jernström					EV/Sales	3,4x	2,0x	1,9x	1,7x		
hjalmar.jernstrom@penser.se					EV/EBITDA	17,0x	10,8x	10,0x	8,9x		
					EV/EBIT	22,1x	14,6x	13,6x	12,0x		
					P/E, just.	26,7x	15,7x	15,1x	13,7x		
					P/EK	5,8x	2,9x	2,6x	2,3x		
					Direktavkastning	1,3%	2,2%	2,2%	2,2%		
					FCF yield	3%	6%	8%	8%		
					Nettoskuld/EBITDA	1,5x	2,2x	1,7x	1,2x		

Investment case

Beijer Almas dotterbolag har breda produktutbud, attraktiva finansiella profiler och goda förutsättningar för långsiktig lönsam tillväxt. Förvärv utgör en central del av den operativa strategin och vi bedömer att Beijer Almas förvärvsstrategi är väl genomförd.

Bolagsprofil

En decentraliserad företagsgrupp. Beijer Alma är en företagsgrupp med verksamhet inom komponenttillverkning och industriell handel. Strategin bygger på att förvärva, äga och utveckla företag med goda förutsättningar för tillväxt. Lesjöfors och Beijer Tech är dotterbolag till Beijer Alma.

Värdering

Beijer Almas sektorexponering samt inriktning mot förvärv gör att vi värderar bolaget mot både stora svenska verkstadsbolag och förvärvsdrivna bolag. Vi ser en skälig multipel om 15x EBIT 2023e, vilket är i linje med hur Beijer Alma värderats för NTM sedan 2018. Vi kompletterar multipelvärderingen med en DCF-modell med prognosperiod fram till 2023. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 190 – 195 kr per aktie (220 - 225 kr per aktie) och medelhög risk. Värderingen underbyggs av en DCF-modell.

Kvartalet i detalj

Nettoomsättningen för koncernen växte 31% y/y, drivet starkt av förvärv, där John Evans' Sons var starkt bidragande. Den organiska tillväxten var 3% y/y. Orderingången växte 22% y/y. Tillväxten i dotterbolaget Lesjöfors (-4% organiskt) belastades primärt av minskad försäljning inom segmentet chassifjädrar. Sett till geografiska marknader hade Lesjöfors reducerad försäljning till följd av den stoppade försäljningen till Ryssland och minskad försäljning till Storbritannien och Tyskland. Industrifjädrar utvecklades väl med stark marknad i USA. Rörelsemarginalen i kvartalet var 14,8% för Lesjöfors, men inkluderar engångsposter. Den justerade rörelsemarginalen var 16,4%.

Dotterbolaget Beijer Techs organiska tillväxt var 19%, drivet av god utveckling inom både segmentet industriprodukter och flödesteknik. I försörjningsleden noterar Beijer Tech viss förbättring av situationen under kvartalet. Beijer Tech redovisar en ordergång som uppgick till 357 mkr (327 mkr) vilket motsvarar ca 82% av omsättningen i kvartalet.

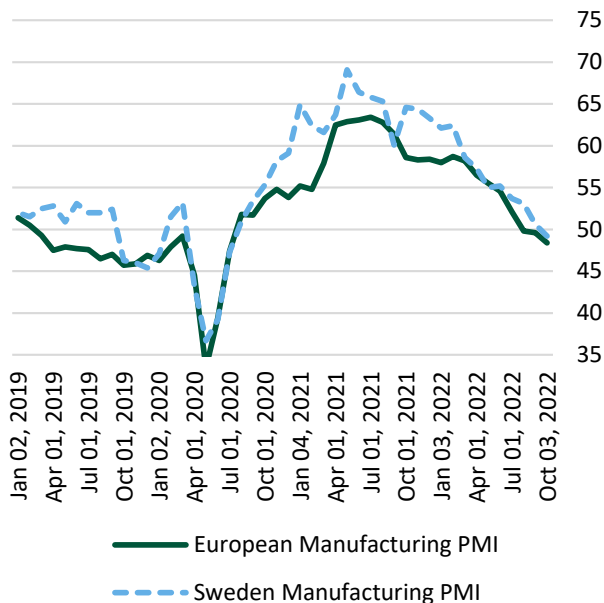
Under kvartalet förvärvade Lesjöfors John Evans' Sons, en amerikansk fjädertillverkare. Bolaget omsätter enligt förväntningar ca USD 37 m med EBITA om USD 10 m 2022. Siffrorna motsvarar ca 12% av Lesjöfors omsättning 2021 och ca 7% av Beijer Almas omsättning, vilka redan inkluderas i våra estimat inför Q3-rapporten. Värderingen motsvarar ca 2,4x försäljningen och 9x EBITA, men förvärvet inkluderar tilläggsköpeskillingar om ca 6x EBITA givet vissa mål kopplade till den finansiella utvecklingen 2025. I oktober förvärvade Lesjöfors turkiska Telform, en fjädertillverkare med årlig omsättning om ca EUR 11 m.

Sammantaget noterar vi en rapport där den låga organiska tillväxten i Lesjöfors stack ut, men delvis kompenseras av en mycket god organisk tillväxt i Beijer Tech. Samtidigt ser vi vissa indikationer i rapporten för avtagande tillväxt framöver, primärt en avtagande book-to-bill i Beijer Tech och vissa indikationer på avmattning i Storbritannien och Tyskland för Lesjöfors. Beijer Alma fortsätter att leverera starkt på förvärvsfronten och driver stark tillväxt genom förvärv, och vi ser positivt på fortsatt aktivitet på den amerikanska marknaden.

Industridata och utsikter

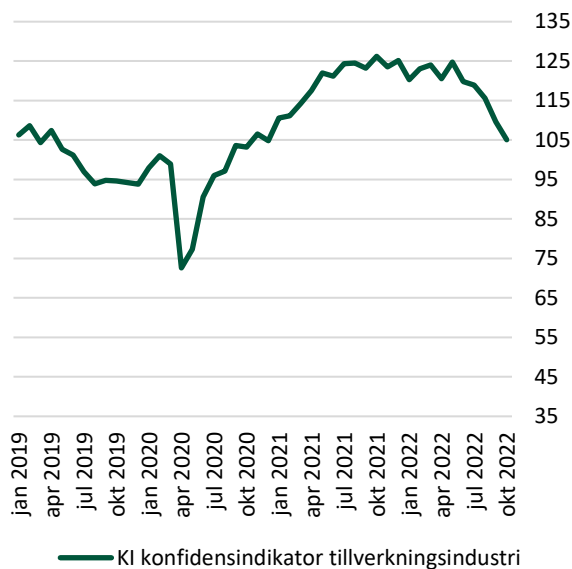
Nedan återges data för European Manufacturing PMI, Sweden Manufacturing PMI och Konjunkturbarometerens Konfidensindikator för tillverkningsindustrin. Trots att 24% av Beijer Almas omsättning är i Sverige, noterar vi att förhållandet mellan Beijer Almas organiska tillväxt och KI-data indikerar ett samband med konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin. Vi bedömer att utvecklingen av book-to-bill (ordergång som andel av försäljning) ger viss indikation för en nedgång inom Beijer Tech, givet den relativt korta orderboken. Vi gör dock bedömningen att viss förklaring till den försvagade siffran q/q är relaterad till projektavräkning. Detta ligger till grund för de justeringar vi gör av estimaten, se nästa sida.

Manufacturing PMI 2019 - 2022



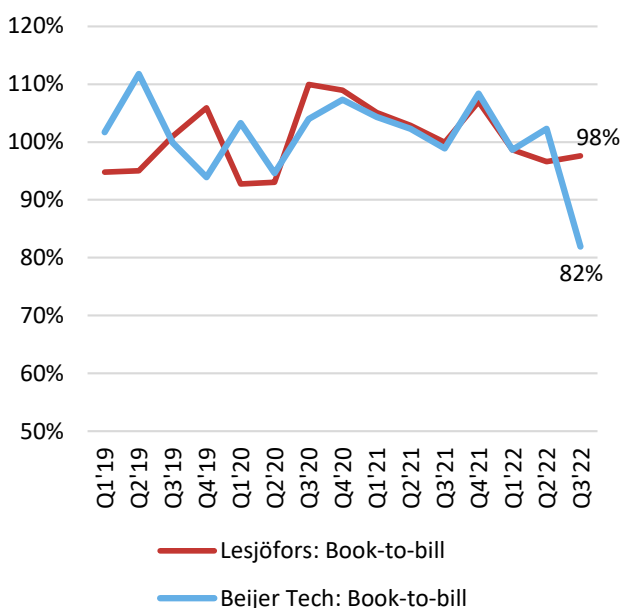
Källa: S&P Global

KI Konfidensindikator tillverkningsindustri



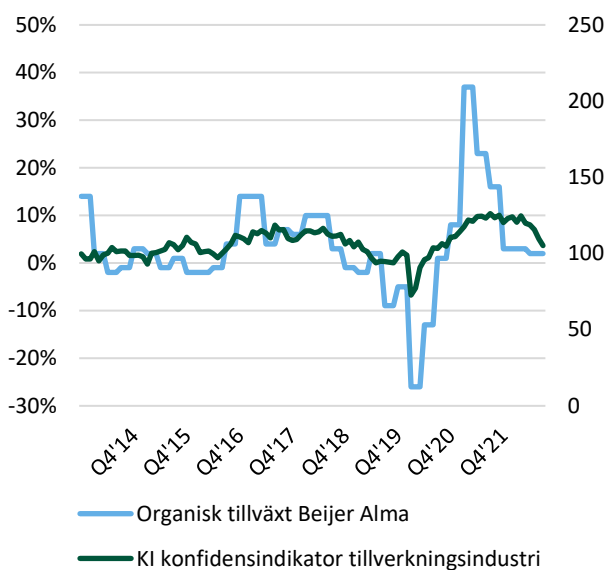
Källa: KI

Lesjöfors och Beijer Tech: Book-to-bill



Källa: Bolagsrapporter

Beijer Alma: Organisk tillväxt och KI konfidensindikator



Källa: KI, bolagsrapporter

Estimatförändringar

Vi väljer att justera våra estimat för att reflektera förväntningar på avtagande tillväxt under kommande år. Vi noterar samtidigt att Beijer Alma är väldiversifierat både geografiskt och branschmässigt, samt har varierande längd på orderboken mellan segment. Vi gör justeringar av våra organiska tillväxtförväntningar båda i Beijer Tech och Lesjöfors och justerar även ned rörelsemarginalen. Utöver våra justeringar av prognosen för organiskt tillväxt och rörelsemarginal adderar vi förvärvet av Telform från oktober med en årlig omsättning om ca EUR 11 m. Sammantaget illustreras våra nya estimat nedan:

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	6 087	6 050	6 352
Tillväxt	13%	-1%	5%
EBIT	824,4	846,1	922,4
Rörelsemarginal	14%	14%	15%
EPS	10,05	11,01	12,17

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	5 954	6 100	6 491
Tillväxt	10%	2%	6%
EBIT	844,2	886,4	1 037,1
Rörelsemarginal	14%	15%	16%
EPS	10,57	11,26	13,31

Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	2%	-1%	-2%
EBIT	-2%	-5%	-11%
EPS	-5%	-2%	-9%

Källa: EPB

Värdering

Nedan sammanfattas vår multipelvärdering samt DCF-modell. Multipelvärderingen baseras på en målmultipel för 2023e, och DCF-modellen på ett explicit fönster fram till 2030. Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde om 190-195 kr per aktie (220-225 kr).

Multipelvärdering

Vi väljer att justera våra estimat för att reflektera våra förväntningar på marknadsutvecklingen. Utöver det noterar vi att sektorvärderingarna reducerats något men att våra jämförelsebolag handlas till 19x rörelseresultatet för NTM. Vi applicerar en målmultipel om 15x för 2023e, vilket motsvarar den genomsnittliga NTM-multipeln för Beijer Alma under de senaste fyra åren. Nettoskulden nedan justeras även för att reflektera vinst från avyttringen av Habia Cable.

Multipelvärdering	
Target multiple (EBIT x, 23e)	15
Target EV	13 003
Less net debt	2 080
Target BV	10 923
Price per share	181

Källa: EPB

Nedan sammanfattas känslighetsanalysen för antaganden kring EBIT-multipel 2023 (x).

	EV/EBIT 2023 (x)				
	11	13	15	17	19
Motiverat värde per aktie (KR)	124	152	181	210	239

Källa: EPB

DCF-modell

Vår DCF-modell sammanfattas nedan. Centrala antaganden inkluderar en långsiktigt EBIT-marginal om 16%, samt en tillväxt bortom prognosperioden om 2,5%. Vi applicerar en WACC om 8,9%, som baseras på en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5% samt en extra riskpremie om 1%. Beijer Alma har en bred diversifiering mellan industrier, vilket minskar sektorberoendet. Utöver detta har bolaget en lång historik av starka marginaler, samtidigt som bolaget har en stark närhet till kunderna med stor andel specialtillverkade produkter. Sammantaget bedömer vi att en skälig extra riskpremie uppgår till 1%. Vi applicerar därmed en WACC om 8,9% (oförändrad). Vår primära justering av DCF-modellen inkluderar tillväxtantaganden från prognosfönstret fram till 2024 som tidigare nämnt.

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	7 036
PV of terminal value (perpetuity formula)	6 541
Enterprise value	13 577
Latest net debt	2 080
Minority interests & other	0
Equity value	11 497
No. of shares outstanding (millions)	60
Equity value per share (SEK)	191

Källa: EPB

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	1,0%
Beta	1,1
Cost of equity	9,7%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	8,9%

Terminal value assumptions

Long term growth rate	2,5%
Long term EBIT margin	16,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	20,0%
Tax rate	21%

Källa: EPB

Sensitivity analysis

Long-term growth rate

		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	7,9%	207	218	231	246	266
	8,4%	190	199	209	222	237
	8,9%	176	183	192	202	213
	9,4%	163	169	176	184	194
	9,9%	152	157	163	170	178

Long-term EBIT margin

		11,0%	13,5%	16,0%	18,5%	21,0%
WACC	7,9%	171	201	231	261	291
	8,4%	156	183	209	236	263
	8,9%	144	168	192	215	239
	9,4%	133	155	176	198	219
	9,9%	124	144	163	183	202

Källa: EPB

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3 528	3 971	4 409	4 622	4 250	5 389	6 087	6 050	6 352
Totala intäkter	3 528	3 971	4 409	4 622	4 250	5 389	6 087	6 050	6 352
Kostnad sålda varor	-2 382	-2 707	-3 032	-3 242	-2 959	-3 644	-4 273	-4 193	-4 383
Bruttovinst	1 146	1 265	1 376	1 380	1 291	1 745	1 814	1 857	1 969
Övriga rörelsekostnader	0	3	0	0	0	16	-25	0	0
EBITDA, justerad	570	674	760	814	766	1 066	1 114	1 150	1 241
Avskrivningar	-114	-126	-133	-158	-163	-154	-209	-216	-227
EBIT, justerad	453	544	622	583	526	820	824	846	922
Jämförelsestörande poster	0	-16	0	0	0	-45	0	0	0
EBIT	453	528	622	583	526	775	824	846	922
Finansiella poster	-8	-11	-14	-25	-30	-32	-43	-52	-49
Resultat före skatt	445	517	608	558	496	743	781	794	874
Skatter	-119	-129	-140	-127	-118	-170	-175	-163	-179
Nettoresultat, justerad	325	404	468	431	378	619	606	631	694
Nettoresultat	325	388	468	431	378	574	606	631	694

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	453	528	622	583	526	775	824	846	922
Övriga kassaflödespåverkande poster	-8	-11	-14	-16	-30	-32	-43	-52	-49
Förändringar i rörelsekapital	28	-169	-155	-81	87	-114	-156	9	-76
Kassaflöde från den operationella verksamheten	463	351	456	589	630	729	746	944	938
Investeringar	-215	-100	-213	-194	-115	-189	-183	-181	-191
Fritt kassaflöde	247	235	232	388	508	578	545	745	728
Utdelningar	-286	-286	-286	-307	-151	-181	-211	-211	-211
Förvärv	-78	-84	-4	-283	-219	-1 046	-1 190	0	0
Förändringar av lån	-61	-77	-45	-278	-392	-310	640	-250	-150
Övriga poster	0	-2	0	-2	-3	-19	0	0	0
Kassaflöde	-178	-214	-103	-482	-256	-977	-216	284	367
Nettoskuld	313	409	440	920	774	1 567	2 473	1 989	1 522

Källa: EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	541	578	594	763	900	1 418	2 608	2 608	2 608
Övriga immateriella tillgångar	9	29	34	35	60	436	436	436	436
Materiella anläggningstillgångar	905	892	988	1 196	1 158	1 254	1 227	1 193	1 157
Finansiella anläggningstillgångar	49	52	60	63	67	93	93	93	93
Summa anläggningstillgångar	1 505	1 552	1 677	2 262	2 389	3 437	4 539	4 434	4 325
Varulager	718	825	952	1 051	945	1 361	1 522	1 512	1 588
Kundfordringar	579	653	707	679	629	896	1 035	1 028	1 080
Övriga omsättningstillgångar	39	42	66	43	55	54	6	5	11
Likvida medel och kortfristiga placeringar	274	328	291	465	616	481	264	548	915
Summa omsättningstillgångar	1 646	1 884	2 052	2 293	2 296	2 907	2 943	3 210	3 710
SUMMA TILLGÅNGAR	3 151	3 435	3 728	4 555	4 685	6 344	7 481	7 645	8 036
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	1 905	1 995	2 236	2 417	2 504	2 854	3 255	3 676	4 159
Summa eget kapital	1 905	1 995	2 236	2 417	2 504	2 854	3 255	3 676	4 159
Långfristiga räntebärande skulder	243	145	190	532	614	999	1 789	1 689	1 639
Övriga långfristiga skulder	66	75	81	123	168	382	332	282	232
Summa långfristiga skulder	309	220	270	786	919	1 546	2 286	2 136	2 036
Kortfristiga räntebärande skulder	344	592	541	654	574	805	705	605	555
Leverantörsskulder	237	253	251	224	204	426	335	302	318
Övriga kortfristiga skulder	0	0	5	0	0	57	57	57	57
Summa kortfristiga skulder	937	1 221	1 222	1 352	1 262	1 944	1 940	1 833	1 841
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 151	3 435	3 729	4 555	4 685	6 344	7 481	7 645	8 036

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäkstillväxt	-	13%	11%	5%	N.m.	27%	13%	N.m.	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	18%	13%	7%	N.m.	39%	4%	3%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	-	20%	14%	N.m.	N.m.	56%	1%	3%	9%
EPS-tillväxt, justerad	-	24%	16%	N.m.	N.m.	64%	N.m.	4%	10%
Bruttomarginal	32,5%	31,8%	31,2%	29,9%	30,4%	32,4%	29,8%	30,7%	31,0%
EBITDA-marginal	16,2%	16,6%	17,2%	17,6%	18,0%	18,9%	18,3%	19,0%	19,5%
EBITDA-marginal, justerad	16,2%	17,0%	17,2%	17,6%	18,0%	19,8%	18,3%	19,0%	19,5%
EBIT-marginal	12,8%	13,3%	14,1%	12,6%	12,4%	14,4%	13,5%	14,0%	14,5%
EBIT-marginal, justerad	12,8%	13,7%	14,1%	12,6%	12,4%	15,2%	13,5%	14,0%	14,5%
Vinst-marginal, justerad	9,2%	17,6%	10,6%	9,3%	8,9%	11,5%	10,0%	10,4%	10,9%

Källa: EPB

Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	21%	22%	19%	15%	23%	20%	18%	18%
ROCE, justerad	-	5%	5%	4%	3%	5%	4%	3%	4%
ROIC, justerad	-	24%	24%	19%	16%	21%	16%	15%	16%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	20%	21%	22%	23%	22%	25%	25%	25%	25%
Kundfordringar / totala intäkter	16%	16%	16%	15%	15%	17%	17%	17%	17%
Leverantörsskulder / KSV	10%	9%	8%	7%	7%	12%	8%	7%	7%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	163%	201%	198%	239%	240%	269%	277%	259%	253%
Rörelsekapital / totala intäkter	22%	23%	24%	24%	23%	24%	24%	24%	24%
Kapitalomsättningshastighet	1,4x	1,5x	1,5x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	313	409	440	920	774	1 567	2 473	1 989	1 522
Soliditet	60%	58%	60%	53%	53%	45%	44%	48%	52%
Nettoskudsättningsgrad	0,2x	0,2x	0,2x	0,4x	0,3x	0,5x	0,8x	0,5x	0,4x
Nettoskuld / EBITDA	0,5x	0,6x	0,6x	1,1x	1,0x	1,5x	2,2x	1,7x	1,2x

Källa: EPB

Aktiedata

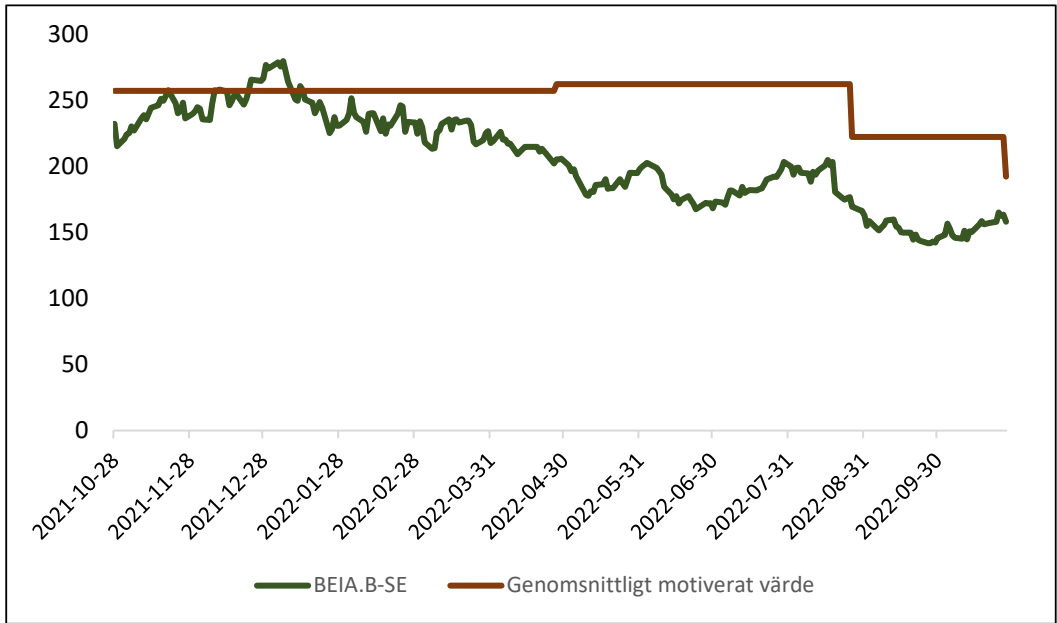
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	5,40	6,43	7,76	7,15	6,27	9,52	10,1	10,5	11,5
EPS, justerad	5,40	6,70	7,76	7,15	6,27	10,3	10,1	10,5	11,5
FCF per aktie	4,10	3,90	3,85	6,43	8,43	9,60	9,04	12,4	12,1
Utdelning per aktie	4,75	4,75	5,10	2,50	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50
Eget kapital per aktie	31,6	33,1	37,1	40,1	41,6	47,4	54,0	61,0	69,0
Antal aktier vid årets slut, m	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3

Källa: EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	21,6x	19,6x	16,7x	21,9x	20,9x	26,7x	15,7x	15,1x	13,7x
P/EK	3,7x	4,0x	3,5x	3,9x	3,2x	5,8x	2,9x	2,6x	2,3x
P/FCF	28,4x	33,6x	33,8x	24,3x	15,5x	28,6x	17,5x	12,8x	13,1x
FCF-yield	4%	3%	3%	4%	6%	3%	6%	8%	8%
Direktavkastning	4,1%	3,6%	3,9%	1,6%	2,3%	1,3%	2,2%	2,2%	2,2%
Utdelningsandel, justerad	88,0%	70,9%	65,7%	35,0%	47,8%	34,1%	34,8%	33,4%	30,4%
EV/Sales	2,1x	2,1x	1,9x	2,2x	2,0x	3,4x	2,0x	1,9x	1,7x
EV/EBITDA, justerad	12,9x	12,3x	10,9x	12,7x	11,3x	17,0x	10,8x	10,0x	8,9x
EV/EBIT, justerad	16,2x	15,3x	13,3x	17,8x	16,5x	22,1x	14,6x	13,6x	12,0x
EV	7 334	8 303	8 272	10 357	8 668	18 109	12 007	11 523	11 056
Aktiekurs	116,5	131,0	130,0	156,6	131,0	274,5	158,2	158,2	158,2

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 analytikerns 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