



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industrivaror & Tjänster | Sverige | 11 december 2022

Systemair

Stark organisk tillväxt i Q2

Stark organisk tillväxt med betoning i Europa

Systemair redovisar omsättning för Q2 om 3 037 mkr (2 404 mkr), motsvarande en tillväxt y/y om 26%, varav 15% var organiskt. Omsättningen var ca 9% högre än våra estimat om 2 787 mkr, där den största förklaringen till avvikelserna var stark organisk tillväxt i Västeuropa. Norden växte 23%, varav 17% organiskt, samtidigt som Västeuropa växte 39%, varav 21% organiskt. Starkt bidragande till den organiska tillväxten var Systemairs prissättningsförmåga och framgångsrika prishöjningar, samtidigt som bolaget kommunicerar att även vunna marknadsandelar har bidragit till den starka europeiska tillväxten under kvartalet.

Engångsposter i Q2

Q2 belastas av två poster av icke återkommande karaktär – en justering för hyperinflationsberäkning i Turkiet om totalt -9 mkr i rörelseresultatet, samt en nedskrivning av tillgångar i den ryska verksamheten om totalt -168 mkr. Bruttomarginalen uppgick till 33,3% (35,6%), där 1,5% kan härledas till omräkningen i Turkiet. EBIT-marginalen justerat för de två icke återkommande posterna uppgick till 9,9%, i linje med vår förväntan om 10%. Vid utgången av Q2 meddelade Systemair att bolaget avyttrat luftkonditioneringsverksamheten för ca EUR 100 m till Panasonic Corporations Heating & Ventilation.

Justeringar

Vi justerar våra estimat för att reflektera bl.a. stark tillväxt i kvartalet, engångsposterna och avyttringen av luftkonditioneringsverksamheten. Vi anser att den organiska tillväxten i Q2 är stark, och att den justerade lönsamheten är god. Utöver det ser vi den starka orderboken som attraktiv. Vi ser ett nytt motiverat värde om 78–80 kr per aktie (72 – 74 kr).

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	23e	Δ%	24e	Δ%	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	78 - 80 kr	
Totala intäkter	11 443	3,7	10 932	-4,8	9 868	11 443	10 932	11 369	Aktiekurs	68,8 kr	
EBITDA, just.	1 393	-15	1 452	-0,8		13%	16%	N.m.	4%	Riskenivå	Low
EPS, just.	2,6	-20	3,5	0	1 178	1 393	1 452	1 543			
Kommande händelser				EBIT, just.				770	829	1 078	1 175
Q3 - rapport			09 mars 2023		EPS, just.	2,6	2,6	3,5	3,9		
Q4 - rapport			08 juni 2023		EPS-tillväxt	N.m.	0%	34%	9%		
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie				18,5	20,2	22,9	25,8
Antal aktier			208m		Utdelning per aktie	0,9	0,9	0,9	0,9		
Börsvärde			14 310		EBIT-marginal	8,0%	7,4%	10,1%	10,5%		
Nettoskuld			2 628		ROE, just.	15,2%	13,5%	16,3%	15,8%		
EV			16 938		ROCE, just.	14,1%	13,0%	15,4%	15,5%		
Free float			46%		EV/Sales	1,6x	1,4x	1,4x	1,3x		
Daglig handelsvolym, snitt			71k		EV/EBITDA	13,7x	11,7x	10,5x	9,5x		
Bloomberg Ticker			SYSR SS EQUITY		EV/EBIT	21,0x	19,7x	14,1x	12,5x		
Analytiker				P/E, just.				26,3x	26,2x	19,5x	17,8x
Hjalmar Jernström					P/EK	3,7x	3,4x	3,0x	2,7x		
hjalmar.jernstrom@penser.se					Direktavkastning	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%		
				FCF yield				-	4%	6%	5%
				Nettoskuld/EBITDA				1,6x	1,4x	0,6x	0,2x

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Systemair är ett marknadsledande ventilationsföretag med lång historik av organisk och förvärvsdriven tillväxt. Tematiskt drivs den underliggande tillväxten av urbanisering, digitalisering och hållbarhetskrav. Systemair uppskattar att man har ca 8% av den europeiska HVAC-marknaden och 5% av den globala marknaden. Den underliggande tillväxten i marknaden är ca 6%, samtidigt som förvärv historiskt har bidragit till koncernens tillväxt. 42% av Systemairs intäkter kan enligt bolaget klassificeras som "taxonomy eligible", vilket vi ser som attraktivt. Avslutningsvis bedömer vi att Systemair kommande år kommer att kunna kapitalisera på EU:s satsningar på hållbarhetsfrämjande investeringar, givet HVAC-industrins betydelse för energikonsumtion i europeiska hushåll.

Bolagsprofil

Systemair är en global aktör på HVAC-marknaden som tillverkar och säljer bland annat fläktar, ventilationsaggregat, luftkonditionering, luftridåer, värmeprodukter och produkter för luftdistribution. Strategiskt fokuserar Systemair på innovationsförmåga och tillgänglighet för bolagets produkter. Bolaget grundades 1974.

Värdering

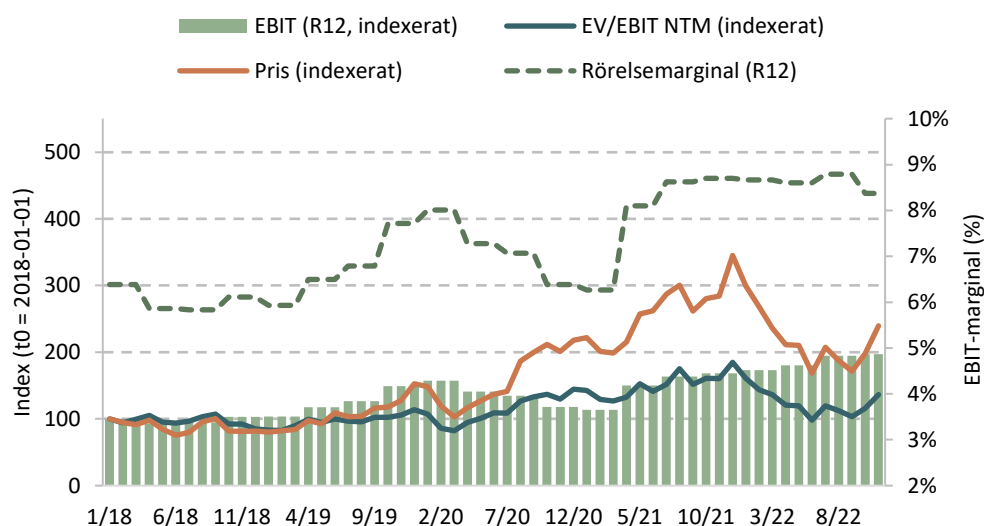
Vi värderar Systemair med en multipelbaserad ansats som kompletteras med en DCF. Vi ser en långsiktig EBIT-marginal som har potential att uppgå till 12,5%. Den långsiktiga lönsamhetsprofilen kan enligt våra bedömningar uppnås genom en kombination av mer gynnsam produktmix. Vi ser ett motiverat värde om 78–80 kr per aktie (72-74kr per aktie). Vi ser utöver det en starkt M&A-agenda som kan innebära ytterligare uppsida - se genomgång i värderingsavsnittet.

Kvartalet i detalj

Omsättningen för Q2'22/23 uppgick till 3 037 mkr (2 404 mkr) motsvarande en tillväxt om 26%, varav 15% var organiskt i kvartalet. Norden växte 23%, varav 17% organiskt, drivet av bred tillväxt på samtliga marknader. Även Västeuropa redovisade stark tillväxt om 38%, varav 21% organiskt, med starka bidrag från samtliga stora marknader i regionen. Östeuropa minskade med -16% y/y, varav -28% organiskt, drivet av den reducerade Rysslandsomsättningen. Nordamerika växer 21% y/y i Q3, men är i princip oförändrad i valutajusterade termer, där en effekt i kvartalet var komponentbrist i Kanada. Övriga marknader växte 52%, varav 60% organiskt,

Q2 belastas av två poster av icke återkommande karaktär – en omräkning för att reflektera retroaktiv korrigerings inom rapporteringen i Systemairs turkiska dotterbolag, för att reflektera bedömningen att Turkiet befinner sig i hyperinflation. Detta påverkar bruttoresultatet med netto -39 mkr, rörelseresultat med netto -9,1 mkr, samt periodens resultat med -10,8 mkr. Utöver detta justerar Systemair resultatet för att reflektera avskrivningar av goodwill och materiella anläggningstillgångar i Ryssland om 168,2 mkr.

Diagram 1: Kurs, EBIT och EBIT-marginal



Källa: EPB, Factset

Estimatförändringar

Vi justerar våra estimat för att reflektera bl.a. stark tillväxt i kvartalet, engångsposterna och avyttringen av luftkonditioneringsverksamheten. Störst inverkan på nästa räkenskapsår har avyttringen av luftkonditioneringsverksamheten, som påverkar våra prognoser för rörelsemarginalen som stärks med ca 0,5 % för prognosperioden. Alla justeringar sammanfattas nedan.

Tabell 1: Estimatjusteringar

Nya estimat	22/23e	23/24e	24/25e
Omsättning	11 203	10 717	11 146
Tillväxt	16%	-4%	4%
EBIT	828,5	1 077,9	1 174,5
Rörelsemarginal	7,4%	10,1%	10,5%
EPS	2,65	3,52	3,86

Tidigare estimat	22/23e	23/24e	24/25e
Omsättning	10 827	11 261	11 711
Tillväxt	12%	4%	4%
EBIT	977,6	1 090,0	1 198,8
Rörelsemarginal	9,0%	9,7%	10,2%
EPS	3,30	3,51	3,89

Förändring i %	22/23e	23/24e	24/25e
Omsättning	3%	-5%	-5%
EBIT	-15%	-1%	-2%
EPS	-20%	0%	-1%

Källa: EPB

Värdering

Vi värderar Systemair med en multipelansats som kombineras med en DCF-modell. Utöver det adderar vi ytterligare potential från bolagets förvärvsagenda för kommande år. Vår multipelbaserade ansats indikerar ett motiverat värde om 72 kr per aktie, samtidigt som vår DCF indikerar ett värde om 80 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde om 78-80 kr per aktie. Vår multipelbaserade ansats baseras fortsatt på en målmultipel om 16x EBIT för 2023/24, enligt nedan.

Tabell 2: Multipelvärdering

Target multiple (EBIT 2023/24e)	16
Target EV	17 246
Less net debt	2 176
Target market cap	15 070
Price per share	72

Källa: EPB

Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Vi applicerar en WACC om 9%. Vår WACC-beräkning baseras på en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5% samt ytterligare påslag om 2%. Vi bedömer att Systemair har en mycket stark marknadsposition, med ett ledande produktutbud. Marknadsrisken ligger i att bolaget är beroende av konjunkturen, och har en stor exponering mot bygg- och renoveringskonjunktur. Vi bedömer att bolaget kan uppnå en långsiktig rörelsemarginal om 12,5% (12%) som kommer av en förbättrad produktmix efter avyttringen av luftkonditioneringsverksamheten. Vår DCF motiverar ett värde om 81 kr per aktie (74 kr per aktie).

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	10 142
PV of terminal value (perpetuity formula)	9 184
Enterprise value	19 325
Latest net debt	2 628
Minority interests & other	0
Equity value	16 697
No. of shares outstanding (millions)	208
Equity value per share (SEK)	81

Källa: EPB

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	2,0%
Beta	1,0
Cost of equity	10,0%
Cost of debt (pre-tax)	2,5%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	12%
WACC	9,0%

Terminal value assumptions

Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	12,5%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	21%

Nedan sammanfattas känslighetsanalys för våra antaganden kring WACC, långsiktig rörelsemarginal och långsiktig tillväxt.

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	8,0%	88	92	97	102	109
	8,5%	81	84	88	93	98
	9,0%	75	78	81	85	89
	9,5%	69	72	74	78	81
	10,0%	65	67	69	72	75

		Long-term EBIT margin				
		7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%
WACC	8,0%	67	82	97	111	126
	8,5%	62	75	88	101	114
	9,0%	57	69	81	93	104
	9,5%	53	64	74	85	96
	10,0%	49	59	69	79	88

Källa: EPB

Vi adderar inga potentiella framtida förvärv i våra estimat men noterar en förstärkt M&A-ambition och att marknaden är under konsolidering. Utöver detta är det en marknad som drivs av regleringar och direktiv, vilket gynnar stora aktörer eftersom många små aktörer inte har förmågan att uppnå regelefterlevnad med egen förmåga. Med en stark kassa och starka kassaflöden kan Systemair därmed förvärva. Nedan sammanfattas en känslighetstabell som visar vad ytterligare CAGR från förvärv för perioden 2025–2030 innebär för det motiverade värdet. Beräkningarna har skett baserat på att CAGR 1,5 - 4,5% adderas på organisk tillväxt 2025–2030. I övrigt justeras värdet med köpeskillingen som antas vara en EV/Sales-multipel om 0,9 - 1,7x där köpeskillingen diskonterats till nuvärde med WACC (9%).

Diagram 2: Uppsida från M&A 2025-2030e

		CAGR 2025-2030 % (från M&A)						
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
EV/SALES x	0,9	83,2	84,2	85,2	86,3	87,3	88,3	89,4
	1,1	82,5	83,2	84,0	84,7	85,5	86,2	86,9
	1,3	81,8	82,2	82,7	83,2	83,6	84,1	84,5
	1,5	81,0	81,2	81,4	81,6	81,8	82,0	82,1
	1,7	80,3	80,2	80,2	80,1	80,0	79,8	79,7

Källa: EPB

Resultaträkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoomsättning	6 864	7 301	8 327	8 915	8 519	9 635	11 203	10 717	11 146
Övriga rörelseintäkter	120	117	170	170	196	234	240	214	223
Totala intäkter	6 983	7 418	8 497	9 085	8 715	9 868	11 443	10 932	11 369
Kostnad sålda varor	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 412	-6 917	-7 163
Bruttoresultat	2 481	2 531	2 899	3 253	3 156	3 552	4 031	4 014	4 206
Totala rörelsekostnader	-1 855	-1 977	-2 137	-2 268	-2 079	-2 374	-2 638	-2 563	-2 664
EBITDA	626	554	762	985	1 077	1 178	1 393	1 452	1 543
EBITDA, justerad	626	554	762	985	1 077	1 178	1 393	1 452	1 543
Totala avskrivningar	-187	-204	-233	-358	-400	-408	-565	-374	-368
EBITA, justerad	439	349	529	627	677	770	829	1 078	1 175
EBIT	439	349	529	627	677	770	829	1 078	1 175
EBIT, justerad	439	349	529	627	677	770	829	1 078	1 175
Finansnetto	-29	-16	-70	-82	-113	-28	-52	-60	-60
Resultat före skatt	410	333	458	545	564	742	777	1 018	1 115
Resultat före skatt, justerad	410	333	458	545	564	742	777	1 018	1 115
Total skatt	-116	-103	-137	-158	-153	-197	-231	-285	-312
Nettoresultat	294	230	322	387	411	544	546	733	802
Nettoresultat, justerad	294	230	322	387	411	544	546	733	802

Källa: Systemair, EPB

Kassaflödesanalys

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/2025e
EBIT	439	349	529	627	677	770	829	1 078	1 175
Övriga kassaflödesposter	194	33	48	170	190	180	282	29	(4)
Förändringar i rörelsekapital	18	-174	-150	57	136	-714	-168	68	-60
Kassaflöde från den operationella verksamheten	651	208	427	854	1 002	235	942	1 175	1 110
Investeringar	-196	-423	-239	-211	-442	-326	-377	-375	-390
Fritt kassaflöde	455	-215	188	642	560	-91	566	800	720
Utdelningar	-104	-104	-104	-104	0	-158	-187	-187	-187
Förvärv	-120	-79	-274	-56	-21	-199	-308	469	0
Förändringar av lån	-31	323	266	-255	-446	428	150	0	0
Övriga poster	35	21	-3	32	15	10	0	0	0
Kassaflöde	235	-55	73	151	-3	-6	220	1 082	533
Nettoskuld	1 314	1 761	1 996	1 718	1 264	1 878	2 005	865	383

Källa: Systemair, EPB

Balansräkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	691	759	847	820	736	889	979	979	979
Övriga immateriella tillgångar	203	217	265	248	211	216	216	216	216
Materiella anläggningstillgångar	1 408	1 722	1 769	1 712	1 811	2 058	2 088	1 620	1 642
Finansiella anläggningstillgångar	201	240	268	531	545	462	461	461	461
Summa anläggningstillgångar	2 503	2 939	3 149	3 311	3 302	3 624	3 744	3 276	3 299
Varulager	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	2 225	2 465	2 358	2 452
Kundfordringar	1 366	1 564	1 902	1 840	1 898	2 287	2 689	2 572	2 675
Övriga omsättningstillgångar	81	69	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	242	213	250	378	319	336	556	1 637	2 170
Summa omsättningstillgångar	2 859	3 245	3 662	3 789	3 654	4 848	5 709	6 567	7 298
SUMMA TILLGÅNGAR	5 361	6 183	6 811	7 100	6 956	8 472	9 453	9 844	10 596
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	4 212	4 758	5 373
Summa eget kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	4 212	4 758	5 373
Långfristiga räntebärande skulder	319	691	1 070	942	847	1 066	1 216	1 216	1 216
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	178	204	165	165	165	165
Summa långfristiga skulder	578	966	1 359	1 392	1 311	1 507	1 657	1 657	1 657
Kortfristiga räntebärande skulder	1 236	1 283	1 176	1 154	736	1 148	1 344	1 286	1 338
Övriga kortfristiga skulder	1 165	1 316	1 437	1 470	1 578	1 964	2 241	2 143	2 229
Summa kortfristiga skulder	2 402	2 599	2 613	2 624	2 314	3 112	3 585	3 430	3 567
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	5 361	6 186	6 811	7 100	6 956	8 472	9 453	9 844	10 596

Källa: Systemair, EPB

Tillväxt och marginaler

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Intäkstillväxt	-	6%	15%	7%	N.m.	13%	16%	N.m.	4%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	38%	29%	9%	9%	18%	4%	6%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	51%	19%	8%	14%	8%	30%	9%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	40%	20%	6%	N.m.	0%	34%	9%
Bruttomarginal	36,1%	34,7%	34,8%	36,5%	37,0%	36,9%	36,0%	37,5%	37,7%
EBITDA-marginal	9,1%	7,6%	9,1%	11,0%	12,6%	12,2%	12,4%	13,5%	13,8%
EBITDA-marginal, justerad	9,1%	7,6%	9,1%	11,0%	12,6%	12,2%	12,4%	13,5%	13,8%
EBIT-marginal	6,4%	4,8%	6,3%	7,0%	7,9%	8,0%	7,4%	10,1%	10,5%
EBIT-marginal, justerad	6,4%	4,8%	6,3%	7,0%	7,9%	8,0%	7,4%	10,1%	10,5%
Vinst-marginal, justerad	4,3%	6,0%	3,9%	4,3%	4,8%	5,7%	4,9%	6,8%	7,2%

Källa: Systemair, EPB

Avkastning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
ROE, justerad	Neg.	9%	12%	13%	13%	15%	14%	16%	16%
ROCE, justerad	Neg.	8%	11%	12%	13%	14%	13%	15%	16%
ROIC, justerad	Neg.	9%	11%	13%	14%	15%	14%	18%	21%

Källa: Systemair, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	17%	19%	18%	17%	16%	23%	22%	22%	22%
Kundfordringar / totala intäkter	20%	21%	22%	20%	22%	23%	23%	24%	24%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	21%	23%	23%	21%	20%	26%	25%	25%	25%
Kapitalomsättningshastighet	1,8x	1,6x	1,7x	1,8x	1,8x	1,6x	1,7x	1,5x	1,4x

Källa: Systemair, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	1 314	1 761	1 996	1 718	1 264	1 878	2 005	865	383
Soliditet	44%	42%	42%	43%	48%	45%	45%	48%	51%
Nettoskulsättningsgrad	0,6x	0,7x	0,7x	0,6x	0,4x	0,5x	0,5x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,1x	3,2x	2,6x	1,7x	1,2x	1,6x	1,4x	0,6x	0,2x

Källa: Systemair, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	5,66	4,42	6,19	7,44	7,90	2,62	2,62	3,52	3,86
EPS, justerad	5,66	4,42	6,19	7,44	7,90	2,62	2,62	3,52	3,86
FCF per aktie	8,74	-4,14	3,62	12,3	10,8	-0,44	2,72	3,84	3,46
Utdelning per aktie	0,50	0,50	0,50	0,00	0,75	0,90	0,90	0,90	0,90
Eget kapital per aktie	45,8	50,4	54,6	59,3	64,0	18,5	20,2	22,9	25,8
Antal aktier vid årets slut, m	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	208	208	208	208
Antal aktier efter utspädning, snitt	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	208	208	208	208

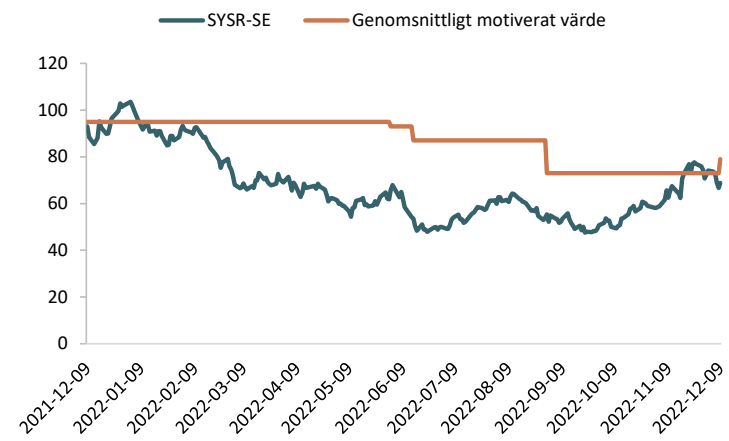
Källa: Systemair, EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	5,5x	5,5x	7,3x	8,7x	12,9x	26,3x	26,2x	19,5x	17,8x
P/EK	0,7x	0,5x	0,8x	1,1x	1,6x	3,7x	3,4x	3,0x	2,7x
P/FCF	3,6x	Neg.	12,5x	5,2x	9,5x	Neg.	25,3x	17,9x	19,9x
FCF-yield	28%	Neg.	8%	19%	11%	Neg.	4%	6%	5%
Direktavkastning	1,6%	2,1%	1,1%	0,0%	0,7%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Utdelningsandel, justerad	8,8%	11,3%	8,1%	0,0%	9,5%	34,4%	34,3%	25,5%	23,3%
EV/Sales	0,4x	0,4x	0,5x	0,6x	0,8x	1,6x	1,4x	1,4x	1,3x
EV/EBITDA, justerad	4,7x	5,5x	5,7x	5,1x	6,1x	13,7x	11,7x	10,5x	9,5x
EV/EBIT, justerad	6,7x	8,6x	8,2x	8,1x	9,7x	21,0x	19,7x	14,1x	12,5x
EV	2 942	3 019	4 342	5 066	6 562	16 188	16 315	15 175	14 694
Aktiekurs	31,3	24,2	45,1	64,4	102	68,8	68,8	68,8	68,8

Källa: Systemair, EPB

Diagram 3: Historisk aktiekurs och motiverat värde



Källa: EPB, Factset

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