

Penser Access | Handelsbolag & Distribution | Sverige | 03 februari 2023

Lagercrantz Group

Målen borde uppfyllas redan i år

Fortsatt hög organisk tillväxt

Lagercrantz rapporterade 10% organisk tillväxt i Q3 och även om tillväxttakten har minskat är trenden fortsatt stark. En stor del av den organiska tillväxten är fortfarande pris och det är rimligt att anta att takten kommer fortsätta minska. Att vi har sett sju kvartal i rad med tvåsiffrig, alternativt hög ensiffrig organisk tillväxt, är positivt. Med fortsatt hög organisk tillväxt fortsatte marginalen expandera – vi såg 60 punkters expansion i kvartalet.

M&A-pipeline fortsatt god

Bolaget fortsätter vara historiskt aktiv förvärvare – bidraget från förvärv är det högsta någonsin detta räkenskapsår och nästa år är redan på historiskt höga nivåer, trots att det inte har börjat än. Vi bedömer dessutom att priserna på objekten har sjunkit något då konkurrensen om dem verkar ha avtagit något. På telefonkonferensen berättade bolaget att de ser tecken på ökad efterfrågan från att värdekedjorna har börjat bli mer lokala. Enligt vår åsikt kommer förändringen av värdekedjorna och ökad regionalisering av värdekedjorna vara ett viktigt tema kommande år.

Femårs målet uppfyllt på två år på våra estimat

Vi konsoliderar de senaste förvärven och höjer EPS med ca 1% per år och vårt motiverade värde till 126-128 kr från 118-120. Lagercrantz satte ett mål om att nå vinst före skatt på 1 mdkr inom fem år för 21 månader sedan. Vi estimerar att de kommer att nå målet redan detta räkenskapsår. Målet att nå 75% egna produkter är även det nästan uppfyllt – de senaste 12 månaderna har egna produkter stått för 73% av försäljningen.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk	
	23e	Δ%	24e	Δ%		21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	126 - 128 kr
Totala intäkter	7 175	1,7	7 871	3,7	Totala intäkter	5 482	7 175	7 871	8 108	Aktiekurs	123 kr
EBIT, just.	1 086	2,0	1 211	3,3	Intäktstillväxt	34%	31%	10%	3%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	3,8	0,9	4,2	1,4	EBITDA, just.	1 094	1 399	1 546	1 600		
					EBIT, just.	781	1 086	1 211	1 258		
					EPS, just.	2,8	3,8	4,2	4,4		
					EPS-tillväxt	47%	35%	10%	6%		
					EK/aktie	10,9	12,9	15,0	17,2		
					Utdelning per aktie	1,3	1,8	2,0	2,2		
					EBIT-marginal	14,2%	15,1%	15,4%	15,5%		
					ROE, just.	28,0%	31,8%	30,0%	27,4%		
					ROCE, just.	20,1%	22,5%	23,1%	23,8%		
					EV/Sales	4,3x	3,9x	3,5x	3,4x		
					EV/EBITDA	21,7x	20,0x	17,9x	17,0x		
					EV/EBIT	30,4x	25,8x	22,8x	21,6x		
					P/E, just.	38,1x	32,5x	29,6x	28,0x		
					P/EK	9,8x	9,5x	8,2x	7,2x		
					Direktavkastning	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%		
					FCF yield	3%	3%	4%	4%		
					Nettoskuld/EBITDA	1,8x	1,8x	1,4x	1,1x		
Kommande händelser											
Q4 - rapport			16 maj 2023								
Q1 - rapport			19 juli 2023								
Bolagsfakta (mkr)											
Antal aktier		206m									
Börsvärde		25 391									
Nettoskuld		2 568									
EV		27 959									
Free float		90%									
Daglig handelsvolym, snitt		150k									
Bloomberg Ticker		LAGRB SS EQUITY									
Analytiker											
Markus Almerud											
markus.almerud@penser.se											

Investment case

Lagercrantz har en lång historik av att leverera en hög och stadig vinsttillväxt genom sin decentraliserade förvärvsmodell. Genom att förvärva bolag till en lägre multipel än man själv handlas till uppstår kontinuerligt multipelarbitrage, vilket skapar värde över tid. Förvärv har stått för cirka 90% av försäljningstillväxten det senaste decenniet och är därmed centralt - den genomsnittliga organiska tillväxten under samma period (2013/14 till 2020/21) är -1%.

Efter att ha presenterat och förtydligat sin strategiska inriktning och sina finansiella mål, i mars 2021, under namnet Lagercrantz mot miljarden (syftet är att nå en miljard i vinst före skatt inom fem år, från runt en halv miljard förra året) har man gjort tre större förvärv. Därmed ligger man för närvarande på en förvärvstakt som är högre än någonsin tidigare.

Genom att kontinuerligt fortsätta att öka andelen egna produkter - andelen har gått från 13% 2006/07 till 70% 2021/22, samtidigt som andelen distribution har gått från 62% till 16% - fortsätter bruttomarginalerna att öka. Bolaget har som målsättning att öka andelen egna produkter till 75% vilket borde innebära fortsatt marginalexpansion.

Bolagsprofil

Lagercrantzgruppen har runt 60 dotterbolag och drivs i en långtgående decentraliserad struktur. Koncernen erbjuder värdeskapande teknologier i expansiva nischer och är enbart verksam inom B2B. Bolagen har starka positioner inom sina nischer vilket innebär relativt sett höga marginaler.

Förvärv är en central del av affärsmodellen. Lagercrantz har som ambition att 5-8 bolag per år och kommer i ökande grad inrikta sig mot norra Europa när de gör sina förvärv. I takt med att konjunkturen har återhämtat sig efter pandemin har förvärvstakten accelererat.

Med relativt sett höga marginaler och låg kapitalomsättningshastighet har Lagercrantz nått ROE på över 20% och mid-teens ROCE de senaste åren.

Värdering

Vi värderar Lagercrantz på målmultiplar på 2025/26 års vinst inklusive förvärv. Värdena diskonteras sedan tillbaka till idag. Förvärv har stått för 90% av omsättningstillväxten de senaste åtta åren och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering inkluderar 300 mkr per år de kommande åren (utöver de förvärv som redan har annonserats). Vi använder P/E 25x och EV/EBIT 20x som målmultiplar, vilket är något högre än marknaden som helhet vilket vi anser är motiverat givet den konsekventa historiken. Som jämförelse handlas andra förvärvsbolag såsom Indutrade, Addtech, och Lifco på P/E-tal på 23-27x och EV/EBIT på 21-25x på 2023 års vinst.

Motiverat värde

126-128 kr

Kvartalet i korthet

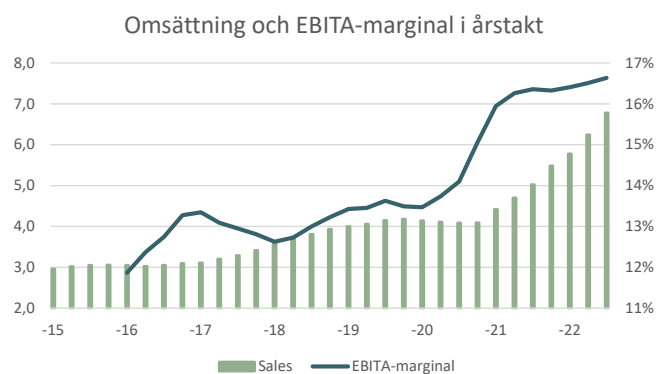
Lagercrantz rapporterade 10% organisk tillväxt i Q3 och även om tillväxttakten har minskat är trenden fortsatt stark (Diagram 1). En stor del av den organiska tillväxten är fortfarande pris och det är rimligt att anta att takten kommer fortsätta minska. Att vi har sett sju kvartal i rad med tvåsiffrig, alternativt hög ensiffrig organisk tillväxt är positivt. Med fortsatt hög organisk tillväxt fortsatte marginalen expandera (Diagram 2).

Diagram 1: Stark organisk tillväxt för sjunde kvartalet i rad



Källa: Bolaget, EPB

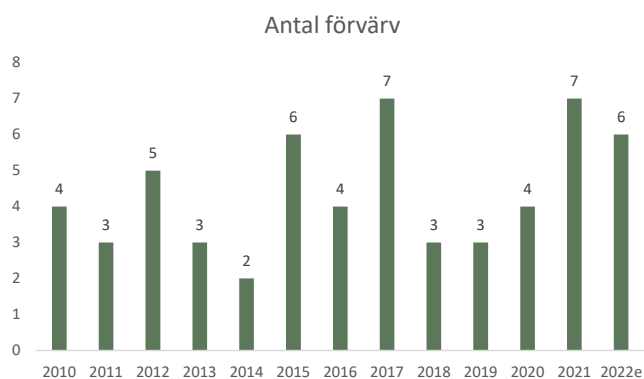
Diagram 2: Marginalen fortsatte expandera



Källa: Bolaget, EPB

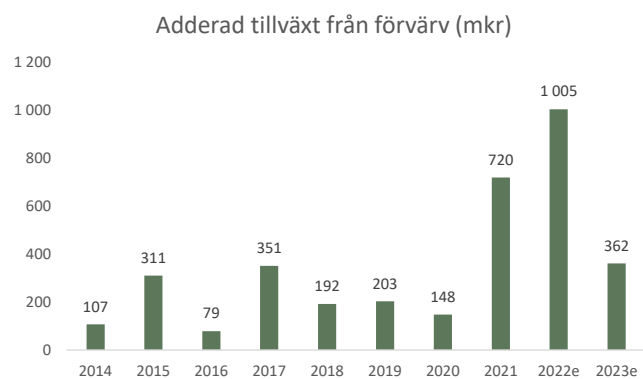
Lagercrantz har adderat sex förvärv under räkenskapsårets första nio månader (de har brutet räkenskapsår som börjar 1 april) som tillsammans har adderat cirka 1 mdkr, vilket är det högsta bidraget någonsin. Bidraget för nästa räkenskapsår är redan historiskt högt (Diagram 4). Pipeline är fortsatt god och priserna på objekten har avtagit något på minskad konkurrens.

Diagram 3: 6 förvärv hittills i år...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: ...och större tillskott än någonsin



Källa: Bolaget, EPB

Värdering

Lagercrantz vinstrend har planat ut den senaste tiden (Diagram 5), vilket kommer att justeras i takt med att de fortsätter att förvärva. Värderingen har rekylerat något och ligger åter på historiskt höga nivåer, även om den är långt ifrån toppnivåerna för något år sedan (Diagram 6).

Diagram 5: Aktiekurs har kommit ikapp vinsten

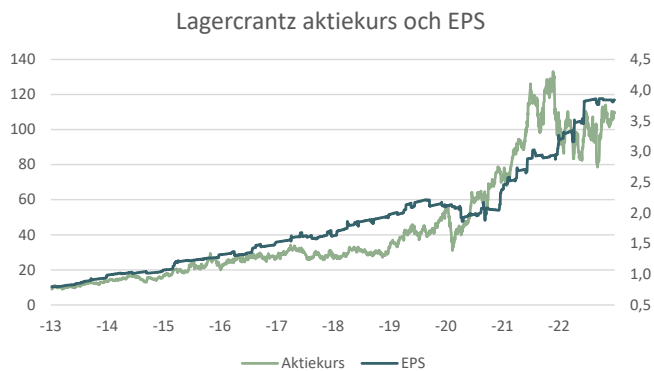


Diagram 6: Värderingen har rekylerat

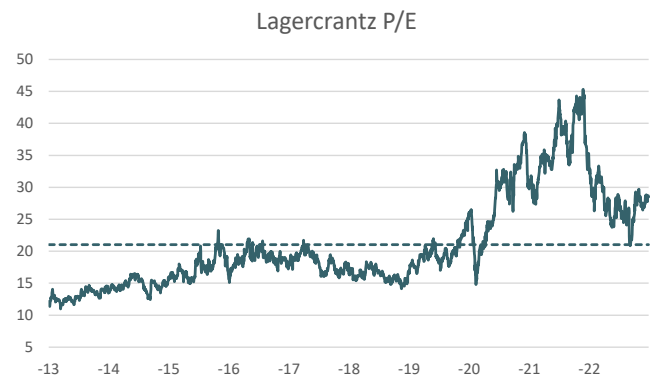
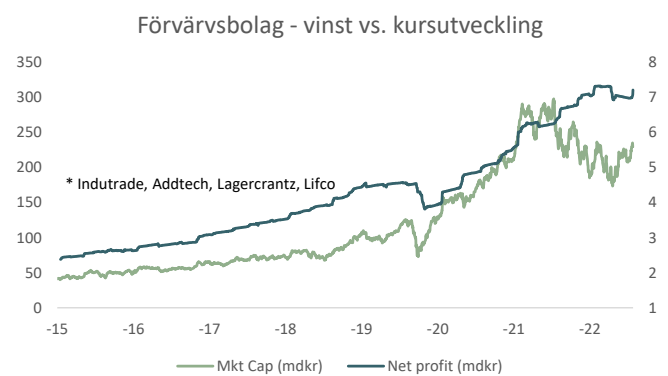


Diagram 7: Universet



Diagram 8: Universets ackumulerade vinst



Tabell 1: Beräkning av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	20
2023/24e nettovinst (mkr)	859
2022/23e EPS (kr)	4,2
Motiverat värde idag (mdr kr)	17
Motiverat värde idag (kr)	83
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	20
2023/24e EBIT(A) (mkr)	1200
Motiverat EV idag (mdr kr)	24
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025/26 sales exkl M&A (mdr kr)	8,4
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	1,2
Total 2025/26 (mdr kr)	9,6
Total 2021/22 (mdr kr)	5,5
CAGR	15%
EBITA-marginal	16%
2025/26 EBITA (incl. M&A)	1 528
2021/22 EBITA	895
CAGR	14%
Finansnetto	-81
Skatt	-318
2025/26 nettovinst inkl M&A	1129
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
2 års framåtblickande P/E (inkl förvärv)	15
Motiverat P/E	25
Värde mars 2024 (mdr kr)	28
Värde per aktie mars 2024 (kr)	137
Värde per aktie idag	126
2 års framåtblickande EV/EBIT (inkl förvärv)	16
Motiverat EV/EBIT	20
EV mars 2024 (mdr kr)	31
EV nuvärde (mdr kr)	28
Senaste net debt (mdr kr)	2,6
Nuvärde (mdr kr)	25
Nuvärde per aktie (kr)	125

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	10 731	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	16 459	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	17,0%
Företagsvärde (EV)	27 190	Småbolagspremie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	2 634	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	13,0%
Eget kapital	24 556			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	204				
Eget kapital per aktie	121				

Källa: EPB

Tabell 3: DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	19,0%
WACC	7,0%	127	139	155	174	200	WACC	7,0%	138	146	155	163	171
	7,5%	114	124	136	150	169		7,5%	122	129	136	143	150
	8,0%	103	111	121	132	146		8,0%	108	114	121	127	133
	8,5%	94	101	108	117	129		8,5%	97	103	108	114	119
	9,0%	86	92	98	105	114		9,0%	88	93	98	103	108

Källa: EPB

Diagram 9: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettoomsättning	3 096	3 410	3 932	4 180	4 091	5 482	7 175	7 871	8 108
Totala intäkter	3 096	3 410	3 932	4 180	4 091	5 482	7 175	7 871	8 108
Kostnad sålda varor	-1 959	-2 171	-2 488	-2 618	-2 513	-3 389	-4 407	-4 826	-4 963
Bruttoresultat	1 137	1 239	1 444	1 562	1 578	2 093	2 768	3 045	3 144
Totala rörelsekostnader	-685	-753	-869	-845	-804	-999	-1 369	-1 500	-1 544
EBITDA	452	486	575	717	774	1 094	1 399	1 546	1 600
EBITDA, justerad	452	486	575	717	774	1 094	1 399	1 546	1 600
Totala avskrivningar	-91	-108	-124	-234	-245	-313	-313	-335	-342
EBITA, justerad	409	436	519	565	616	895	1 200	1 325	1 372
EBIT	361	378	451	483	529	781	1 086	1 211	1 258
EBIT, justerad	361	378	451	483	529	781	1 086	1 211	1 258
Finansnetto	-10	-20	-20	-23	-27	-40	-84	-99	-82
Resultat före skatt	351	358	431	460	502	741	1 002	1 112	1 176
Resultat före skatt, justerad	351	358	431	460	502	741	1 002	1 112	1 176
Total skatt	-77	-72	-89	-94	-114	-169	-229	-254	-268
Nettoresultat	274	286	342	366	388	572	774	859	908
Nettoresultat, justerad	274	286	342	366	388	572	774	859	908

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Kassaflödesanalys

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EBIT	361	378	451	483	529	781	1 086	1 211	1 258
Övriga kassaflödesposter	8	-55	-9	120	117	106	1	-18	-9
Förändringar i rörelsekapital	6	-41	20	-96	136	-293	-169	-77	-26
Kassaflöde från den operationella verksamheten	383	227	453	627	899	700	918	1 098	1 215
Investeringar	-43	-49	-66	-81	-68	-96	-139	-153	-157
Övriga poster	8	14	7	5	-3	11	0	0	0
Fritt kassaflöde	336	181	380	536	809	588	752	919	1 031
Utdelningar	-119	-136	-137	-179	-140	-214	-360	-412	-454
Nyemission / återköp	-6	-31	-1	-17	-9	-52	0	0	0
Förvärv	-208	-519	-142	-260	-325	-653	-802	0	0
Förändringar av lån	60	462	-104	18	-184	490	207	-539	-590
Kassaflöde	63	-43	-4	98	151	159	-203	-32	-13
Nettoskuld	628	1 102	1 005	1 313	1 315	2 013	2 568	2 201	1 778

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Balansräkning

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	912	1 248	1 327	1 518	1 609	2 006	2 407	2 407	2 407
Övriga immateriella tillgångar	567	710	721	758	785	1 085	1 423	1 360	1 297
Materiella anläggningstillgångar	224	251	266	301	340	415	475	541	609
Finansiella anläggningstillgångar	2	3	3	4	6	7	7	7	7
Övriga anläggningstillgångar	8	8	11	14	15	12	12	12	12
Summa anläggningstillgångar	1 713	2 220	2 328	2 774	3 001	3 851	4 650	4 653	4 658
Varulager	401	492	528	562	655	949	1 076	1 181	1 216
Kundfordringar	506	614	640	682	635	882	1 220	1 338	1 378
Övriga omsättningstillgångar	149	172	219	214	168	315	339	349	352
Likvida medel och kortfristiga placeringar	122	134	139	117	151	210	6	-8	-13
Summa omsättningstillgångar	1 178	1 412	1 526	1 575	1 609	2 356	2 641	2 860	2 934
SUMMA TILLGÅNGAR	2 891	3 632	3 854	4 349	4 610	6 207	7 291	7 513	7 592
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	1 197	1 303	1 508	1 684	1 855	2 228	2 641	3 088	3 542
Summa eget kapital	1 197	1 303	1 508	1 684	1 855	2 228	2 641	3 088	3 542
Långfristiga räntebärande skulder	477	378	978	777	783	1 645	1 996	1 615	1 187
Övriga långfristiga skulder	180	213	212	228	239	324	324	324	324
Summa långfristiga skulder	657	591	1 190	1 102	1 172	2 185	2 536	2 155	1 727
Kortfristiga räntebärande skulder	273	858	166	473	437	249	249	249	249
Leverantörsskulder	261	305	332	329	366	497	574	630	649
Övriga kortfristiga skulder	503	575	658	678	684	935	1 178	1 278	1 312
Summa kortfristiga skulder	1 037	1 738	1 156	1 563	1 583	1 794	2 114	2 270	2 323
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 891	3 632	3 854	4 349	4 610	6 207	7 291	7 513	7 592

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Intäkstillväxt	-	10%	15%	6%	N.m.	34%	31%	10%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	8%	18%	25%	8%	41%	28%	11%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	5%	19%	7%	10%	48%	39%	12%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-	4%	20%	7%	6%	47%	35%	10%	6%
Bruttomarginal	36,7%	36,3%	36,7%	37,4%	38,6%	38,2%	38,6%	38,7%	38,8%
EBITDA-marginal	14,6%	14,3%	14,6%	17,2%	18,9%	20,0%	19,5%	19,6%	19,7%
EBITDA-marginal, justerad	14,6%	14,3%	14,6%	17,2%	18,9%	20,0%	19,5%	19,6%	19,7%
EBIT-marginal	11,7%	11,1%	11,5%	11,6%	12,9%	14,2%	15,1%	15,4%	15,5%
EBIT-marginal, justerad	11,7%	11,1%	11,5%	11,6%	12,9%	14,2%	15,1%	15,4%	15,5%
Vinst-marginal, justerad	8,9%	14,3%	8,7%	8,8%	9,5%	10,4%	10,8%	10,9%	11,2%

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Avkastning

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
ROE, justerad	Neg.	23%	24%	23%	22%	28%	32%	30%	27%
ROCE, justerad	Neg.	17%	17%	17%	16%	20%	22%	23%	24%
ROIC, justerad	Neg.	18%	18%	18%	17%	21%	23%	23%	24%

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Varulager / totala intäkter	13%	14%	13%	13%	16%	17%	15%	15%	15%
Kundfordringar / totala intäkter	16%	18%	16%	16%	16%	16%	17%	17%	17%
Leverantörsskulder / KSV	13%	14%	13%	13%	15%	15%	13%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	9%	12%	10%	9%	8%	11%	11%	11%	11%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	1,3x	1,5x	1,3x	1,2x	1,2x	1,4x	1,5x	1,5x

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Finansiell ställning

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettoskuld	628	1 102	1 005	1 313	1 315	2 013	2 568	2 201	1 778
Soliditet	41%	36%	39%	39%	40%	36%	36%	41%	47%
Nettoskultsättningsgrad	0,5x	0,8x	0,7x	0,8x	0,7x	0,9x	1,0x	0,7x	0,5x
Nettoskuld / EBITDA	1,4x	2,3x	1,7x	1,8x	1,7x	1,8x	1,8x	1,4x	1,1x

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Aktiedata

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EPS	1,34	1,40	1,68	1,80	1,91	2,80	3,79	4,17	4,40
EPS, justerad	1,34	1,40	1,68	1,80	1,91	2,80	3,79	4,17	4,40
FCF per aktie	1,65	0,89	1,87	2,64	3,97	2,88	3,68	4,46	5,00
Utdelning per aktie	0,67	0,67	0,83	0,67	1,00	1,30	1,75	2,00	2,20
Eget kapital per aktie	5,87	6,40	7,43	8,29	9,11	10,9	12,9	15,0	17,2
Antal aktier vid årets slut, m	204	204	203	203	204	204	204	206	206
Antal aktier efter utspädning, snitt	204	204	203	203	204	204	204	206	206

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Värdering

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
P/E, justerad	21,6x	19,8x	19,8x	21,4x	41,5x	38,1x	32,5x	29,6x	28,0x
P/EK	4,9x	4,3x	4,5x	4,7x	8,7x	9,8x	9,5x	8,2x	7,2x
P/FCF	17,6x	31,3x	17,8x	14,6x	19,9x	37,1x	33,5x	27,7x	24,7x
FCF-yield	6%	3%	6%	7%	5%	3%	3%	4%	4%
Direktavkastning	2,3%	2,4%	2,5%	1,7%	1,3%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%
Utdelningsandel, justerad	49,6%	47,5%	49,5%	37,0%	52,5%	46,4%	46,2%	48,0%	50,1%
EV/Sales	2,1x	2,0x	2,0x	2,2x	4,3x	4,3x	3,9x	3,5x	3,4x
EV/EBITDA, justerad	14,5x	13,9x	13,5x	12,8x	22,5x	21,7x	20,0x	17,9x	17,0x
EV/EBIT, justerad	18,1x	17,9x	17,2x	19,0x	32,9x	30,4x	25,8x	22,8x	21,6x
EV	6 543	6 751	7 774	9 156	17 397	23 752	27 959	27 592	27 169
Aktiekurs	29,0	27,8	33,3	38,6	79,1	107	123	123	123

Källa: Lagercrantz 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 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