

Penser Access | Hälsovårdstjänster | Sverige | 17 november 2022

AdderaCare

God utveckling i kvartalet och bud på bolaget

Fortsatt omsättningsökning i kvarvarande bolag

Omsättningen blev 57 mkr vilket var en ökning med 10% justerat för avyttringen av Linds Ortopediska som skedde i juli. EBITDA var 3 mkr vilket också var högre rensat för Linds. Större delen av AdderaCares kvarvarande dotterbolag visade en god utveckling i kvartalet. Logistik- och leveransproblem fortsätter att lätta, prishöjningar slår igenom och det interna strategiarbetet för att öka effektiviteten och lönsamheten fortlöper.

MedCap lägger bud på AdderaCare

I samband med att kvartalsrapporten släpptes offentliggjordes att MedCap lägger ett kontantbud på AdderaCare på 3,60 kr per aktie. Styrelsen rekommenderar budet och närmare 60% av aktieägarna ställer sig positiva till erbjudandet. Budet innebär en premie på 18% från gårdagens stängning.

Ingen förändring på motiverat värde

I samband med rapporten justeras våra estimat ner något, rent mekaniskt. I övrigt låter vi våra estimat ligga oförändrade och behåller vårt motiverade värde på 4,10 – 4,50 kr, vilket vi noterar är högre än kontantbudet på 3,60 kr.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	4,1 - 4,5 kr
Totala intäkter	259	-4,8	282	-4,8	Totala intäkter	248	259	282	307	Aktiekurs	3,6 kr
EBIT, just.	-26	-2,2	1	-68,6	Intäktstillväxt	16%	4%	9%	9%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-0,9	-1,8	0,0	N.m.	EBITDA, just.	24	25	21	23		
					EBIT, just.	4	-26	1	1		
					EPS, just.	0,0	-0,9	0,0	0,0		
					EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	96%	3%		
					EBIT-marginal	1,4%	Neg.	0,2%	0,2%		
					ROE, just.	0,8%	Neg.	Neg.	Neg.		
					ROCE, just.	0,9%	Neg.	Neg.	Neg.		
					EV/Sales	0,7x	0,5x	0,4x	0,3x		
					EV/EBITDA	7,8x	4,8x	5,2x	4,2x		
					EV/EBIT	51,6x	-	184,3x	151,4x		
					P/E, just.	129,1x	-	-	-		
					FCF yield	15%	14%	9%	10%		
					Nettoskuld/EBITDA	1,0x	-0,1x	-0,6x	-1,1x		
Kommande händelser											
Q4 - rapport					23 februari 2023						
Bolagsfakta (mkr)											
Antal aktier					34m						
Börsvärde					120						
Nettoskuld					-1						
EV					118						
Free float					64%						
Daglig handelsvolym, snitt					11k						
Bloomberg Ticker					ADDERA SS EQUITY						
Analytiker											
Henrik Holmer											
henrik.holmer@penser.se											

Investment case

Vi ser hög potential till hög risk i AdderaCare. Aktien har haft en svag utveckling sedan Linds Ortopediska förlorade uppdraget hos Region Stockholm i april. I och med att Linds Ortopediska nu är avyttrat ligger detta bakom oss och de kvarvarande bolagen presterar starkt. De faktorer som hämmade utvecklingen under pandemin vänder nu och efterfrågan är stark på AdderaCares produkter. En ökad försäljning tillsammans med ett internt strategiarbete för att öka effektiviteten ger en förbättrad lönsamhet. Triggers för aktien kommer framför allt att komma från 1) stigande marginaler, 2) tillväxt samt 3) potentiella förvärv.

Bolagsprofil

AdderaCare är en företagsgrupp aktiv inom hjälpmedelssektorn och består idag av moderbolaget AdderaCare AB samt de fem dotterbolagen Trident Industri AB, Kom i Kapp AB, Amajo AS, Erimed International KB och Huka B.V. AdderaCare bedriver genom sina dotterbolag försäljning till såväl kommun, landsting som privatpersoner. AdderaCares vision är att genom förvärv av lönsamma bolag inom hjälpmedelssektorn utveckla en företagsgrupp som förbättrar livskvaliteten för människor med funktionsvariationer. AdderaCare hade en EBITDA-marginal på 10,3% den senaste tolv månaders perioden, jämfört med målet om överstigande 10% under en konjunkturcykel. Tillväxten var 21% under samma period. AdderaCare har som mål att växa 30-50%, drivet av förvärv, med en skuldsättning som inte ska överstiga 3x EBITDA. AdderaCare handlas, sedan noteringen 1 december 2016 på Nasdaq First North Growth Market, med kortnamn ADDERA.

Värdering

Vi värderar AdderaCare genom en DCF-värdering i syfte att beräkna ett rimligt motiverat värde för aktien. Motiverat värde uppgår till 4,10 – 4,50 kr per aktie.

Kvartalet i korthet

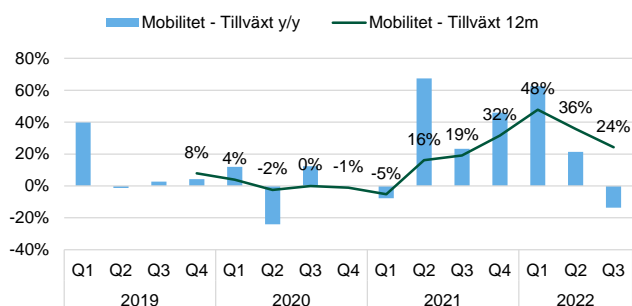
Omsättningen blev 57 mkr, vilket var 7% lägre y/y förklarad av avyttringen av Linds Ortopediska som skedde i juli. Rensat för detta var tillväxten 10% högre y/y vilket drevs av segmenten Tillgänglighet och Mobilitet. EBTIDA var 3,2 mkr, vilket också var högre y/y (2,7 mkr) rensat för Linds Ortopediska.

Tillgänglighet växte 12% y/y drivet av den svenska marknaden samtidigt som prishöjningar började ge effekt vilket även stärkte marginalerna. Mobilitet (rensat för Linds Ortopediska) växte omsättningen 16%, främst drivet av stark cykelförsäljning i Europa samtidigt som leverans- och logistikproblemen har lättat något. Inom Kognition var det fortsatt Norge som gick bra medan Sverige har det tuffare vilket gjorde att försäljningen totalt minskade med 4% y/y. En ny VD har rekryterats till svenska Komikapp för att vända utvecklingen.

Sammanfattningsvis har större delen av AdderaCares dotterbolag en god utveckling där efterfrågan har kommit tillbaka efter pandemin. Logistik- och leveransproblemen lättar successivt även om det fortfarande finns en del oro och störningar kvar. Prishöjningar slår igenom löpande och vi uppfattar att det kommer fortsätta. Det interna strategiarbetet för att öka effektiviteten fortlöper vilket gör att det finns potential till marginalförbättringar.

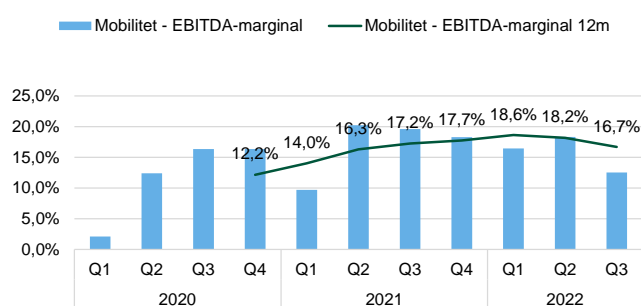
I samband med att kvartalsrapporten släpptes offentliggjordes ett kontantbud på AdderaCare om 3,60 kr per aktie. Budgivare är MedCap som i dagsläget inte äger några aktier i bolaget. Styrelsen rekommenderar aktieägarna att acceptera budet och aktieägare motsvarande 58,8% har ställt sig positiva till erbjudandet, däribland Linc AB som äger 24,4% av AdderaCare samt 20% av MedCap. Budet innebär en premie på 18% från gårdagens stängning och vi noterar att det är lägre än vårt motiverade värde som är 4,10 - 4,50 kr.

Diagram 1: Mobilitet - Tillväxt



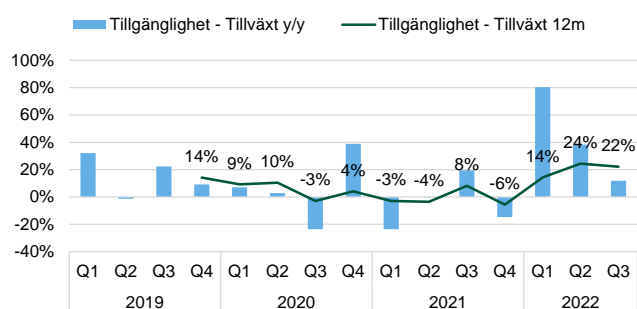
Källa: EPB

Diagram 2: Mobilitet - EBITDA-marginal



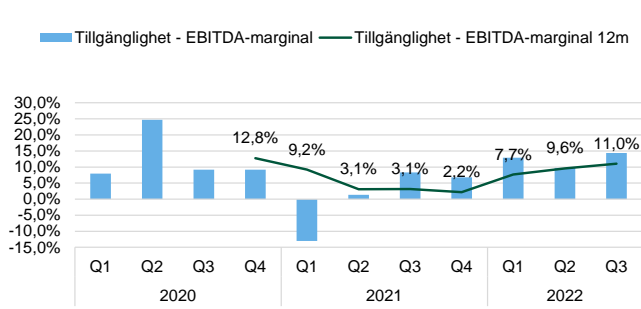
Källa: EPB

Diagram 3: Tillgänglighet - Tillväxt



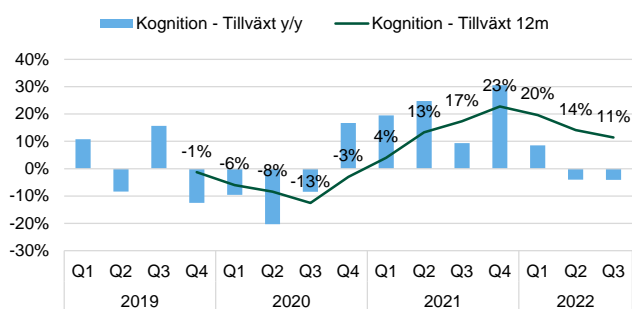
Källa: EPB

Diagram 4: Tillgänglighet - EBITDA-marginal



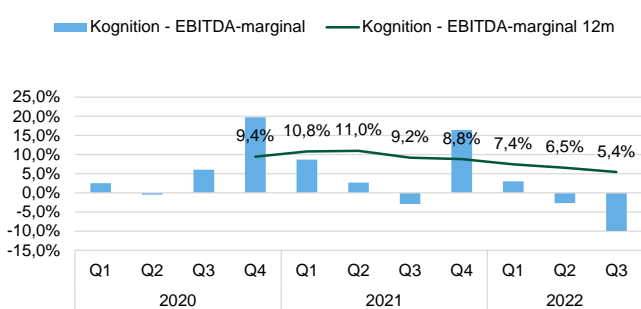
Källa: EPB

Diagram 5: Kognition - Tillväxt



Källa: EPB

Diagram 6: Kognition - EBITDA-marginal



Källa: EPB

DCF

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis							
Sum of PV of FCF (explicit period)	140			Risk free nominal rate	2.5%	WACC	13.0%	Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)	46			Risk premium	5.5%			2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
Enterprise value	186			Small cap premium	6.0%			4.7	4.8	5.0	5.1	5.3	
Latest net debt	35			Extra risk premium	0.0%			13.5%	4.5	4.6	4.7	4.9	5.0
Minority interests & other	0			WACC	14.0%			14.0%	4.3	4.4	4.5	4.6	4.8
Equity value	152			Cost of debt (pre-tax)	3.0%			14.5%	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5
No. of shares outstanding (millions)	34			Tax rate	26%			15.0%	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3
Equity value per share (SEK)	4.5			Target debt/(debt + equity)	0%								
Implicit multipl.				Terminal value assumptions		WACC	13.0%	Long-term EBIT margin					
EV/Sales	0.7	0.7	0.6	Long term growth rate	3.0%			4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	
EV/EBITDA	7.5	9.0	8.3	Long term EBIT margin	6.0%			13.5%	4.1	4.5	5.0	5.4	5.9
EV/EBIT	-7.2	320.5	298.3	Depreciation (% of sales)	4.0%			14.0%	3.9	4.3	4.7	5.1	5.6
EV/NOPLAT	-9.8	435.9	405.7	Capex (% of sales)	4.0%			14.5%	3.7	4.1	4.5	4.9	5.3
P/E				Working cap. (% of sales)	1.4%			15.0%	3.6	3.9	4.3	4.7	5.0
ROIC/WACC				Tax rate	26%				3.4	3.8	4.1	4.4	4.8
Current Share price	3.55												

Källa: EPB

Ingen 1: Aktieägare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Linc AB	24,36%	24,36%
Bengt Olsson / bolag	8,55%	8,55%
Hans Andersson / bolag	7,10%	7,10%
Jan Kvarnström	6,96%	6,96%
Övriga	53,03%	53,03%
Ordförande		Hans Andersson
Verkställande direktör		Hugo Petit
Finansdirektör		Henrik Carlsson
Investarkontakt		Hugo Petit
Hemsida		www.adderacare.com

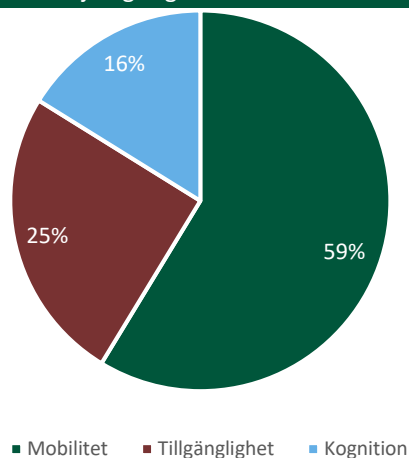
Källa: Holdings

Diagram 7: Motiverat Värderoch aktiekurs



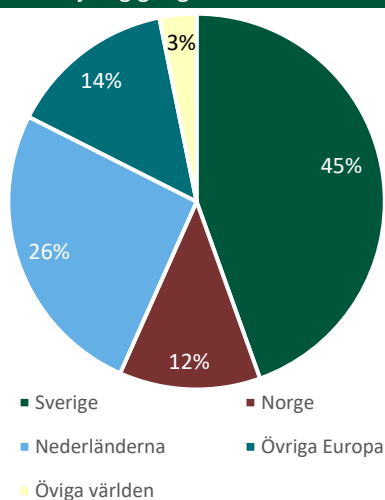
Källa: Factset, EPB

Diagram 8: Försäljning segment Q3'22



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 9: Försäljning geografi Q3'22



Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	192	206	205	248	259	282	307	308
Övriga rörelseintäkter	2	0	9	1	0	0	0	0
Totala intäkter	194	206	215	248	259	282	307	308
Kostnad sålda varor	-135	-145	-148	-177	-207	-205	-223	-220
Bruttoresultat	60	61	66	71	52	78	84	88
Totala rörelsekostnader	-45	-47	-49	-47	-27	-57	-62	-61
EBITDA	14	13	17	24	25	21	23	26
EBITDA, justerad	14	13	17	24	25	21	23	26
Totala avskrivningar	-11	-14	-6	-20	-51	-20	-22	-22
EBITA, justerad	14	13	17	24	25	21	23	26
EBIT	3	-1	11	4	-26	1	1	5
EBIT, justerad	3	-1	11	4	-26	1	1	5
Finansnetto	-2	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-2
Resultat före skatt	1	-2	10	2	-28	-2	-2	2
Resultat före skatt, justerad	1	-2	10	2	-28	-2	-2	2
Total skatt	0	1	0	0	-1	0	0	-1
Nettoresultat	1	-2	10	1	-29	-1	-1	2
Nettoresultat, justerad	1	-2	10	1	-29	-1	-1	2

Källa: AdderaCare, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	3	-1	11	4	-26	1	1	5
Övriga kassaflödesposter	5	16	7	16	48	18	20	19
Förändringar i rörelsekapital	16	-7	-3	7	-2	-5	-6	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	24	8	16	26	19	14	15	23
Investeringar	-2	0	-1	-2	-2	-2	-2	-2
Fritt kassaflöde	22	7	14	24	17	11	13	21
Nyemission / återköp	31	8	40	0	0	0	0	0
Förvärv	-52	0	0	-46	8	0	0	0
Förändringar av lån	1	-6	-11	6	10	10	10	10
Övriga poster	-1	0	-1	0	0	0	0	0
Kassaflöde	0	1	33	-26	25	11	13	21
Nettoskuld	43	36	-9	24	-1	-13	-25	-46

Källa: AdderaCare, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	132	126	118	160	101	81	59	37
Materiella anläggningstillgångar	8	12	20	26	28	30	33	35
Övriga anläggningstillgångar	1	1	1	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	141	140	139	188	131	113	94	75
Varulager	40	43	42	47	49	54	58	58
Kundfordringar	34	28	38	46	48	53	57	57
Övriga omsättningstillgångar	2	1	0	0	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	9	42	16	41	53	65	86
Summa omsättningstillgångar	87	83	125	115	145	165	187	209
SUMMA TILLGÅNGAR	228	223	264	303	276	279	281	283
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	102	108	155	157	129	127	126	128
Summa eget kapital	102	108	155	157	129	127	126	128
Långfristiga räntebärande skulder	24	17	12	9	9	9	9	9
Övriga långfristiga skulder	19	3	13	18	18	18	18	18
Summa långfristiga skulder	58	34	38	43	43	43	43	43
Kortfristiga räntebärande skulder	27	28	21	32	32	32	32	32
Leverantörsskulder	14	16	15	20	21	23	25	25
Övriga kortfristiga skulder	1	0	1	1	1	1	1	1
Summa kortfristiga skulder	68	80	71	103	105	108	113	113
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	228	223	264	303	276	279	281	283

Källa: AdderaCare, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	6%	4%	16%	4%	9%	9%	0%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	30%	35%	5%	N.m.	9%	18%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	N.m.	N.m.	>100%	7%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	N.m.	N.m.	96%	3%	>100%
Bruttomarginal	31,0%	29,5%	32,3%	28,6%	20,0%	27,5%	27,5%	28,4%
EBITDA-marginal	7,4%	6,5%	8,5%	9,5%	9,6%	7,3%	7,3%	8,6%
EBITDA-marginal, justerad	7,4%	6,5%	8,5%	9,5%	9,6%	7,3%	7,3%	8,6%
EBIT-marginal	1,7%	Neg.	5,5%	1,4%	Neg.	0,2%	0,2%	1,5%
EBIT-marginal, justerad	1,7%	Neg.	5,5%	1,4%	Neg.	0,2%	0,2%	1,5%
Vinst-marginal, justerad	0,6%	Neg.	4,9%	0,5%	Neg.	Neg.	Neg.	0,5%

Källa: AdderaCare, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	8%	1%	Neg.	Neg.	Neg.	1%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	6%	1%	Neg.	Neg.	Neg.	1%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	8%	2%	Neg.	0%	1%	5%

Källa: AdderaCare, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	21%	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	18%	13%	18%	19%	19%	19%	19%	19%
Leverantörsskulder / KSV	11%	11%	10%	11%	10%	11%	11%	11%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	20%	11%	15%	11%	12%	13%	13%	13%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,3x	1,1x	1,3x	1,5x	1,7x	1,8x	1,8x

Källa: AdderaCare, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	43	36	-9	24	-1	-13	-25	-46
Soliditet	45%	49%	59%	52%	47%	46%	45%	45%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,3x	-0,1x	0,2x	0,0x	-0,1x	-0,2x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	3,0x	2,7x	-0,5x	1,0x	-0,1x	-0,6x	-1,1x	-1,7x

Källa: AdderaCare, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	0,06	-0,10	0,30	0,04	-0,85	-0,04	-0,04	0,05
EPS, justerad	0,06	-0,10	0,30	0,04	-0,85	-0,04	-0,04	0,05
FCF per aktie	1,28	0,39	0,41	0,72	0,51	0,33	0,37	0,62
Antal aktier vid årets slut, m	17,3	18,5	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	17,3	18,5	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7

Källa: AdderaCare, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	80,7x	Neg.	15,4x	129,1x	Neg.	Neg.	Neg.	72,8x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	4,0x	13,6x	11,1x	6,6x	6,9x	10,6x	9,5x	5,7x
FCF-yield	25%	7%	9%	15%	14%	9%	10%	17%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,5x	0,4x	0,3x	0,2x
EV/EBITDA, justerad	9,2x	10,1x	8,3x	7,8x	4,8x	5,2x	4,2x	2,8x
EV/EBIT, justerad	39,1x	Neg.	12,7x	51,6x	Neg.	184,3x	151,4x	16,3x
EV	131	135	145	184	118	107	95	74
Aktiekurs	5,1	5,4	4,6	4,8	3,6	3,6	3,6	3,6

Källa: AdderaCare, EPB

Disclosure

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 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 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