



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 07 december 2022

Concejo

Flera styrketecken i Q3

Fortsatt god utveckling i flera portföljbolag

Nettomsättningen i Q3 uppgick till 85 mkr (69 mkr), motsvarande en tillväxt y/y om 24%. Firenor International omsatte 45 mkr (48 mkr) med stark orderbok, men realiseringen av orderboken är något fördröjd. Optronics och ACAF Systems fortsatte växa omsättningen kraftigt i Q3 och redovisade omsättning om 12 respektive 10 mkr.

Adderar högtintressant tillskott till portföljen

EBIT för kvartalet uppgick till -22 mkr (-133 mkr) där jämförelsekvartalet belastas av engångsposter. Totalt belopp inom kapitalförvaltningen vid utgången av Q3 var 291 mkr, där aktiexponeringen för tillfället är mycket begränsad. Bokfört värde av bolagen i Concejo Tillväxt var 263 mkr i Q3 (268 mkr i Q2). Concejo fortsätter addera portföljbolag, och precis vid utgången av Q3 adderade Concejo SAL Navigation, en tillverkare av integrerade fartygsloggar och marina färdskrivare.

Justeringar

Vi justerar våra estimat för att reflektera utvecklingen i Q3, samt förvärvet av SAL Navigation. SAL Navigation omsatte 89 mkr 2021 med rörelseresultat om 3,5 mkr. Vi värderar fortsatt Concejo med en SOTP-analys. Vi ser ett motiverat värde om 55–57 kr per aktie (53–55 kr).

Estimatändring (kr)

	22e	Δ%	23e	Δ%
Totala intäkter	329	1,9	332	22,3
EBITDA, just.	-74	-21,3	25	>100
EPS, just.	-16,0	17	1,7	31

Kommande händelser

Q4 - rapport	22 februari 2023
Q1 - rapport	24 maj 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	12m
Börsvärde	397
Nettoskuld	25
EV	422
Free float	27%
Daglig handelsvolym, snitt	3k
Bloomberg Ticker	CNCJOB SS EQUITY

Analysiker

Hjalmar Jernstrom

hjalmar.jernstrom@penser.se

Prognos (mkr)

	2021	2022e	2023e	2024e
Totala intäkter	261	329	332	358
Intäktstillväxt	2%	26%	1%	8%
EBITDA, just.	-182	-74	25	30
EBIT, just.	-197	-91	9	14
EPS, just.	-1,7	-16,0	1,7	2,0
EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	81,2	65,2	66,9	68,9
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	2,8%	4,0%
ROE, just.	Neg.	Neg.	2,5%	3,0%
ROCE, just.	Neg.	Neg.	1,0%	1,6%
EV/Sales	4,1x	1,7x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA	-	-	21,5x	17,2x
EV/EBIT	-	-	57,5x	35,8x
P/E, just.	-	-	20,2x	16,7x
P/EK	0,8x	0,5x	0,5x	0,5x
Nettoskuld/EBITDA	-1,4x	-2,1x	5,5x	3,9x

Värde och risk

Motiverat värde

55 - 57 kr

Aktiekurs

33,9 kr

Riskenivå

Låg

Kursutveckling 12 mån

Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant	✓	
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Concejo är ett investmentbolag med exponering mot noterade och onoterade innehav med operativ inriktning mot olika branscher. Concejo formulerade under 2021 nya finansiella mål som behandlar målsättningen kring utvecklingen i respektive segment. För Firenor rör målsättningen lönsamhet, och är att uppnå en lönsamhet (EBIT) om 5 % 2025. SBF Fonder har som mål att fonderna ska ge en riskjusterad avkastning för fondens investerare som långsiktigt kan mäta sig med marknadsledarna för alternativa fastighetsinvesteringar och att förvaltad kapital (Asset Under Management) ökar med mer än 10 procent per år i genomsnitt under perioden 2021–2025. För bolagen i Concejo tillväxt är målet att uppnå en årlig avkastning på investerat kapital om 15% 2021 - 2025. Concejo handlas för tillfället till en stor rabatt mot underliggande bokförda värden, och bedömer att bolaget kan reducera substansrabatten genom att kontinuerligt skapa aktieägarvärden via portföljbolagen.

Bolagsprofil

Concejo är ett investmentbolag som investerar i noterade och onoterade företag med hög tillväxtpotential. Bolaget har hel- och delägda innehav med globalt inriktade verksamheter i olika branscher. Inneheten redovisas inom Concejo Industrier, som innehåller Firenor International, Optronics, SAL Navigation och ACAF Systems. Concejos fondverksamhet består av SBF Fonder, en förvaltare av alternativa investeringsfonder, där bolaget huvudsakligen förvaltar hyresbostäder i Sverige. Concejo Tillväxt är bolagets investeringsverksamhet för noterade och onoterade portföljbolag.

Värdering

Vi värderar Concejo med en SOTP-värdering som vi bedömer bäst reflekterar värdena i bolagets segment. Vi värderar Firenor, SBF, Optronics, SAL Navigation, ACAF Systems och Concejo Tillväxt separat och justerar för nettoskuld och substansrabatt. Vi ser ett motiverat värde om 55–57 kr per aktie (53-55 kr per aktie).

Kvartalet i detalj

Concejo redovisar en omsättning om 85 mkr i Q3 (69 mkr), motsvarande en tillväxt y/y om 24%. Firenors omsättning i kvartalet var 45 mkr (48 mkr), samtidigt som Optronics och ACAF fortsätter att växa kraftigt y/y till en omsättning om 12 respektive 10 mkr. EBIT per rörelsesegment var -7 mkr i Firenor, - 7 mkr i Optronics samt 2,4 mkr i ACAF Systems. Concejo tillväxt redovisar EBIT för Q3 om -6,3 mkr. Utvecklingen innebär en sekventiell försvagning av marginalen i Firenor, men Concejo kommunicerar förväntningar om starkare marginal framöver drivet av högre bruttomarginal i projekten. Samtidigt förstärks rörelseresultatet från Concejo tillväxt q/q till -6 mkr (-19 mkr i Q2), bl.a. beroende på en engångseffekt i Q2. EBIT för koncernen var -22 mkr i Q3, vilket bland annat inkluderar en post om -12,6 mkr som relaterar till vinstdelning. Resultatet inkluderar även värdeförändringar i noterade innehav.

För koncernen var finansiella intäkter 21,4 mkr, orealiserade värdeförändringar uppgick till -2,8 mkr och resultat från andelar i intressebolag var -3,5 mkr. Sammantaget förstärks EPS q/q till -1,19 kr (-2,89 kr Q2). Vid utgången av kvartalet meddelar Concejo förvärvet av 50% av SAL Navigation. SAL Navigation är ett ledande företag inom integrerade fartygsloggar och marina färdskrivare. 2021 omsatte SAL Navigation 89 mkr med EBIT om 3,5 mkr. SAL Navigation ingår i Concejo Industrier.

Från att under 2021 haft stor aktieexponering i kapitalförvaltningen har Concejo under 2022 reducerat exponeringen, och har under Q3 en avvaktande inställning till aktieplaceringar. Kapitalförvaltningen vid utgången av Q3 uppgick till ett totalt värde om 291 mkr.

Estimatförändringar

Vi justerar våra estimat för att reflektera förvärvet av SAL Navigation, samt kostnadsposterna i Q3, där den största justeringen kan härledas till vinstdelningen i SBF Fonder samt värdeutvecklingen av noterade innehav. 2021 omsatte SAL Navigation ca 89 mkr, med ett rörelseresultat om 3,5 mkr. Sammantaget justerar vi intäkterna för 2023e till 332 mkr (272 mkr) samt EBIT till 9,3 mkr (3,4 mkr).

Tabell 1: Estimatjusteringar

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	329	332	358
Tillväxt	26%	1%	8%
EBIT	(91,5)	9,3	14,3
Rörelsemarginal	-27,8%	2,8%	4,0%
EPS	(15,84)	1,68	2,02
Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	313	272	298
Tillväxt	20%	-13%	10%
EBIT	(61,4)	3,4	8,5
Rörelsemarginal	-19,6%	1,3%	2,9%
EPS	(13,56)	1,29	1,63
Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	5%	22%	20%
EBIT	49%	170%	68%
EPS	17%	31%	24%

Källa: EPB

Värdering

Nedan sammanfattas vår SOTP-värdering. Vi gör en SOTP-värdering där vi värderar Firenor, Optronics Technology, ACAF Systems, SBF Management, SAL Navigation samt Concejo Tillväxt separat. Vi applicerar en multipelvärdering på Optronics och ACAF Systems om 1,5x respektive 1,4x försäljningen för 2023e, och 0,9x försäljningen 2023e för Firenor International. Till det adderar vi det bokförda värdet av Concejo Tillväxt samt kortfristiga placeringar.

Vi adderar en substansrabatt om 15% till bolagets kortfristiga placeringar, samt en substansrabatt om 40% till det bokförda värdet av Concejo Tillväxt. Substansrabatten för Concejo Tillväxt motiveras av att bolagen befinner sig i expansiva faser, med relativt sett låga marginaler och högre risk. Vi väljer därmed att ersätta vår tidigare ansats där vi diskonterade framtida potentiella investeringar i portföljbolagen. Utöver det adderar vi koncerngemensamt rörelseresultat beräknat till årsvärde och diskonterat med 20%, vilket medför att totalt belopp om 100 mkr. Summan av vår värdering, justerat för substansrabatt, diskonterad koncerngemensam EBIT samt nettoskuld genererar ett totalt motiverat värde om 55 – 57 kr (53 - 55 kr) per aktie.

Tabell 2: SOTP-värdering

Bolag	Värdering	Målmultipel	Värde (mkr)
Firenor International	Multipel	0,9x sales 23e	103
Optronics	Multipel	1,5x sales 23e	71
ACAF Systems	Multipel	1,4x sales 23e	59
SBF Fonder	Multipel	10 x 5y avg res e. fin post	129
SAL Navigation	Multipel	1,2x sales 23e	53
Concejo tillväxt	Bokfört värde		263
Kortfristiga placeringar	Bokfört värde		291
Summa			970
Kassa och bank (likvida medel)			104
Skulder			129
Nettoskuld (+) / Nettokassa (-)			25
Motiverad substansrabatt (kortfristiga placeringar)			15%
Motiverad substansrabatt (Concejo Tillväxt)			40%
Justering substansvärde			-149
Koncerngemensam EBIT diskonterad med 20%			-100
Justering nettoskuld			-25
Motiverat bolagsvärde			671
Antal aktier			11,7
Värde per aktie, multipelvärdering (SEK)			57
Värde per aktie, DCF-modell (SEK)			53
Totalt motiverat värde per aktie (SEK)			55-57

Källa: Bolagsrapporter, EPB

DCF-modell

Vi adderar en DCF-modell som underbygger vår värdering. Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Modellen applicerar en estimeringsperiod till 2027 och antar därefter att innehaven i portföljen avyttras. Vår DCF indikerar ett motiverat värde om 53 kr mot vårt motiverade värde om 55 - 57 kr per aktie.

Vi fäster därmed större vikt vid SotP-värderingen. Vi applicerar en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5% och en extra riskpremie om 4%. Vi bedömer att Concejo fortsatt har en mycket stark finansiell position vilket minskar risken. Concejo har förhållandevis små positioner i flera av portföljbolagen, vilket minskar det omedelbara behovet att bistå med kapital för att hålla portföljbolagen välfinansierade. Portföljbolagen har inriktning mot flera olika branscher vilket gör att portföljen är diversifierad i termer av sektorexponering. Sammantaget applicerar vi en WACC om 12%. Vi antar en långsiktig EBIT-marginal om 12% och tillväxt bortom prognosperioden om 3%. Nedan sammanfattas även känsligheten för centrala antaganden.

Valuation output		WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	397	Risk free nominal rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	251	Risk premium	5,5%
Enterprise value	648	Extra risk premium	4,0%
Latest net debt	25	Beta	1,0
Minority interests & other	0	Cost of equity	12,0%
Equity value	623	Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)	12	Tax rate	22%
Equity value per share (SEK)	53	Target debt/(debt + equity)	0%
Källa: EPB		WACC	12,0%
		Terminal value assumptions	
		Long term growth rate	3,0%
		Long term EBIT margin	12,0%
		Depreciation (% of sales)	2,0%
		Capex (% of sales)	2,0%
		Working cap. (% of sales)	-2,6%
		Tax rate	22%
		Källa: EPB	

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	11,0%	57	58	60	63	65
	11,5%	53	55	57	59	61
	12,0%	50	52	53	55	57
	12,5%	48	49	50	52	53
	13,0%	45	46	47	49	50
		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	11,0%	47	54	60	67	74
	11,5%	45	51	57	63	69
	12,0%	42	48	53	59	64
	12,5%	40	45	50	55	60
	13,0%	38	43	47	52	57
		Källa: EPB				

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	368	284	256	261	329	332	358
Övriga rörelseintäkter	(368)	(284)	0	0	0	0	0
Totala intäkter	-	-	256	261	329	332	358
Kostnad sålda varor	-284	-225	-245	-233	-201	-239	-258
Bruttoresultat	-	-	11	28	128	93	100
Totala rörelsekostnader	-404	-283	-143	-210	-203	-68	-70
EBITDA	-	-	-132	-182	-74	25	30
EBITDA, justerad	-	-	-132	-182	-74	25	30
Totala avskrivningar	-61	-56	-8	-16	-17	-16	-16
EBITA, justerad	-	-	(132)	(182)	(74)	25	30
EBIT	-	-	-139	-197	-91	9	14
EBIT, justerad	-	-	-139	-197	-91	9	14
Finansnetto	-49	-67	-8	178	-94	16	16
Resultat före skatt	-	-	-147	-19	-186	25	30
Resultat före skatt, justerad	-	-	-147	-19	-186	25	30
Total skatt	-1	-3	-20	-1	-2	-5	-6
Nettoresultat	-	-	-167	-20	-188	20	24
Nettoresultat, justerad	-	-	-167	-20	-188	20	24

Källa: Concejo, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-	-	-139	-197	-91	9	14
Övriga kassaflödesposter	61	56	8	87	(71)	36	36
Förändringar i rörelsekapital	-7	-64	39	83	-53	-14	-17
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-	-	-93	-27	-215	31	33
Investeringar	-9	0	-5	-5	-4	-2	-2
Övriga poster	12	22	3 909	256	370	0	0
Fritt kassaflöde	-	-	3 794	206	144	29	31
Förändringar av lån	-21	-40	-996	-52	-25	-25	-25
Kassaflöde	-	-	2 565	195	-31	4	6
Nettoskuld	758	921	-20	262	156	137	117

Källa: Concejo, EPB

Balansräkning							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	604	51	37	96	90	79	67
Materiella anläggningstillgångar	50	8	6	7	15	21	27
Finansiella anläggningstillgångar	131	91	126	351	406	406	406
Summa anläggningstillgångar	784	168	188	476	540	540	540
Varulager	254	121	30	36	46	47	50
Kundfordringar	392	122	81	96	99	100	108
Övriga omsättningstillgångar	13	0	1 041	811	455	455	455
Likvida medel och kortfristiga placeringar	92	7	42	53	-16	-22	-26
Summa omsättningstillgångar	1 089	1 768	1 246	1 014	602	598	605
SUMMA TILLGÅNGAR	1 873	1 935	1 433	1 490	1 142	1 138	1 145
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	371	243	1 261	951	763	782	806
Minoritetsintressen	28	33	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	398	276	1 261	951	763	782	806
Långfristiga räntebärande skulder	800	0	4	55	42	30	17
Övriga långfristiga skulder	66	68	38	114	114	114	114
Summa långfristiga skulder	866	79	57	183	171	158	146
Kortfristiga räntebärande skulder	50	912	0	239	77	64	52
Leverantörsskulder	134	61	64	53	63	63	68
Övriga kortfristiga skulder	425	602	48	57	63	63	67
Summa kortfristiga skulder	609	1 580	116	357	209	197	193
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 873	1 935	1 433	1 490	1 142	1 138	1 145

Källa: Concejo, EPB

Tillväxt och marginaler							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	N.m.	N.m.	2%	26%	1%	8%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	59%	>100%	20%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	54%	>100%	54%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	4,3%	10,8%	39,0%	28,0%	28,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,5%	8,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,5%	8,3%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,8%	4,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,8%	4,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,9%	6,6%

Källa: Concejo, EPB

Avkastning							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%	3%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	2%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	2%

Källa: Concejo, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	-	-	12%	14%	14%	14%	14%
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	32%	37%	30%	30%	30%
Leverantörsskulder / KSV	47%	27%	26%	23%	31%	26%	26%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	81%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Kapitalomsättningshastighet	-	-	0,2x	0,2x	0,4x	0,4x	0,4x

Källa: Concejo, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	758	921	-20	262	156	137	117
Soliditet	21%	14%	88%	64%	67%	69%	70%
Nettoskulsättningsgrad	1,9x	3,3x	0,0x	0,3x	0,2x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-	-	0,1x	-1,4x	-2,1x	5,5x	3,9x

Källa: Concejo, EPB

Aktiedata

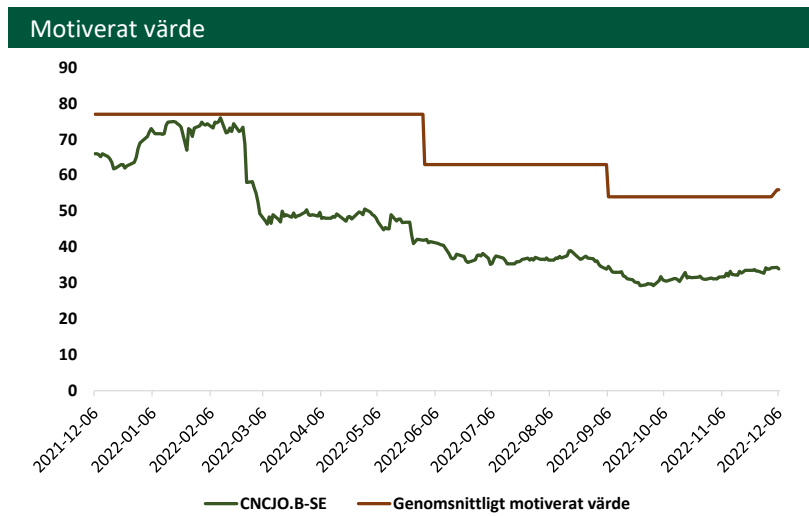
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-	-	-14,3	-1,73	-16,0	1,68	2,02
EPS, justerad	-	-	-14,3	-1,73	-16,0	1,68	2,02
FCF per aktie	-	-	324	17,6	12,3	2,46	2,66
Eget kapital per aktie	34,0	23,6	108	81,2	65,2	66,9	68,9
Antal aktier vid årets slut, m	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7

Källa: Concejo, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20,2x	16,7x
P/EK	1,5x	4,6x	0,6x	0,8x	0,5x	0,5x	0,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	0,2x	3,9x	2,8x	13,8x	12,7x
FCF-yield	Neg.	Neg.	>100%	26%	36%	7%	8%
Direktavkastning	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%
EV/Sales	Neg.	Neg.	3,1x	4,1x	1,7x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21,5x	17,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	57,5x	35,8x
EV	1 342	2 202	785	1 070	553	534	513
Aktiekurs	49,9	110	68,8	69,0	33,9	33,9	33,9

Källa: Concejo, EPB



Källa: Factset, 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