



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 13 februari 2023

Arcoma

Starkt Q4 avslutar 2022

Rekordstarkt Q4 och starkt H2'22

Arcomas omsättning för Q4 uppgick till 41 mkr (21 mkr), motsvarande en tillväxt y/y om ca 94%. Omsättningen för helåret 2022 uppgick till 125 mkr (117 mkr). Europa-försäljningen var stark i kvartalet med en tillväxt om 69%. Arcoma följer därmed upp den starka Q3-omsättningen med ytterligare ett starkt kvartal försäljningsmässigt, vilket indikerar en klart förbättrad underliggande marknad. Omsättningen överskred våra estimat om ca 35 mkr.

Starkt resultat men mot enkla jämförelsetal

Bruttomarginalen uppgick till 35% (34% i Q4'21 ex engångsposter), vilket beror på produkt- och marknadsmix i kvartalet, men där även valutan har haft viss inverkan under 2022. Rörelseresultatet uppgick till 0,8 mkr (-8,9 mkr) drivet primärt av den kraftigt ökade försäljningen. För helåret uppgick rörelseresultatet till 3 mkr (-8,8 mkr).

Stark återhämtning i marknaden

Sammantaget anser vi att rapporten är stark och indikerar stark återhämtning i marknaden samt stark förmåga att leverera de ordrar som offentliggjordes under H2'22. Inför 2023 har Arcoma bl.a. fått en order om ca 13 mkr i Schweiz som kommer att levereras under Q2, samtidigt som bolaget förbättrat erbjudandet för Precision i5. Efter rapporten höjer vi vårt motiverade värde till 13–14 kr per aktie (12-13 kr). Vi höjer våra tillväxtestimat för 2023 och 2024 med ca 4%, samt EBITDA med ca 2%.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk				
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	13 - 14 kr		
Totala intäkter	4,3%	4,0%	-	130	151	166	179	Aktiekurs	10,2 kr		
EBITDA, just.	2,4%	2,2%	-	Tillväxt	10%	16%	10%	8%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	3,0%	3,0%	-	EBITDA, just.	10	16	19	22	Kursutveckling 12 mån 		
Kommande händelser			EBIT, just.	3	9	12	14				
Q1 - rapport	27 april 2023		EPS, just.	0,1	0,5	0,7	0,8				
Q2 - rapport	17 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	>100%	27%	21%				
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	3,5	4,2	5,0	6,1	Intressekonflikter			
Utdelning per aktie			0,0	0,0	0,0	0,0	Yes			No	
Antal aktier	13m		EBIT-marginal	2,5%	6,3%	7,3%	8,2%			Likviditetsgarant	✓
Börsvärde	129		ROE, just.	3,8%	14,3%	15,2%	15,2%			Certified adviser	✓
Nettoskuld	-3		ROCE, just.	6,0%	16,2%	17,4%	17,8%	Transaktioner 12m	✓		
EV	126		EV/Sales	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x				
Free float	33%		EV/EBITDA	10,1x	7,8x	6,6x	5,8x				
Daglig handelsvolym, snitt	10k		EV/EBIT	31,5x	13,6x	10,7x	8,9x				
Bloomberg Ticker	ARCOMA SS EQUITY		P/E, just.	59,8x	17,9x	14,0x	11,5x				
Analytiker			P/EK	2,2x	2,4x	1,9x	1,6x				
Hjalmar Jernstrom			FCF yield	-	3%	9%	11%				
hjalmar.jernstrom@penser.se			Nettoskuld/EBITDA	-0,3x	-0,4x	-0,9x	-1,5x				

Investment case

Arcoma är attraktivt positionerat med samarbetsavtal med stora aktörer som medför spridning i stora marknader i Europa och USA. Vi bedömer att samarbetsavtalen, tillsammans med en ökad försäljning av kompletta system, kommer att driva tillväxt under kommande år. Vi bedömer att bolaget har ett attraktivt produktutbud inom premiumsegmentet för konventionella digitala röntgensystem. Vi ser dessutom att förvärv är en viktig värde drivare för bolaget, då vi bedömer att försäljningsvolymerna är en viktig faktor för högre marginaler.

Bolagsbeskrivning

Arcoma är en leverantör av premiumprodukter inom konventionell digital röntgen. Bolaget tillverkar och säljer röntgensystem och röntgenrelaterad utrustning genom produkterna Precision i5, Intuition (med eller utan tillvalet X-ray Cube) och segmentet Accessories. Arcoma grundades 1990 och har huvudkontor och produktion i Växjö. Arcomas produkter används inom allmän röntgen, lungröntgen, skelettröntgen och barnröntgen. Till referenskunder hör S:t Görans Sjukhus, Rigshospitalet i Danmark, Royal London Hospital och National University Hospital i Singapore.

Värdering

Arcoma värderas till en rabatt mot sektorkollegor för 2023, men uppvisar samtidigt tillväxt i både intäkter och rörelseresultat som är överlägset i jämförelsegruppen. Förklaringen till avvikelsen ligger i att jämförelsebolagen är mycket större, mer mogna och har i snitt en högre brutto- samt rörelsemarginal. Vår multipelvärdering för 2023 motiverar ett värde om 12–13 kr per aktie. Vi applicerar målmultipeln 10x EBIT för 2024e. För att reflektera den långsiktiga potentialen i bolaget kompletterar vi värderingen med en DCF-modell.

Utvecklingen inom DR-marknaden med mer avancerade produkter ställer krav på Capex-investeringar för att kontinuerligt utveckla nya och befintliga teknikplattformar. Investeringarna är storleksmässigt ojämna över tid och är relativt höga under perioder när helt nya system utvecklas, för att sedan vara mindre under längre perioder. Bortom prognosperioden bedömer vi att investeringar kommer vara ca 2 % av omsättningen. I likhet med medicintekniksektorn och specifikt sektorn för digital röntgen kräver verksamheten bred lagerhållning, vilket binder rörelsekapital. Vi antar långsiktiga rörelsekapitalnivåer om ca 19 % av omsättningen. Vi applicerar en WACC om 13%. Vår DCF ger ett motiverat värde om 14 kr per aktie.

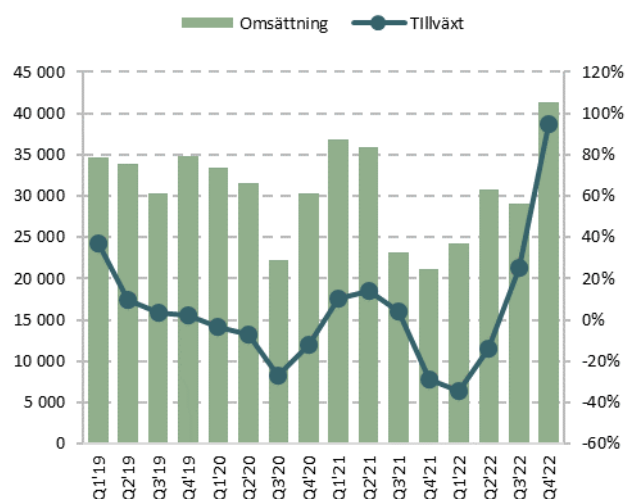
Kvartalet i detalj

Arcoma redovisar rekordstarka siffror för det fjärde kvartalet. Totala intäkter uppgick till 42 mkr (22 mkr), motsvarande en tillväxt y/y om ca 92%. Arcoma följer därmed upp den starka Q3-rapporten med ett mycket starkt fjärde kvartal och tillväxten y/y för FY22 var totalt 10%. Vi bedömer att tillväxten även justerat för valutaeffekter var god i Q4 och understryker en stark återkomst under andra halvan av 2022. Den starka tillväxten i Q4 underbyggdes av beställningar i Tjeckien och Thailand meddelades under andra halvan av 2022. Marknadsmässigt var Europa starkt bidragande med tillväxt y/y om 69%, samtidigt som den amerikanska marknaden fortsätter vara utmanande.

Bruttomarginalen uppgick till 35% (34%) för Q4 och 41% för FY22 (36%). Vi bedömer att den förstärkta bruttomarginalen i 2022 beror på produktmix, men även vissa valutaeffekter. EBIT för Q4 uppgick till ca 0,8 mkr (- 8,9 mkr) och 2,6 mkr för FY22 (-8,9 mkr). Resultat per aktie för FY22 uppgick till 0,14 kr (-0,57 kr).

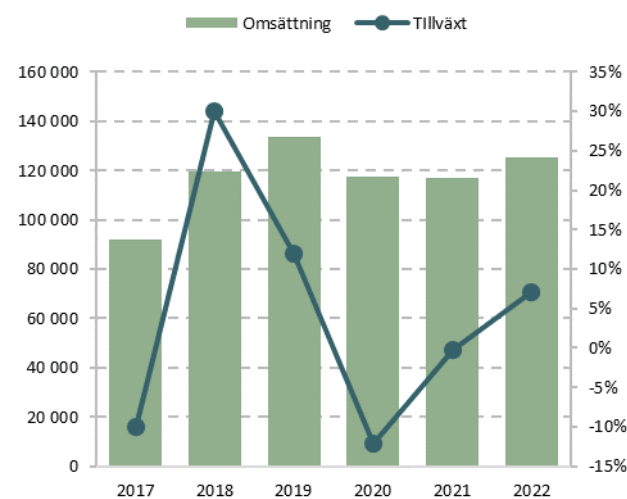
Efter kvartalets utgång har Arcoma meddelat att bolaget fått en order för fem Arcoma Precision i5 och tre Arcoma Intuition via bolagets distributör i Schweiz. Systemen kommer att installeras under 2023 med merparten under Q2. I anslutning till Q4-rapporten meddelade även Arcoma att man lanserat två funktioner till Precision i5. De två funktionerna är en livekamera för patientöversikt och en fjärrkontroll för förenklad justering av systemens positionering. Efter kvartalet gör vi vissa justeringar av prognoserna. Vi höjer omsättningsprognoserna för innevarande år och 2024 med ca 4% och EBITDA för samma period med ca 2%.

Diagram 1: Omsättning



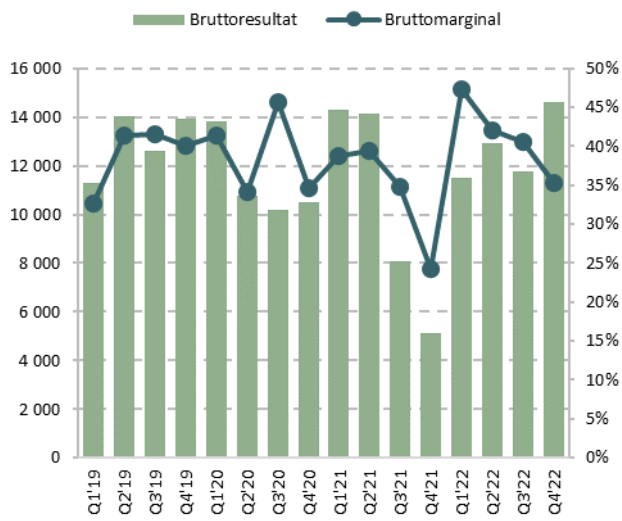
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: Omsättning



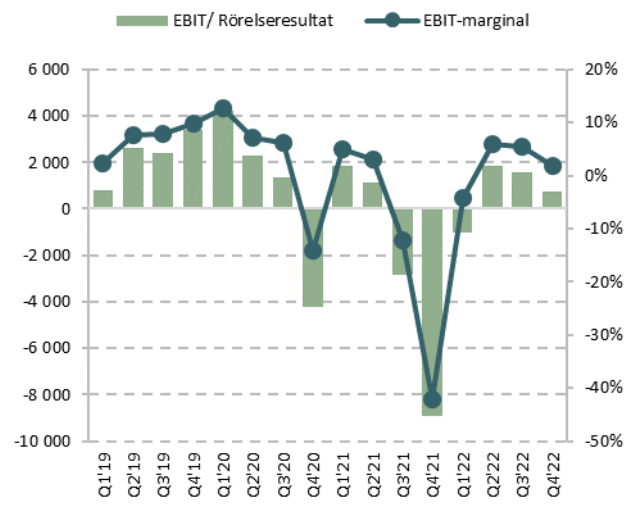
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 3: Bruttoresultat och marginal



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 4: EBIT och marginal



Källa: Bolagsrapporter

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Vi värderar Arcoma med en multipelansats som kompletteras med en DCF-modell. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 13-14 kr per aktie (12–13 kr). Nedan sammanfattas våra centrala antaganden för DCF-modellen. Vår DCF antar en långsiktig lönsamhetsnivå om 15 % och tillväxt om 1 % bortom prognosfönstret. Vi har även känslighetsanalys som illustrerar hur värderingen är känslig för antaganden kring rörelsemarginal, tillväxt och WACC. Vår DCF genererar ett motiverat värde om 16 kr per aktie. Vi applicerar en WACC om 13%.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	115
PV of terminal value (perpetuity formula)	87
Enterprise value	202
Latest net debt	-3
Minority interests & other	0
Equity value	205
No. of shares outstanding (millions)	13,19
Equity value per share (SEK)	16

Källa: EPB

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	6,0%
Beta	1,0
Cost of equity	14,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	13%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1,0%
Long term EBIT margin	15,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	19,0%
Tax rate	20%

Nedan sammanfattas hur värderingen är känslig för antaganden kring diskonteringsränta, långsiktiga tillväxtantaganden och långsiktig EBIT-marginal.

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	11,8%	16	17	17	18	19
	12,3%	16	16	16	17	18
	12,8%	15	15	16	16	17
	13,3%	14	14	15	15	16
	13,8%	13	14	14	14	15
		Long-term EBIT margin				
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	11,8%	13	15	17	20	22
	12,3%	13	15	16	18	20
	12,8%	12	14	16	17	19
	13,3%	11	13	15	16	18
	13,8%	11	13	14	16	17

Källa: EPB

Nedan sammanfattas vår multipelvärdering. Vi applicerar en målmultipel om 10x rörelseresultatet för 2024e, vilket ger ett motiverat värde om 14 kr per aktie.

Multipelvärdering	
EBIT 2024e	17,8
Målmultipel 2024x	10
Target EV	178
Kassa	10
Räntebärande skulder	7
Motiverat värde	180
Motiverat värde per aktie (kr)	14

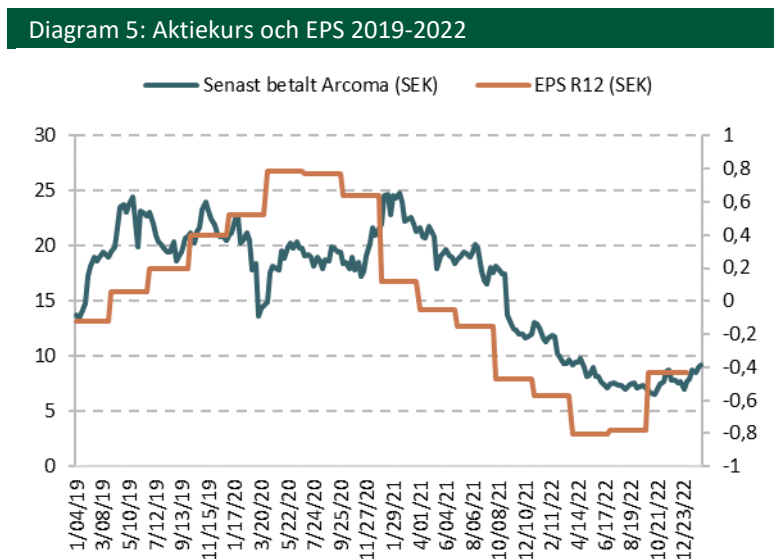
Källa: EPB

Nedan sammanfattas en känslighetstabell för olika antaganden kring målmultipel för EBIT 2024e.

Sensitivity table					
EV/EBIT (x)					
2024e					
	8	9	10	11	12
MV (SEK)	12	13	14	15	16

Källa: EPB

Nedan sammanfattas EPS och aktiekurs för Arcoma för perioden 2019–2022.



Källa: Factset

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	92	119	134	117	117	125	147	162	175
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	1	4	4	4	4
Totala intäkter	92	120	134	118	118	130	151	166	179
Kostnad sålda varor	-55	-73	-82	-72	-75	-75	-89	-98	-105
Bruttoresultat	37	47	52	46	42	55	62	69	74
Försäljningskostnader	-26	-25	-22	-19	-24	-26	-26	-27	-29
Övriga rörelsekostnader	-15	-16	-17	-20	-22	-20	-20	-22	-24
EBITDA	-4	5	13	7	-3	10	16	19	22
EBITDA, justerad	-4	5	13	7	-3	10	16	19	22
EBITA, justerad	-4	5	13	7	-3	9	16	19	21
Amortering	-5	-4	-2	-2	-5	-5	-5	-7	-7
EBIT	-10	0	9	4	-9	3	9	12	14
EBIT, justerad	-10	0	9	4	-9	3	9	12	14
Finansnetto	-1	-1	0	-2	0	-1	0	0	0
Resultat före skatt	-11	-1	9	2	-9	2	9	12	14
Resultat före skatt, justerad	-11	-1	9	2	-9	2	9	12	14
Total skatt	1	-1	-2	0	1	0	-2	-2	-3
Nettoresultat	-10	-2	7	1	-7	2	7	9	11
Nettoresultat, justerad	-10	-2	7	1	-7	2	7	9	11
Intäkstillväxt	-	30%	12%	-12%	0%	10%	16%	10%	8%
Bruttomarginal	40,1%	39,2%	39,1%	39,0%	36,3%	44,1%	42,5%	42,4%	42,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	6,8%	3,0%	Neg.	2,5%	6,3%	7,3%	8,2%
EPS, justerad	-0,89	-0,13	0,52	0,11	-0,58	0,13	0,55	0,70	0,85
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-80%	N.m.	N.m.	>100%	27%	21%

Källa: Arcoma, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-10	0	9	4	-9	3	9	12	14
Övriga kassaflödesposter	6	5	2	3	5	7	7	7	7
Förändringar i rörelsekapital	-5	-4	0	0	1	-8	-8	-2	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-9	0	11	7	-2	2	8	17	20
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-1	-11	-11	-3	-4	-4	-5	-5
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-3	-1	-11	-12	-4	-4	-5	-6	-6
Fritt kassaflöde	-12	-1	0	-5	-6	-2	3	12	14
Förvärv och avyttringar	9	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	10	0	0	1	3	1	0	0	0
Förändring av skulder	-7	4	-6	10	0	8	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	11	4	-6	11	2	10	0	0	0
Kassaflöde	-1	3	-6	6	-4	7	3	12	14
Nettoskuld	-3	-4	-1	-5	2	-3	-6	-18	-32

Källa: Arcoma, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	9	7	6	5	3	2	1	0	0
Övriga immateriella tillgångar	11	7	16	25	24	23	22	20	18
Materiella anläggningstillgångar	1	0	1	1	2	2	2	2	3
Finansiella anläggningstillgångar	9	8	6	6	7	7	7	7	7
Summa anläggningstillgångar	29	23	29	37	36	33	31	30	28
Varulager	15	20	23	24	20	28	28	31	33
Kundfordringar	17	22	25	23	16	25	18	20	22
Övriga omsättningstillgångar	3	4	4	3	3	4	3	3	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	4	8	2	9	5	10	13	25	38
Summa omsättningstillgångar	40	53	55	58	43	67	62	79	97
SUMMA TILLGÅNGAR	68	76	83	95	79	100	94	108	125
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	41	39	45	50	44	46	55	67	81
Summa eget kapital	41	39	45	50	44	46	55	67	81
Långfristiga räntebärande skulder	1	1	0	3	2	4	4	4	4
Övriga långfristiga skulder	-	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	1	2	0	3	2	4	4	4	4
Kortfristiga räntebärande skulder	1	3	1	1	5	3	3	3	3
Leverantörsskulder	11	17	18	18	12	23	13	15	16
Övriga kortfristiga skulder	14	16	19	23	16	24	18	20	22
Summa kortfristiga skulder	26	36	38	43	33	50	34	38	41
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	68	76	83	95	79	100	94	108	125

Källa: Arcoma, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	30%	12%	-12%	0%	10%	16%	10%	8%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-48%	N.m.	N.m.	67%	18%	13%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-61%	N.m.	N.m.	>100%	27%	21%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-80%	N.m.	N.m.	>100%	27%	21%
Bruttomarginal	40,1%	39,2%	39,1%	39,0%	36,3%	44,1%	42,5%	42,4%	42,5%
EBITDA-marginal	Neg.	4,3%	9,8%	5,8%	Neg.	7,8%	11,1%	11,8%	12,4%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	4,3%	9,8%	5,8%	Neg.	7,8%	11,1%	11,8%	12,4%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	6,8%	3,0%	Neg.	2,5%	6,3%	7,3%	8,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	6,8%	3,0%	Neg.	2,5%	6,3%	7,3%	8,2%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	4,9%	1,1%	Neg.	1,3%	4,9%	5,7%	6,4%

Källa: Arcoma, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	16%	3%	Neg.	4%	14%	15%	15%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	20%	7%	Neg.	6%	16%	17%	18%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	23%	8%	Neg.	7%	20%	24%	29%

Källa: Arcoma, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	17%	17%	17%	21%	17%	22%	18%	19%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	18%	18%	19%	19%	13%	19%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / KSV	20%	23%	22%	25%	16%	31%	15%	15%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	27%	31%	31%	39%	27%	42%	26%	26%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	11%	12%	7%	9%	8%	12%	12%	12%
Kapitalomsättningshastighet	2,2x	2,8x	2,9x	2,2x	2,3x	2,5x	2,4x	2,3x	2,0x

Källa: Arcoma, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-3	-4	-1	-5	2	-3	-6	-18	-32
Soliditet	60%	51%	54%	52%	56%	46%	59%	61%	64%
Nettoskuld / EBITDA	0,7x	-0,8x	-0,1x	-0,7x	-0,7x	-0,3x	-0,4x	-0,9x	-1,5x

Källa: Arcoma, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,89	-0,13	0,52	0,11	-0,58	0,13	0,55	0,70	0,85
EPS, justerad	-0,89	-0,13	0,52	0,11	-0,58	0,13	0,55	0,70	0,85
FCF per aktie	-1,09	-0,07	0,00	-0,40	-0,47	-0,17	0,26	0,90	1,07
Eget kapital per aktie	3,50	3,09	3,57	3,87	3,37	3,48	4,17	5,05	6,12
Antal aktier vid årets slut, m	11,7	12,6	12,6	12,8	13,1	13,2	13,2	13,2	13,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	11,0	12,2	12,6	12,7	12,9	13,1	13,2	13,2	13,2

Källa: Arcoma, EPB

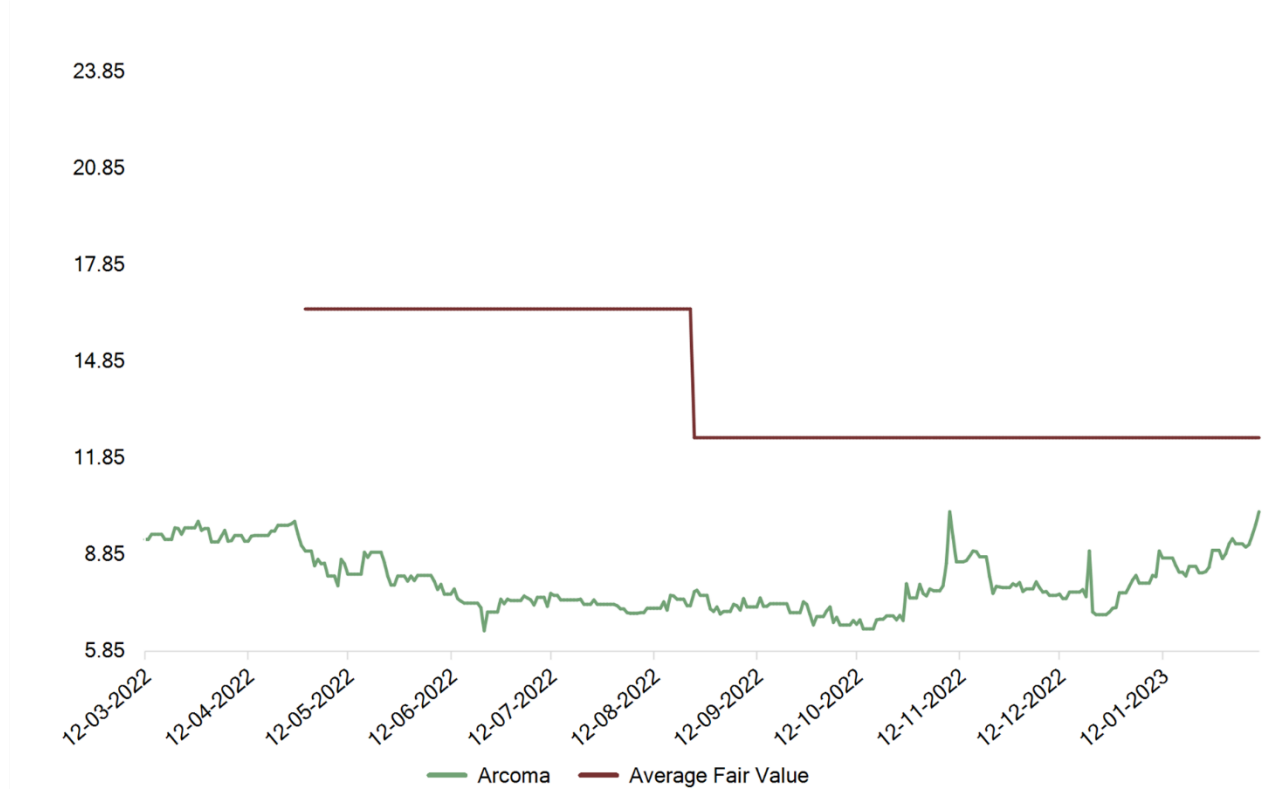
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	37,9x	208,2x	Neg.	59,8x	17,9x	14,0x	11,5x
P/EK	2,1x	4,4x	5,5x	5,7x	3,9x	2,2x	2,4x	1,9x	1,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	37,5x	10,9x	9,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%	9%	11%
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	0,9x	1,4x	1,9x	2,4x	1,5x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	32,7x	19,0x	40,7x	Neg.	10,1x	7,8x	6,6x	5,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	27,4x	79,1x	Neg.	31,5x	13,6x	10,7x	8,9x
EV	85	169	249	277	171	98	126	126	126
Aktiekurs	7,5	13,7	19,8	22,0	13,0	7,7	9,8	9,8	9,8

Källa: Arcoma, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Arcoma (ARCOMA SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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 informations spridning, 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