



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Kläder & Skor | Sverige | 20 november 2022

Björn Borg

Starkt kvartal i utmanande marknadsklimat

Växer 4% i Q3

Björn Borg redovisar en nettoomsättning om 249 mkr (240 mkr) för Q3, motsvarande en tillväxt om 4% y/y. Tillväxten är stark mot bakgrund av den utmanande miljön för nordiska och europeiska klädhandlare, och omsättningen var ca 2% över våra estimat om 245 mkr. Egen onlineförsäljning växte 29% y/y och E-tailers minskade med -16% y/y. Bland segmenten stack sportkläder ut med en tillväxt om 21%.

Fortsatta valutamotvindar

Bruttomarginalen var 48% (54%) i Q3 men valutajusterat i stort oförändrad vid 55%. Rörelseresultatet för Q3 var 31 mkr (52 mkr) mot vårt estimat om 34 mkr. EBIT innehåller dock engångsposter i Q3, där optionsprogrammet och en reservering för återbetalning av pandemistöd tillsammans uppgår till 11 mkr. Den justerade kostnadsbasen är fortsatt på mycket låga nivåer, vilket understryker kostnadsarbetet som Björn Borg bedrivit sedan 2020.

Endast mindre justeringar

Vi gör mindre justeringar av våra estimat, där de största effekterna syns innevarande år. Vi höjer vårt motiverade värde till 50-52 kr per aktie (48-50 kr). Vårt motiverade värde är en kombination av vår DCF-modell samt en målmultipel för 2023 där vi värderar egen onlineförsäljning samt övrig försäljning separat.

Estimatändring (kr)

22e

Δ%

23e

Δ%

Totala intäkter

838

-2,0

869

0,6

EPS, just.

1,9

-22,3

3,6

0,1

EBITDA, just.

103

-13,1

141

-1,6

Kommande händelser

Q4 - rapport

24 februari 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier

25m

Börsvärde

732

Nettoskuld

75

EV

807

Free float

87%

Daglig handelsvolym, snitt

29k

Bloomberg Ticker

BORG SS EQUITY

Analytiker

Hjalmar Jernstrom

hjalmar.jernstrom@penser.se

Prognos (mkr)

2021

2022e

2023e

2024e

Totala intäkter

796

838

869

918

Intäktstillväxt

8%

5%

4%

6%

EBITDA, just.

140

103

141

166

EBIT, just.

104

68

113

138

EPS, just.

3,4

1,9

3,6

4,4

EPS-tillväxt

>100%

N.m.

89%

22%

EK/aktie

13,3

12,7

13,7

15,6

Utdelning per aktie

1,5

2,5

2,5

2,5

EBIT-marginal

13,5%

8,4%

13,4%

15,4%

ROE, just.

27,5%

14,5%

27,0%

29,7%

ROCE, just.

24,4%

16,3%

29,2%

33,1%

EV/Sales

1,6x

0,9x

0,9x

0,8x

EV/EBITDA

9,3x

7,4x

5,4x

4,6x

EV/EBIT

12,5x

11,2x

6,7x

5,5x

P/E, just.

14,7x

15,4x

8,2x

6,7x

P/EK

3,8x

2,3x

2,1x

1,9x

Direktavkastning

3,0%

8,6%

8,6%

8,6%

Nettoskuld/EBITDA

0,3x

0,3x

-0,3x

-0,6x

Värde och risk

Motiverat värde

50- 52 kr

Aktiekurs

29,1 kr

Riskenivå

Medium

Kursutveckling 12 mån

Intressekonflikter

Yes

No

Likviditetsgarant

✓

Certified adviser

✓

Transaktioner 12m

✓

Investment case

Björn Borgs omställning från att vara ett bolag inom underkläder till att bli ett företag inom sportkläder har försvårats av pandemin och nedstängningarna i bolagets kärnmarknader under Covid-19-pandemin. Långsiktigt fortsätter dock hälso- och träningstrenden vara drivande för bolagets tillväxt. Trots bolagets starka varumärke värderas Björn Borg idag i paritet med eller lägre än andra företag inom klädhandel. Vi anser att en varumärkesvärdering är mer relevant. Vi anser att varumärket är en stor styrka för Björn Borg, och att den starka igenkänning som bolagets varumärke har bidrar till att man bl.a. har en god prissättningsförmåga.

Bolagsprofil

Björn Borg är ett svenskt modeföretag som designar och säljer underkläder, skor, sportkläder och övriga produkter under det egna varumärket Björn Borg. Bolagets två största marknader är Holland och Sverige som tillsammans stod för 55 % av varumärkesförsäljningen 2021. Produktområdet underkläder stod 2021 för majoriteten av försäljningen med 59 %, medan sportkläder stod för 17 %. Björn Borg uppdaterade sina finansiella mål under 2019. De finansiella målen är en årlig omsättningstillväxt om 5 %, en årlig rörelsemarginal om 10 %, en årlig utdelning om minst 50 % av nettoresultatet efter skatt och en soliditet som inte ska understiga 35 %.

Värdering

Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som underbyggs av en DCF-modell. Vi värderar bolaget med en SotP-värdering som värderar den egna onlineverksamheten separat. Vi applicerar en multipel för den egna onlineförsäljningen om 17x EBIT för 2023e, och värderar övrig försäljning till 10x EBIT för 2023e. Detta genererar ett motiverat värde om 50-52 kr per aktie (48-50 kr per aktie). Vi bedömer att bolaget är positionerat för att fortsätta växa inom den onlinebaserade verksamheten. Björn Borg fortsätter uppvisa de aspekter man tidigare arbetat för, såsom höjda bruttomarginaler genom minskad snittrabatt. Vi underbygger värderingen med en DCF-modell.

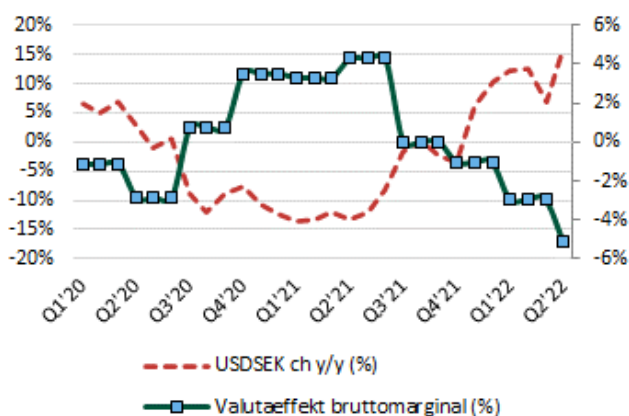
Kvartalet i detalj

Björn Borg redovisar en nettoomsättning om 249 mkr (240 mkr) för Q3, motsvarande en tillväxt om 4% y/y. Tillväxten är stark mot bakgrund av den utmanande miljön för nordiska och europeiska klädhandlare, och omsättningen var ca 2% över våra estimat om 245 mkr. Egen onlineförsäljning växte 29% y/y och E-tailers minskade med -16% y/y. Bland segmenten stack sportkläder ut med en tillväxt om 21%. Bruttomarginalen var 48% (54%) i Q3 men valutajusterat i stort oförändrad vid 55%. Rörelseresultatet för Q3 var 31 mkr (52 mkr) mot vårt estimat om 34 mkr. EBIT innehåller dock i likhet med tidigare kvartal 2022 en engångspost relaterad till det tidigare meddelade optionsprogrammet, samt i Q3 även en reservering för återbetalning av pandemistöd, där summan av posterna var ca 11 mkr i kvartalet.

I kvartalet minskade omsättningen inom underkläder med 7%, samtidigt som sportkläder växte 21%. Geografiskt växte Sverige 2% y/y, samtidigt som Nederländerna såg minskad omsättning med 7%. Finland växte 2%, och Tyskland med 8%. Omsättningen i Danmark växte 6% i Q3, samtidigt som Belgien minskade med 14%.

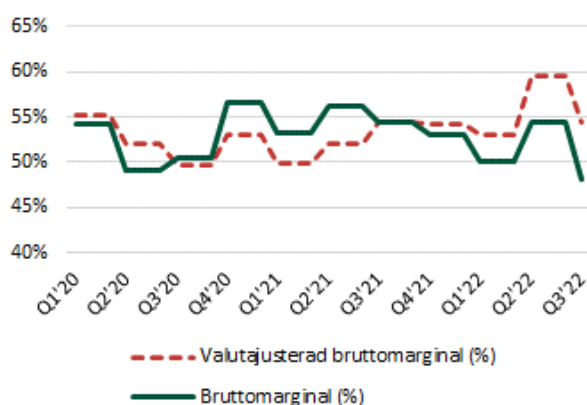
Valutaeffekten för Björn Borg blev tydlig i kvartalet, där bruttomarginalen drabbades starkt av utvecklingen för USD/SEK. Nedan sammanfattas hur förändringen av USD/SEK y/y påverkar Björn Borgs bruttomarginal, och i grafen tydliggörs att den stora förstärkningen y/y av USD/SEK starkt belastar bruttomarginalen med ett synligt mönster.

Diagram 1: Valutaeffekt bruttomarginal och USD/SEK



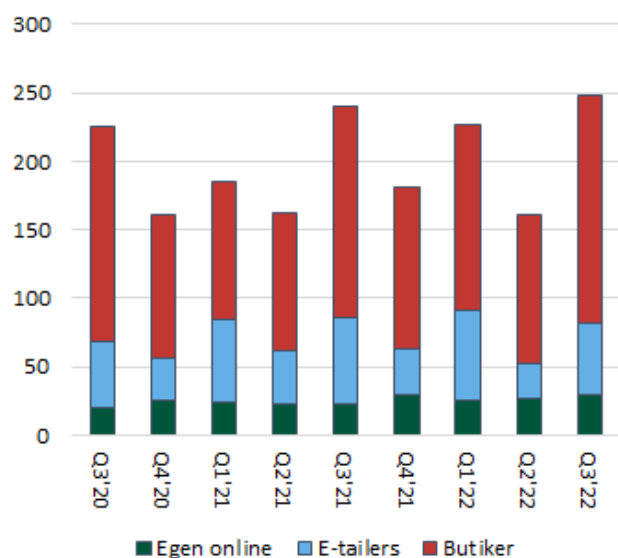
Källa: Factset, bolagsrapporter

Diagram 2: Bruttomarginal och valutajusterad bruttomarginal (%)



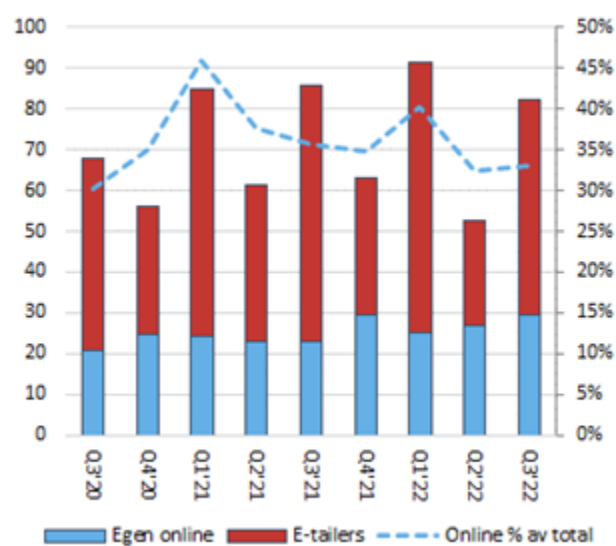
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 3: Försäljning per segment (mkr)



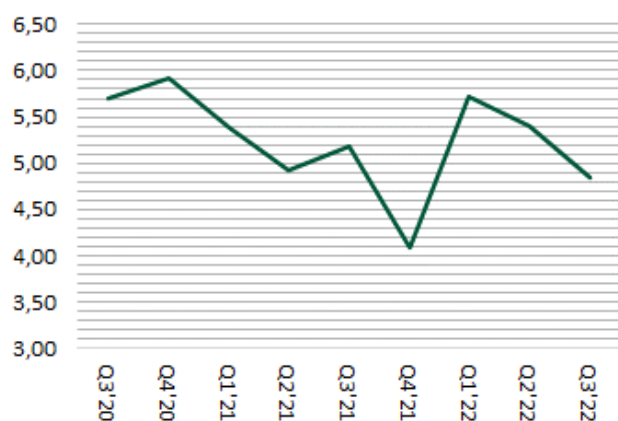
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 4: Onlineförsäljning (mkr)



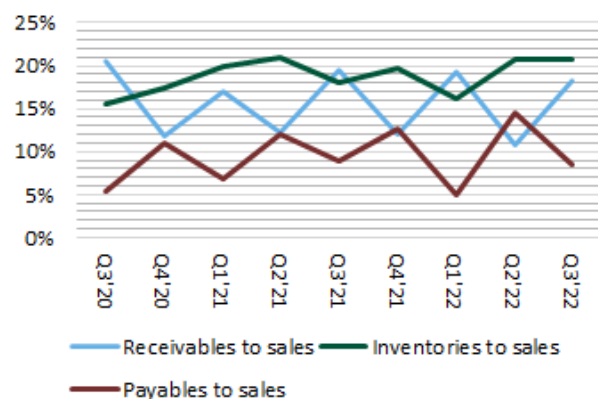
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 5: Lageromsättningshastighet RTM (x)



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 6: Rörelsekapital RTM (% av omsättning)



Källa: Bolagsrapporter

Estimatjusteringar

Efter kvartalsrapporten gör vi mindre estimatjusteringar, enligt nedan. Vi justerar våra förväntningar om bruttomarginalen för Q4, samt adderar engångsposten om 7 mkr för reservationen som Björn Borg gjorde under Q3. I övrigt sammanfattas våra justeringar nedan.

Tabell 1: Estimatjusteringar

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	810 444	846 723	896 475
Tillväxt	5%	4%	5,9%
EBIT	68 246	113 246	137 924,5
Rörelsemarginal	8%	13%	15%
EPS	1,89	3,57	4,36
Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	828 802	841 947	890 819
Tillväxt	8%	2%	6%
EBIT	83 328	115 500	138 029
Rörelsemarginal	10%	14%	15%
EPS	2,43	3,56	4,29
Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	-2%	1%	1%
EBIT	-18%	-2%	0%
EPS	-22%	0%	2%

Källa: EPB

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som kombineras med en DCF-modell. Vi använder fortsatt en multipelsansats för separat värdering av online och butiker. Vi antar att egen onlineförsäljning kan uppnå en rörelsemarginal om 18 % 2023, och utgöra ca 15% av total försäljning 2023. Vi applicerar en multipel för den egna onlineförsäljningen om 17x EBIT för 2023e, och värderar övrig försäljning till 10x EBIT för 2023e. Skillnaden motiveras av möjligheten för en högre lönsamhet i onlineverksamheten, samtidigt som onlinebaserade varumärkesföretag har högre multiplar.

Vi noterar att Björn Borg under pandemin reducerade kostnadsbasen och etablerade en ny nivå av lönsamhet, och att marginalen dessförinnan var svagare och onlinetillväxten begränsad. Sektorspecifikt är klädbranschen präglad av låga marginaler och inträdesbarriärer, men bolagets varumärke har en stark kännedom vilket är skapar en styrka hos bolag i klädbranschen, genom bättre prissättningsförmåga. Viss risk förekommer i ett stort kundberoende hos Zalando, vilket bl.a. tydliggjordes i Q2'22. Sammantaget applicerar vi en extra riskpremie om 4,0%, vilket ger en diskonteringsränta om 11%. Vår multipelansats tillsammans med DCF-modell gör att vi ser ett motiverat värde om 50 - 52 kr per aktie (48 – 50).

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	986 671
PV of terminal value (perpetuity formula)	381 142
Enterprise value	1 367 813
Latest net debt	74 500
Minority interests & other	0
Equity value	1 293 313
No. of shares outstanding (millions)	25 148
Equity value per share (SEK)	52

Källa: EPB

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	4,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	11,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1,0%
Long term EBIT margin	12,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	20%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	10,0%	53	55	57	58	61
	10,5%	51	53	54	56	57
	11,0%	49	50	52	53	55
	11,5%	47	48	49	51	52
	12,0%	45	46	47	49	50

		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	10,0%	45	51	57	62	68
	10,5%	43	49	54	59	64
	11,0%	42	47	52	56	61
	11,5%	40	45	49	54	58
	12,0%	39	43	47	52	56

Källa: EPB

Nedan sammanfattas vår multipelbaserade värderingsansats. Vi applicerar en multipel för den egna onlineförsäljningen om 17x EBIT för 2023e, och värderar övrig försäljning till 10x EBIT för 2023e. Skillnaden motiveras av möjligheten för en högre lönsamhet i onlineverksamheten, samtidigt som onlinebaserade varumärkesföretag har högre multiplar.

Tabell 2: Värdering: multipelansats

Last paid	29,1
Aktier	25 148
Mkt cap	731 807
Enterprise value	806 307
Net debt	74 500
Multiple (online EBIT 23e x)	17
Multiple (physical + etailers EBIT 23e x)	10
Target EV	1 306 513
Less net debt	(74 500)
Target mkt cap	1 232 013
Price per share	49

Källa: EPB, Bolagsrapporter

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	696	710	757	705	768	810	847	896
Övriga rörelseintäkter	8	7	22	29	28	27	22	22
Totala intäkter	704	717	779	734	796	838	869	918
Kostnad sålda varor	-320	-303	-351	-335	-352	-404	-392	-394
Bruttoresultat	384	414	428	399	444	434	477	524
Totala rörelsekostnader	-319	-334	-320	-324	-305	-330	-336	-358
EBITDA	65	80	109	75	140	103	141	166
EBITDA, justerad	65	80	109	75	140	103	141	166
Totala avskrivningar	-10	-9	-57	-41	-36	-35	-28	-28
EBITA, justerad	65	80	109	75	140	103	141	166
EBIT	55	71	51	34	104	68	113	138
EBIT, justerad	55	71	51	34	104	68	113	138
Finansnetto	-4	3	-3	-16	3	-2	-1	0
Resultat före skatt	51	74	49	18	107	66	112	137
Resultat före skatt, justerad	51	74	49	18	107	66	112	137
Total skatt	-14	-14	-10	1	-21	-19	-23	-28
Nettoresultat	37	60	39	19	86	47	90	110
Nettoresultat, justerad	37	60	39	19	86	47	90	110

Källa: Björn Borg, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	55	71	51	34	104	68	113	138
Övriga kassaflödesposter	9	3	45	42	17	14	4	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	64	74	96	76	122	82	118	138
Investeringar	15	-16	-13	-9	-11	-9	-10	-9
Fritt kassaflöde	80	59	84	67	111	73	107	129
Utdelningar	-50	-50	-50	0	-38	-63	-63	-63
Förvärv	28	-2	0	0	0	0	0	0
Förändringar av lån	-5	-7	-4	-3	-33	-36	0	0
Övriga poster	0	0	0	0	-23	-23	-8	-5
Kassaflöde	53	-1	30	63	17	-48	36	61
Nettoskuld	72	114	254	86	37	32	-37	-98

Källa: Björn Borg, EPB

Balansräkning								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	36	35	35	34	35	35	35	35
Övriga immateriella tillgångar	193	197	197	198	198	198	198	198
Materiella anläggningstillgångar	15	15	18	17	15	10	10	8
Finansiella anläggningstillgångar	23	23	15	16	14	14	14	14
Summa anläggningstillgångar	266	271	397	322	317	292	274	255
Varulager	110	140	128	123	152	162	161	170
Kundfordringar	91	130	125	84	92	97	102	108
Övriga omsättningstillgångar	21	14	20	20	23	24	25	27
Likvida medel och kortfristiga placeringar	53	36	29	70	97	35	91	148
Summa omsättningstillgångar	274	320	302	297	363	319	379	453
SUMMA TILLGÅNGAR	541	591	699	619	681	611	653	708
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	277	288	271	291	334	319	346	392
Minoritetsintressen	0	-6	-6	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	277	282	265	291	334	319	346	392
Långfristiga räntebärande skulder	125	150	150	99	80	40	34	34
Övriga långfristiga skulder	66	47	137	75	75	53	45	39
Summa långfristiga skulder	191	197	287	174	155	93	79	73
Leverantörsskulder	20	38	56	77	97	105	110	117
Övriga kortfristiga skulder	52	75	92	77	94	94	119	126
Summa kortfristiga skulder	72	112	148	154	191	199	229	242
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	541	591	699	619	681	611	653	708

Källa: Björn Borg, EPB

Tillväxt och marginaler								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	2%	9%	N.m.	8%	5%	4%	6%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	22%	36%	N.m.	87%	N.m.	37%	17%
EBIT-tillväxt, justerad	-	28%	N.m.	N.m.	>100%	N.m.	66%	22%
EPS-tillväxt, justerad	-	60%	N.m.	N.m.	>100%	N.m.	89%	22%
Bruttomarginal	55,1%	58,4%	56,6%	56,5%	57,9%	53,5%	56,3%	58,5%
EBITDA-marginal	9,4%	11,3%	14,3%	10,6%	18,2%	12,7%	16,7%	18,5%
EBITDA-marginal, justerad	9,4%	11,3%	14,3%	10,6%	18,2%	12,7%	16,7%	18,5%
EBIT-marginal	7,9%	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,4%	13,4%	15,4%
EBIT-marginal, justerad	7,9%	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,4%	13,4%	15,4%
Vinst-marginal, justerad	5,4%	15,4%	5,1%	2,7%	11,2%	5,9%	10,6%	12,2%

Källa: Björn Borg, EPB

Avkastning								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	21%	14%	7%	28%	15%	27%	30%
ROCE, justerad	Neg.	19%	12%	7%	24%	16%	29%	33%
ROIC, justerad	Neg.	19%	11%	8%	28%	19%	34%	46%

Källa: Björn Borg, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	16%	19%	16%	17%	19%	19%	19%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	13%	18%	16%	11%	12%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / KSV	6%	12%	16%	23%	28%	26%	28%	30%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	23%	34%	46%	48%	63%	60%	68%	68%
Rörelsekapital / totala intäkter	21%	24%	21%	13%	12%	12%	9%	9%
Kapitalomsättningshastighet	1,8x	1,7x	1,4x	1,6x	1,7x	2,2x	2,2x	2,1x

Källa: Björn Borg, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	72	114	254	86	37	32	-37	-98
Soliditet	51%	48%	38%	47%	49%	52%	53%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	0,3x	0,4x	1,0x	0,3x	0,1x	0,1x	-0,1x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	1,1x	1,4x	2,3x	1,2x	0,3x	0,3x	-0,3x	-0,6x

Källa: Björn Borg, EPB

Aktiedata

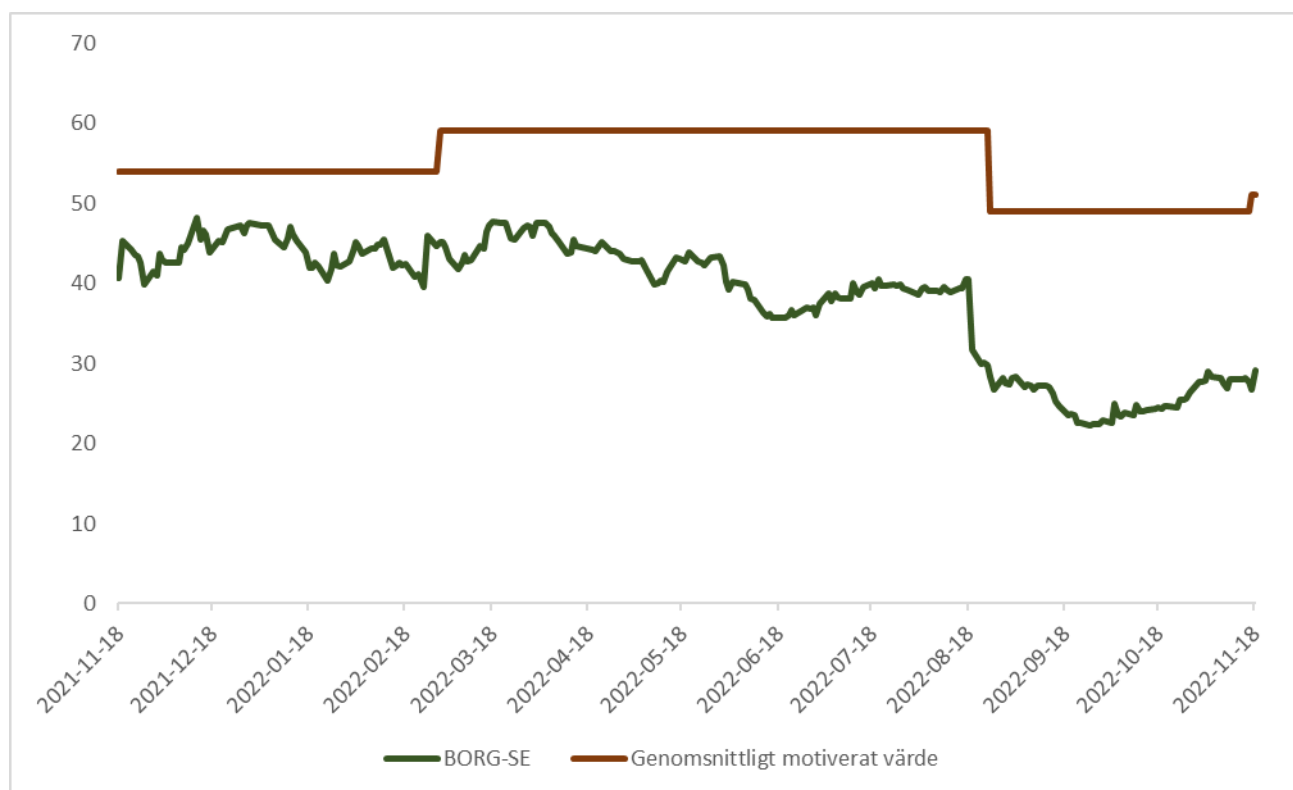
	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	1,49	2,38	1,55	0,75	3,42	1,89	3,57	4,36
EPS, justerad	1,49	2,38	1,55	0,75	3,42	1,89	3,57	4,36
FCF per aktie	3,17	2,33	3,33	2,65	4,41	2,90	4,27	5,13
Utdelning per aktie	-	2,00	2,00	0,00	1,50	2,50	2,50	2,50
Eget kapital per aktie	11,0	11,2	10,5	11,6	13,3	12,7	13,7	15,6
Antal aktier vid årets slut, m	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1

Källa: Björn Borg, EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	18,9x	8,1x	16,3x	26,4x	14,7x	15,4x	8,2x	6,7x
P/EK	2,5x	1,7x	2,4x	1,7x	3,8x	2,3x	2,1x	1,9x
P/FCF	8,9x	8,3x	7,6x	7,5x	11,4x	10,0x	6,8x	5,7x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	10,3%	7,9%	0,0%	3,0%	8,6%	8,6%	8,6%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	84,0%	>100%	0,0%	43,8%	>100%	70,1%	57,3%
EV/Sales	1,1x	0,8x	1,1x	0,8x	1,6x	0,9x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	11,9x	7,5x	8,2x	7,8x	9,3x	7,4x	5,4x	4,6x
EV/EBIT, justerad	14,1x	8,5x	17,3x	17,3x	12,5x	11,2x	6,7x	5,5x
EV	779	601	889	583	1 302	764	764	764
Aktiekurs	28,1	19,4	25,3	19,8	50,3	29,1	29,1	29,1

Källa: Björn Borg, 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