



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Service | Sverige | 12 december 2022

# Nordic LEVEL Group

## Fortsatt förbättrad marginaltrend

### Fortsätter att växa...

Med en organisk tillväxt på 9% och hög tillväxt i Corepart, som konsoliderades i maj 2022, fortsatte den stadiga tillväxten under kvartalet. Omsättningen i årstakt ligger på ca 500 mkr efter det senaste förvärvet, vilket är halvvägs till de 1 mkr som bolaget har som mål för 2026. LEVEL tecknade ett LOI med IP Security Scandinavia i oktober och räknar med att stänga förvärvet under december. Förvärvet var bolagets tredje i år och vi räknar med en fortsatt hög förvärvstakt framöver.

### ...och marginaltrenden fortsätter förbättras

Med fortsatt fokus på att förbättra lönsamheten har LEVEL gjort en omfattande genomgång av de projekt som står inför förlängning. Efter genomgången har de beslutat att inte förnya bevakningsavtalet med SL och gör en avsättning av en förlustreserv på 3,7 mkr. Rensat för denna är EBITDA positivt i kvartalet och rörelseresultatet i årstakt fortsatte förbättras under kvartalet.

### Marginella estimatjusteringar

Vi gör marginella förändringar av våra estimat (i absoluta tal) och håller även vårt motiverade värde oförändrat på 3,2-3,4 kr. Vi ser det som positivt att försäljningen fortsätter växa stadigt samtidigt som resultatet fortsätter förbättras. Förvärvstakten är fortsatt hög och det förvärvade Corepart, med sitt koncept Security-as-a-Service fortsätter växa kraftigt. Vi ser fortsatta förvärv som den främsta triggern för aktien.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	3,2 - 3,4 kr
Totala intäkter	411	0,4	565	10,6	Totala intäkter	227	411	565	622	Aktiekurs	1,9 kr
EBITDA, just.	0	n.m	30	2,5	Intäktstillväxt	>100%	81%	37%	10%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-0,1	n.m	0,1	-12,9	EBITDA, just.	-6	0	30	36	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>					EBIT, just.	-14	-7	21	27		
Q4 - rapport	17 februari 2023				EPS, just.	-0,3	-0,1	0,1	0,2		
Q1 - rapport	19 maj 2023				EPS-tillväxt	64%	54%	>100%	42%		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>					EK/aktie	2,1	2,0	2,1	2,3		
Antal aktier	93m				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	3,8%	4,3%		
Börsvärde	177				ROE, just.	Neg.	Neg.	6,3%	8,2%		
Nettoskuld	71				ROCE, just.	Neg.	Neg.	7,5%	9,5%		
EV	248				EV/Sales	0,9x	0,6x	0,4x	0,3x		
Free float	50%				EV/EBITDA	-	-	7,7x	5,9x		
Daglig handelsvolym, snitt	50k				EV/EBIT	-	-	11,0x	8,1x		
Bloomberg Ticker	LEVEL SS EQUITY				P/E, just.	-	-	15,1x	10,6x		
<b>Analytiker</b>					P/EK	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x		
Markus Almerud					FCF yield	-	-	12%	14%		
markus.almerud@penser.se					Nettoskuld/EBITDA	-1,9x	-12,0x	1,8x	1,0x		
										<b>Intressekonflikter</b>	
										Yes	No
										Likviditetsgarant	✓
										Certified adviser	✓
										Transaktioner 12m	✓

## Investment case

Förvärvet av LEVEL, vilket slutfördes i maj 2021, var transformativt. Det ökade omsättningen från ca 100 mkr till 300 mkr i ett slag och är en central byggsten i målsättningen att nå en miljard i omsättning till 2026. Då bolaget ser att efterfrågan på helhetslösningar ökar, är den ökande bredden en viktig konkurrensfördel. Förvärv är en central del i strategin – vi tror att bolaget kommer att behöva förvärva 300–400 mkr för att kunna uppnå sina målsättningar och vi tror att en stor del av förvärven kommer att ske i början av femårsperioden. Med en framtung förvärvsambition kommer förvärv att agera triggers för aktien.

## Bolagsprofil

Nordic LEVEL Group (LEVEL, f.d. Confidence International) är en helhetsleverantör av säkerhetstjänster och utrustning med verksamhet huvudsakligen i Sverige. Confidence grundades 1989 men gick i maj 2021 ihop med Nordic LEVEL Services Group och ökade omsättningen från 100 mkr till 300 mkr (proforma vid förvärvstillfället). I tre affärsområden erbjuder den nya koncernen säkerhetsrådgivning, systemintegration samt bevaknings- och personskyddstjänster:

- Advisory: säkerhetsrådgivning såsom screening, utredningar och bakgrundskontroller samt analys och omvärldsbevakning
- Technology: systemintegration, produkt- och etableringsspecialister av marknadsledande tekniska säkerhetslösningar inom brand, lås, inpassering, kameraövervakning, perimeter- och inbrottskydd
- Operations: bevaknings- och personskyddstjänster samt parkeringsövervakning

I tre affärsområden erbjuder den nya koncernen säkerhetsrådgivning, systemintegration samt bevaknings- och personskyddstjänster. Bolaget har som mål att växa omsättningen till 1 mdkr till 2026 samt att nå en rörelsemarginal på 10%.

## Värdering

Vi värderar LEVEL med SOTP eftersom det underlättar när vi bedömer värdet på framtida förvärv. Med en målsättning att växa omsättningen till 1 mdkr från en bas på 330 mkr (vid årskiftet 2021), varav 300–400 mkr kommer att vara förvärv, har bolaget byggt en central organisation för att kunna nå 1 mdkr i omsättning.

Vi har använt 12x EBITDA för Advisory för att reflektera den högre underliggande tillväxten, 10x EBITDA för Technology för att reflektera en relativt sett hög marknadstillväxt samt en marginal som ligger mellan Advisory och Operations samt 8x för Operations för att ta hänsyn till den lägre marknadstillväxten samt lönsamheten.

Då målsättningarna är satta på 2026 använder vi målmultiplar på 2026 års estimat vilka vi sedan nuvärdesberäknar. Vårt motiverade värde inkluderar inte förvärv men vi har räknat på och presenterar vilken effekt vi tror att förvärv kommer att ha på värdet. Eftersom en stor del av den centrala funktionen är anpassad för en omsättning på en miljard och därmed för att exekvera på förvärven så har vi nettat en del av de centrala kostnaderna mot förvärven. Förvärven är värderade till den genomsnittliga multipeln för den övriga verksamheten - ca 10x EBITDA. Vi ser ett motiverat värde på 3,2-3,4 kr med potentiell uppsida till över 4 kr om förvärvsstrategin lyckas fullt ut.

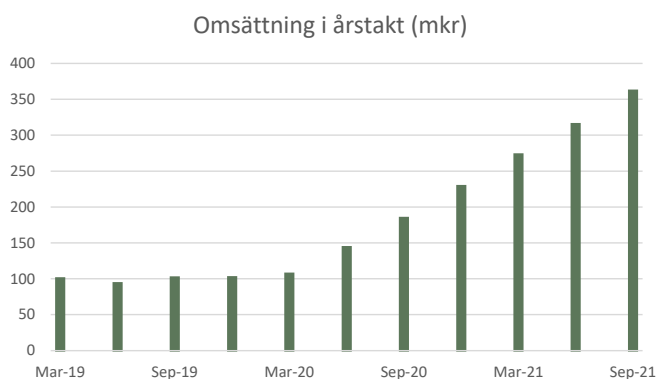
## Kvartalet i korthet

Marknaden är fortsatt stark och bolaget fortsätter att vinna mark – orderingsgången växte snabbare än försäljningen, vilket indikerar att momentum i försäljningen kommer fortsätta i närtid. Orderingsgången växte 135% y/y medan försäljningen växte med 69%, varav 9 procentenheter var organiskt. Ökningen i försäljningen har varit jämn och stadig (Diagram 1).

Corepart, som konsoliderade i maj 2022, går väldigt bra. Under de senaste 12 månaderna har Corepart vuxit med 67% och under september och oktober har bolaget vunnit 32 enskilda affärer med ett värde motsvarande 25 mkr, vilket är imponerande givet att koncernens omsättning under Q3 var 113 mkr. Bolagets fokus på konceptet Security-as-a-Service (SaaS) utmanar branschen och verkar fungera bra.

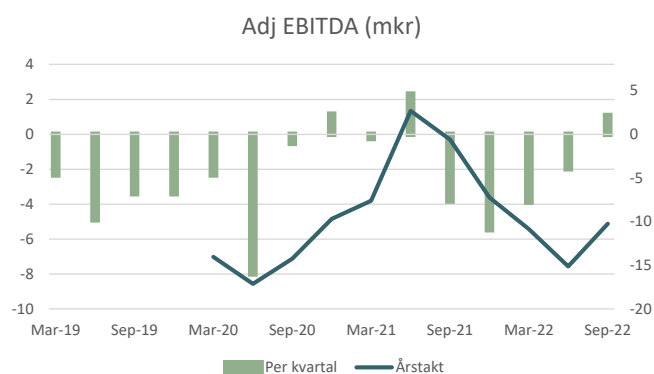
Samtidigt fortsätter bolaget att fokusera på lönsamheten. De har gjort en genomfattande genomlysning av projekt och avtal som står inför förlängning. Som ett resultat av denna genomlysning har de beslutat att inte förnya avtalet med SL. Justerat för en avsättning av en förlustrereserv var EBITDA positivt och EBITDA fortsatte trenda uppåt (Diagram 2).

Diagram 1: Omsättningen har fortsatt öka...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...och resultattrenden verkar ha vänt



Källa: Bolaget, EPB

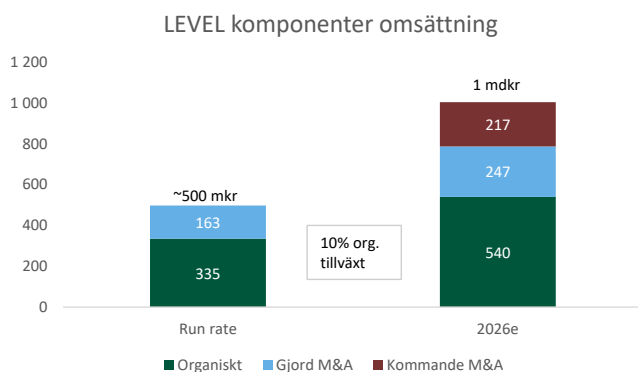
## Värdering

Vi värderar LEVEL med SOTP eftersom det underlättar när vi bedömer värdet på framtida förvärv. Med en målsättning att växa omsättningen till 1 mdkr från en bas på 330 mkr (vid årsskiftet 2021), varav 300–400 mkr kommer att vara förvärv, har bolaget byggt en central organisation för att kunna nå 1 mdkr i omsättning.

Vi har använt 12x EBITDA för Advisory för att reflektera den högre underliggande tillväxten, 10x EBITDA för Technology för att reflektera en relativt sett hög marknadstillväxt samt en marginal som ligger mellan Advisory och Operations samt 8x för Operations för att ta hänsyn till den lägre marknadstillväxten samt lönsamheten.

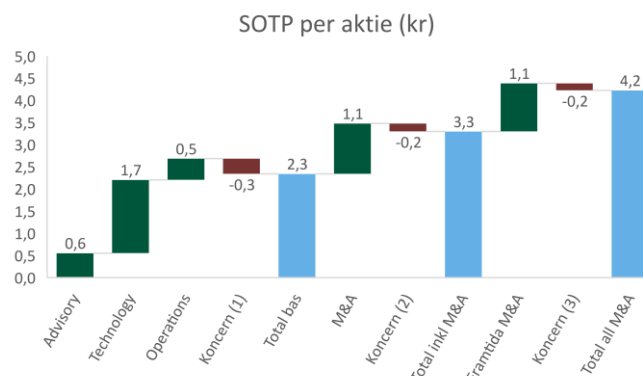
Då målsättningarna är satta på 2026 använder vi målmultiplar på 2026 års estimat vilka vi sedan nuvärdesberäknar. Vårt motiverade värde inkluderar inte förvärv men vi har räknat på och presenterar vilken effekt vi tror att förvärv kommer att ha på värdet. Eftersom en stor del av den centrala funktionen är anpassad för en omsättning på en miljard och därmed för att exekvera på förvärven så har vi nettat en del av de centrala kostnaderna mot förvärven. Förvärven är värderade till den genomsnittliga multiplern för den övriga verksamheten - ca 10x EBITDA. Vi ser ett motiverat värde på 3,2-3,4 kr med potentiell uppsida till över 4 kr om förvärvsstrategin lyckas fullt ut.

Diagram 3: Omsättningen i årstakt är nu c. 500 mkr...



Källa: EPB

Diagram 4: ...och vår SOTP ligger på 3,3 kr



Källa: EPB

Tabell 1: DCF - slutsatser och antaganden

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
308	2,5%	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Riskpremium	Långsiktig EBIT-marginal
285	5,5%	8,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	Småbolagspremium	Avskrivningar, % av omsättning
<b>593</b>	6,0%	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Capex, % av omsättning
82	0,0%	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	<b>Avkastningskrav, eget kapital</b>	Rörelsekapital, % av omsättning
0	<b>14,0%</b>	-2,2%
<b>Eget kapital</b>		Skattesats
<b>512</b>		22%
Antal utstående aktier, full utspädning		
93		
<b>Eget kapital per aktie</b>		
<b>5,5</b>		

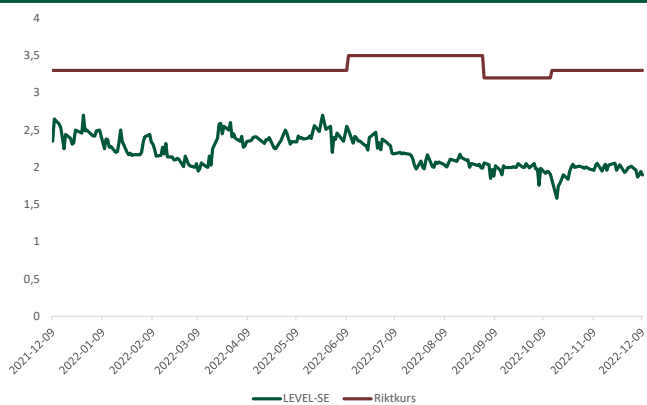
Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighet

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		4,0%	6,0%	8,0%	10,0%	12,0%
12,0%	6,7	7,0	7,4	7,8	8,2	12,0%	3,9	5,7	7,4	9,1	10,8
13,0%	5,8	6,1	6,3	6,6	7,0	13,0%	3,4	4,9	6,3	7,8	9,3
<b>14,0%</b>	5,1	5,3	<b>5,5</b>	5,7	6,0	<b>14,0%</b>	2,9	4,2	<b>5,5</b>	6,8	8,0
15,0%	4,5	4,6	4,8	5,0	5,2	15,0%	2,6	3,7	4,8	5,9	7,0
16,0%	3,9	4,1	4,2	4,4	4,5	16,0%	2,2	3,2	4,2	5,2	6,2

Källa: EPB

Diagram 5: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EPB

## Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>123</b>	<b>124</b>	<b>103</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>227</b>	<b>411</b>	<b>565</b>	<b>622</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>123</b>	<b>124</b>	<b>103</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>227</b>	<b>411</b>	<b>565</b>	<b>622</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>123</b>	<b>124</b>	<b>103</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>227</b>	<b>411</b>	<b>565</b>	<b>622</b>
Totala rörelsekostnader	-120	-131	-119	-104	-110	-241	-417	-535	-585
<b>EBITDA</b>	<b>3</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-6</b>	<b>30</b>	<b>36</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	-7	-6	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>3</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>36</b>
Totala avskrivningar	-2	-2	-3	-4	-4	-7	-7	-9	-10
<b>EBITA, justerad</b>	<b>1</b>	<b>(9)</b>	<b>(19)</b>	<b>(15)</b>	<b>(14)</b>	<b>(14)</b>	<b>(7)</b>	<b>21</b>	<b>27</b>
<b>EBIT</b>	<b>1</b>	<b>-9</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-21</b>	<b>-13</b>	<b>21</b>	<b>27</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>1</b>	<b>-9</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-7</b>	<b>21</b>	<b>27</b>
Finansnetto	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-4	-6	-5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>0</b>	<b>-10</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-23</b>	<b>-17</b>	<b>15</b>	<b>21</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>0</b>	<b>-10</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>15</b>	<b>21</b>
Total skatt	2	0	-3	0	0	0	1	-3	-5
<b>Nettoresultat</b>	<b>1</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-24</b>	<b>-15</b>	<b>12</b>	<b>17</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>1</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-10</b>	<b>12</b>	<b>17</b>

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	1	-9	-19	-15	-14	-21	-13	21	27
Övriga kassaflödesposter	1	3	7	7	2	8	5	0	0
Förändringar i rörelsekapital	2	10	6	3	9	-42	-5	3	1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	<b>-55</b>	<b>-14</b>	<b>24</b>	<b>28</b>
Investeringar	0	-1	-2	-3	0	0	-1	-1	-2
Övriga poster	0	0	0	0	0	1	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-3</b>	<b>-54</b>	<b>-17</b>	<b>21</b>	<b>24</b>
Utdelningar	0	-6	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	40	19	16	0	59	7	0	0
Förvärv	0	-3	-27	-2	0	20	-30	0	0
Förändringar av lån	0	-2	7	-13	2	3	44	-15	-18
Övriga poster	0	-4	-1	0	-4	-1	-4	-6	-6
<b>Kassaflöde</b>	<b>1</b>	<b>27</b>	<b>-11</b>	<b>-8</b>	<b>-5</b>	<b>27</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-17</b>	<b>-47</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>71</b>	<b>56</b>	<b>38</b>

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	1	13	32	32	33	121	202	202	202
Övriga immateriella tillgångar	2	2	2	2	0	48	48	48	48
Materiella anläggningstillgångar	5	4	5	4	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	0	2	3	3	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>8</b>	<b>21</b>	<b>75</b>	<b>73</b>	<b>41</b>	<b>184</b>	<b>265</b>	<b>265</b>	<b>265</b>
Varulager	1	0	0	0	1	4	7	10	11
Kundfordringar	21	27	27	39	17	34	37	51	56
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	17	47	29	25	6	33	33	33	33
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>44</b>	<b>80</b>	<b>69</b>	<b>74</b>	<b>38</b>	<b>106</b>	<b>111</b>	<b>140</b>	<b>151</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>52</b>	<b>101</b>	<b>144</b>	<b>148</b>	<b>79</b>	<b>290</b>	<b>376</b>	<b>405</b>	<b>416</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	8	32	28	31	5	140	182	194	210
<b>Summa eget kapital</b>	<b>8</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>5</b>	<b>140</b>	<b>182</b>	<b>194</b>	<b>210</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	7	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	2	1	9	3	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>36</b>	<b>28</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	26	45	90	74	56
Leverantörsskulder	3	6	11	8	17	22	25	34	37
Övriga kortfristiga skulder	1	1	1	1	0	0	0	0	0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>41</b>	<b>68</b>	<b>80</b>	<b>88</b>	<b>62</b>	<b>138</b>	<b>182</b>	<b>199</b>	<b>193</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>52</b>	<b>101</b>	<b>144</b>	<b>148</b>	<b>79</b>	<b>290</b>	<b>376</b>	<b>405</b>	<b>416</b>

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	1%	N.m.	N.m.	9%	>100%	81%	37%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	28%	16%	34%	99%	>100%	20%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	18%	10%	2%	46%	>100%	25%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	15%	N.m.	N.m.	75%	59%	>100%	42%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	2,3%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,4%	5,9%
EBITDA-marginal, justerad	2,3%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,4%	5,9%
EBIT-marginal	0,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,8%	4,3%
EBIT-marginal, justerad	0,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,8%	4,3%
Vinst-marginal, justerad	1,2%	74,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,1%	2,7%

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6%	8%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7%	9%
ROIC, justerad	Neg.	75%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	11%

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	1%	0%	-	-	1%	2%	2%	2%	2%
Kundfordringar / totala intäkter	17%	21%	27%	43%	17%	15%	9%	9%	9%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	35%	52%	67%	85%	57%	57%	44%	37%	33%
Rörelsekapital / totala intäkter	-12%	-28%	-34%	-36%	-1%	-6%	-2%	-2%	-2%
Kapitalomsättningshastighet	15,7x	3,9x	1,7x	1,5x	2,2x	1,1x	1,4x	2,0x	2,2x

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-17	-47	3	6	35	27	71	56	38
Soliditet	15%	32%	19%	21%	7%	48%	48%	48%	51%
Nettoskuldsättningsgrad	-2,2x	-1,5x	0,1x	0,2x	6,9x	0,2x	0,4x	0,3x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-6,1x	6,7x	-0,2x	-0,5x	-3,6x	-1,9x	-12,0x	1,8x	1,0x

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	0,03	-0,17	-0,14	-0,35	-1,02	-0,36	-0,17	0,13	0,18
EPS, justerad	0,03	-0,17	-0,14	-0,35	-1,02	-0,25	-0,10	0,13	0,18
FCF per aktie	0,02	0,04	-0,06	-0,18	-0,20	-0,83	-0,18	0,22	0,26
Eget kapital per aktie	0,13	0,54	0,17	0,63	0,33	2,14	1,95	2,08	2,26
Antal aktier vid årets slut, m	59,3	59,3	163	49,4	15,5	65,2	93,3	93,3	93,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	59,3	59,3	163	49,4	15,5	65,2	93,3	93,3	93,3

Källa: Nordic LEVEL Group, EPB

## Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	1 125,7x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,1x	10,6x
P/EK	214,9x	20,9x	16,2x	4,3x	4,6x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
P/FCF	1 860,5x	260,2x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,5x	7,3x
FCF-yield	0%	0%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	14%
Direktavkastning	0,0%	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%	0,0%
EV/Sales	13,6x	5,0x	6,6x	0,5x	0,6x	0,9x	0,6x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	586,5x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,7x	5,9x
EV/EBIT, justerad	2 295,8x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,0x	8,1x
EV	1 664	626	682	48	59	200	248	233	215
Aktiekurs	28,4	11,3	2,8	2,7	1,5	2,5	1,9	1,9	1,9

Källa: Nordic LEVEL Group, 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 frånsäger 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](http://www.penser.se)