



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Byggmaterial | Sverige | 27 april 2023

Midway Holding

Positiva effekter från strategisk diversifiering och förvärv

Q1-rapporten signalerar en bra start på året trots ett osäkert marknadsläge

Nettoomsättningen ökade med 26% till 355 mkr (281). Förvärv bidrog med 22% och organisk tillväxt med 4% - ingen påverkan från valutaeffekter. EBIT var 32 mkr (35), vilket gav en marginal på 9,0% (12,5). Operativt kassaflöde var 60 mkr (-39). Efterfrågan var i stora drag bra, men med variation mellan marknadskategorierna Energi, Industri, Infrastruktur och Bygg & Anläggning. Nedgångar i bostadsbyggandet i Sverige och Kanada har kompenseras med uppgångar inom kommersiella fastigheter i Frankrike och energi i Norge samt generellt i Storbritannien och Österrike.

Fortsatt marginalpress, men en återhämtning ligger i korten

Prishöjningar har genomförts under Q1. Trots detta har man inte fullt ut lyckats kompensera för den kraftiga kostnadsinflationen vilket kan leda till marginalpress även under innevarande kvartal. Ytterligare prishöjningar och kostnadsbesparingar utvärderas. Midway står fast vid sin bedömning att marginaler ska tillbaka på samma nivå som tidigare (EPB est. 10-11%) under 2023. Vi anser att Q1-resultatet är ett styrkebesked på att diversifierings- och förvärvsstrategin fungerar. Detta bör leda till en ökad stabilitet och god lönsamhet över framtida konjunkturcykler.

Väl positionerad för långsiktig god tillväxt och lönsamhet

Midway har en skicklig och motiverad ledning, långsiktiga huvudägare, en stark marknadsposition och en bevisad framgångsrik strategi. Marknaden för Safe Access Solutions drivs av megatrender som befolkningstillväxt, urbanisering, ökad lagstiftning och högre krav på säkerhet. Vi gör endast småjusteringar i våra estimat och upprepar vårt motiverade värde på 37-39 kr per aktie. Aktien handlas under eget kapital, P/EK 0,9x, och till 50% rabatt på EV/EBITDA 2023 i förhållande till jämförbara bolag. Vi förväntar oss en fortsatt renodling av koncernens verksamhet.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	37 - 39 kr	
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	1 168	1 399	1 463	1 530	Aktiekurs	23,3 kr	
EBIT, just.	-0,5%	-0,5%	-0,4%	Tillväxt	35%	20%	5%	5%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-0,7%	-0,8%	-0,7%	EBITDA, just.	180	215	232	249	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
Kommande händelser			EBIT, just.	102	128	141	154			
Q2 - rapport	19 juli 2023		EPS, just.	2,6	3,1	3,5	3,8			
Q3 - rapport	27 oktober 2023		EPS-tillväxt, just.	22%	20%	11%	11%			
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	22,3	24,6	27,0	29,8			
Antal aktier	27m		Utdelning per aktie	0,8	1,0	1,1	1,2			
Börsvärde	637		EBIT-marginal	8,7%	9,2%	9,6%	10,1%			
Nettoskuld	351		ROE, just.	12,4%	13,3%	13,4%	13,5%			
EV	988		ROCE, just.	12,2%	12,1%	12,5%	12,9%			
Free float	38%		EV/Sales	0,9x	0,7x	0,7x	0,6x			
Daglig handelsvolym, snitt	5k		EV/EBITDA	6,1x	4,6x	4,3x	4,0x			
Bloomberg Ticker	MIDWB SS EQUITY		EV/EBIT	10,7x	7,7x	7,0x	6,4x			
Analytiker			P/E, just.	10,0x	7,5x	6,7x	6,1x	Intressekonflikter		
Mathias Carlson			P/EK	1,2x	0,9x	0,9x	0,8x		Yes	No
mathias.carlson@penser.se			Direktavkastning	3,1%	4,3%	4,7%	5,2%	Likviditetsgarant		✓
			FCF yield	-	19%	10%	11%	Certified adviser		✓
			Nettoskuld/EBITDA	2,1x	1,8x	1,9x	1,8x	Transaktioner 12m		✓

Investment case

Midway har en solid diversifierad marknadsposition inom Safe Access Solutions. De långsiktiga tillväxtmöjligheterna är goda eftersom den organiska tillväxten drivs av megatrender såsom befolkningstillväxt, urbanisering och högre krav på säkerhet. Hållbarhets-caset är starkt givet fokus på säkra arbetsplatser. Bolaget har en bevisad framgångsrik diversifierings- och förvärvsstrategi, vilket möjliggör en stabil och lönsam tillväxt över en konjunkturcykel. Midway har en skicklig och motiverad ledning och en långsiktig huvudägare, vilket ger en solid grund och goda möjligheter till en fortsatt stark tillväxt och renodling av koncernens verksamhet. Vår bedömning är att koncernen inom en relativt snar framtid kommer att bestå av endast Safe Access Solution, dvs en avyttring av verksamheterna inom Industrial Services. När väl den slutgiltiga renodlingen är genomförd tror vi att ett namnbyte kommer att ske för att tvätta bort "konglomeratstämpeln" en gång för alla. Värderingen av aktien är låg och skapar en attraktiv "risk-reward" enligt vår bedömning.

Bolagsbeskrivning

Midway är en industriell koncern som består av två affärsområden, Safe Access Solutions och Industrial Services. Midway var tidigare ett konglomerat, men efter en mycket framgångsrik strategisk omläggning och transformering är bolaget väl positionerat för en långsiktig god tillväxt och lönsamhet.

Fokus är på Safe Access Solutions som står för mer än 80% av koncernens omsättning. Safe Access Solutions erbjuder marknadsledande helhetslösningar för säkra arbetsförhållanden i komplexa och krävande miljöer. Erbjudandet riktar sig till fyra kundområden; Industri, Infrastruktur, Energi och Bygg & Anläggning. Dessa kundområden har olika konjunkturcykler, vilket balanserar svängningar i efterfrågan och leder till en stabilare tillväxt och lönsamhet. Efterfrågan drivs av befolkningstillväxt, urbanisering, växande regelverk och krav inom säkerhet och hållbarhet. HAKI är den största verksamheten och har ett marknadsledande varumärke. Tillväxten sker både organiskt och via förvärv. Hittills har Midway gjort fyra framgångsrika och värdeskapande förvärv och är väl positionerade för att fortsätta att konsolidera en fragmenterad marknad.

Industrial Services står för mindre än 20% av koncernens omsättning och består av två separata bolag; FAS Converting och Landqvist Mekaniska. Dessa bolag utvecklar, tillverkar och säljer varor och tjänster för professionellt bruk inom ett flertal branscher. Vi räknar med att dessa verksamheter inte kommer vara en del av koncernen i framtiden.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde på 37-39 kr per aktie. Värderingen bygger på en kassaflödesvärdering samt en relativvärdering gentemot jämförbara bolag. Risknivån bedöms som medelhög, vilket underbyggs av att någon konkret vändning ännu inte materialiserats i konjunkturen för Safe Access Solutions, samtidigt som nettoskulden ökat efter de senast genomförda förvärven.

Kvartalet i korthet

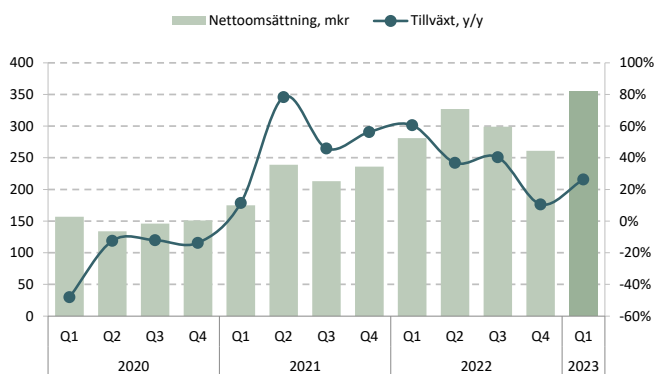
Q1-rapporten var i sin helhet ett styrkebesked, men påverkades ändå negativt av marginalpress och konjunkturavmattning. Nettoomsättningen ökade med 26% till 355 mkr (281). Förvärv bidrog med 22% och organisk tillväxt med 4% - ingen påverkan från valutaeffekter. EBIT var 32 mkr (35), vilket gav en marginal på 9,0% (12,5). Operativt kassaflöde var 60 mkr (-39). Efterfrågan var i stora drag bra, men med variation mellan marknadskategorierna Energi, Industri, Infrastruktur och Bygg & Anläggning. Nedgångar i bostadsbyggandet i Sverige och Kanada har kompensats med uppgångar inom kommersiella fastigheter i Frankrike och energi i Norge samt generellt i Storbritannien och Österrike.

Bruttomarginalen föll till 31,5% (32,7) och EBITA landade på 34 mkr (36). Vi lyfter fram två anledningar till en pressad marginal; 1) Högre kostnader har inte fullt kompensats av prisökningar, 2) förändringar i produktmix inom Vertemax. Det finns en risk att marginalpressen fortsätter under andra kvartalet, men bolaget står fast vid bedömningen att marginalnivån kommer återhämta sig till tidigare nivåer under 2023 – se diagram 2 för historiska kvartalsmarginaler.

Midway försöker hela tiden kompensera för marginalpressen genom effektiviseringar och prishöjningar, men detta sker med en eftersläpning just nu och kan jämföras med situationen som rådde för exakt ett år sedan. Vår bedömning är att vi kommer se en återhämtning av marginalerna de kommande två kvartalen. Vi räknar med att omsättningen och marginalen i andra kvartalet kommer att bli avsevärt bättre än första kvartalet.

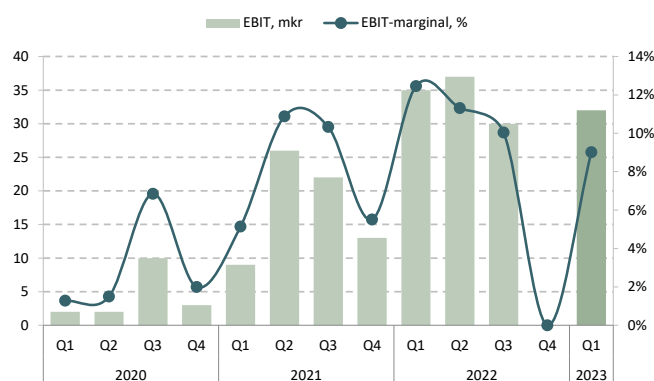
Nettoskuden minskade med 55 mkr till 351 mkr (406) jämfört med Q4, drivet av ett starkt operativt kassaflöde på 60 mkr. Trots en högre nettoskuld än normalt har Midway en stark finansiell ställning med en nettoskudsättningsgrad på 0,6x och en nettoskuld/EBITDA på 2,2x.

Diagram 1: Nettoomsättning per kvartal



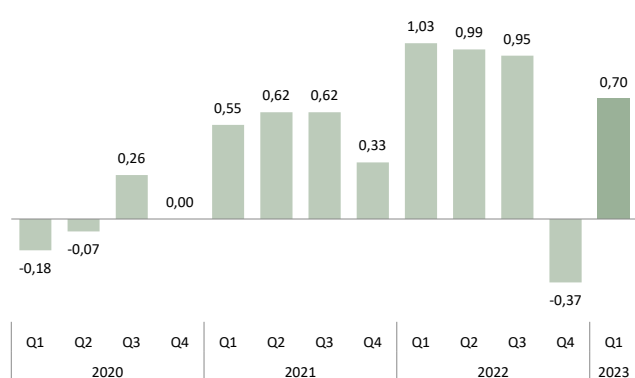
Källa: Midway Holding, EPB

Diagram 2: EBIT och EBIT-marginal per kvartal



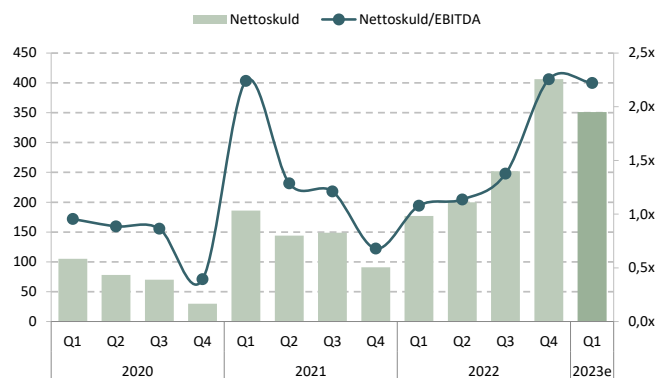
Källa: Midway Holding, EPB

Diagram 3: Vinst per aktie per kvartal



Källa: Midway Holding, EPB

Diagram 4: Nettoskuld och Nettoskuld/EBITDA, R12m



Källa: Midway Holding, EPB

Värdering

Vi gör endast småjusteringar i våra EPS-estimat för 2023-25 som en följd av en bra start på 2023. Vårt motiverade värde för aktien är 37-39 kr. På längre sikt ser vi en ytterligare stor potential om Midway fortsätter att renodla koncernen och växa genom förvärv inom Safe Access Solutions.

Vi har en konservativ, dock optimistisk, syn på tillväxt och marginalförbättringar för de kommande tre åren, vilka drivs av Midways förvärv och fokus på Safe Access Solutions. Midway värderas fortfarande till en signifikant rabatt mot jämförbara bolag, vilka förvisso är större, men som inte förväntas visa samma höga EPS-tillväxt under kommande år.

Midway handlas till en EV/EBIT 2023 på 8,2x, vilket indikerar en rabatt på drygt 50% jämfört med peergruppens median. Om vi applicerar 15% rabatt på denna eftersom Midway är ett mindre bolag med kortare historik av tillväxt, så landar vi på ett motiverat värde om 40 kr och vår DCF-modell indikerar ett värde om 38 kr per aktie.

Tabell 1: Peer-grupp-värdering

Bolag	EV/Sales (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)			Nettoskuld/EBITDA (x)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Alimak Group	2,2	1,7	1,7	18,0	13,0	12,0	11,8	13,4	12,0	8,5	2,5	1,8
Balco	0,8	0,9	0,8	10,4	11,1	9,3	12,0	12,1	10,1	0,7	0,8	0,6
Lindab	1,0	1,2	1,2	9,5	13,1	11,6	12,2	14,8	13,1	1,8	1,4	0,8
Nordic Waterproofing	1,0	1,0	1,0	10,3	12,2	10,6	9,7	11,9	10,3	1,5	1,6	1,3
Medel	1,3	1,2	1,2	12,1	12,3	10,9	11,4	13,1	11,4	3,1	1,6	1,1
Median	1,0	1,1	1,1	10,3	12,6	11,1	11,9	12,8	11,2	1,7	1,5	1,0

Midway, EPB estimat	1,0	0,8	0,8	11,5	8,2	8,0	10,6	7,6	6,8	2,1	1,8	1,9
----------------------------	------------	------------	------------	-------------	------------	------------	-------------	------------	------------	------------	------------	------------

Källa: Factset, EPB

Tabell 2: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	781	Riskfri ränta 2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	605	Riskpremie 5,5%
Företagsvärde (EV)	1 386	Småbolagspremie 2,5%
Nettoskuld, senast rapporterad	351	Extra risk-premie 0,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC 10,5%
Eget kapital	1 035	Långsiktig tillväxt 3,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	27	Långsiktig EBIT-marginal 10,0%
Eget kapital per aktie	38	Terminalvärdets andel av EV 44%
		Avskrivningar, % av omsättning 6,0%
		Capex, % av omsättning 6,0%
		Rörelsekapital, % av omsättning 25%
		Skattesats 23%

Källa: EPB

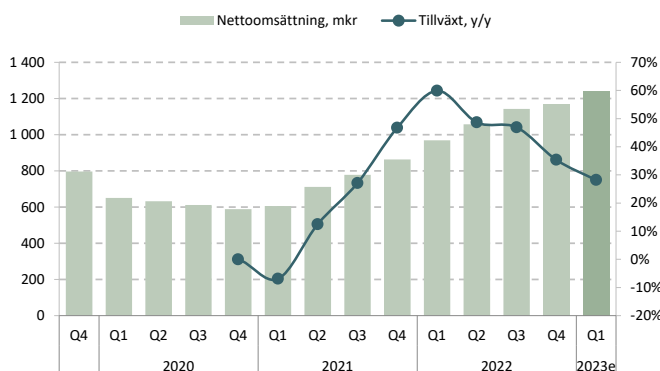
Tabell 3: DCF - känslighet

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	
9,5%	41	44	46	49	52	9,5%	24	35	46	57	67
10,0%	38	40	42	44	47	10,0%	22	32	42	51	61
WACC 10,5%	35	36	38	40	42	WACC 10,5%	20	29	38	47	55
11,0%	32	33	35	36	38	11,0%	19	27	35	43	51
11,5%	30	31	32	33	35	11,5%	17	25	32	39	46

Källa: EPB

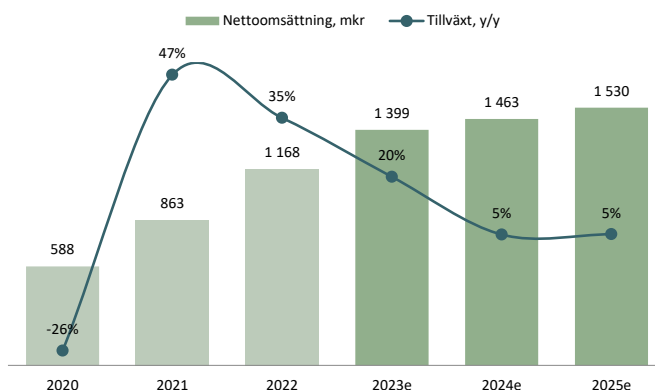
Resultat- och estimatöversikt

Diagram 5: Nettoomsättning, R12m



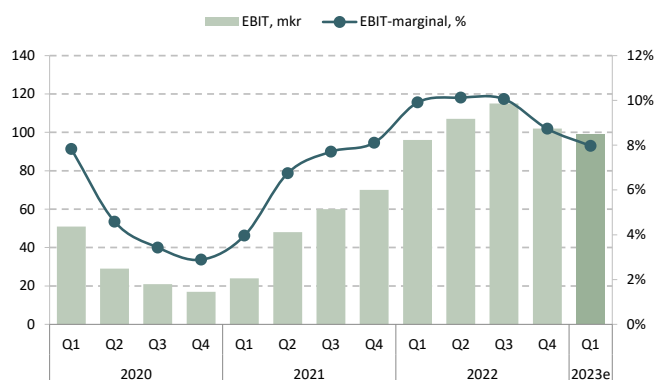
Källa: Midway, EPB

Diagram 6: Nettoomsättning, estimat



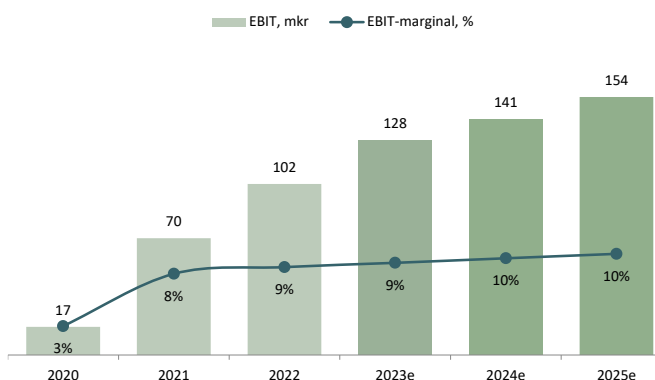
Källa: Midway, EPB

Diagram 7: EBIT och EBIT-marginal, R12m



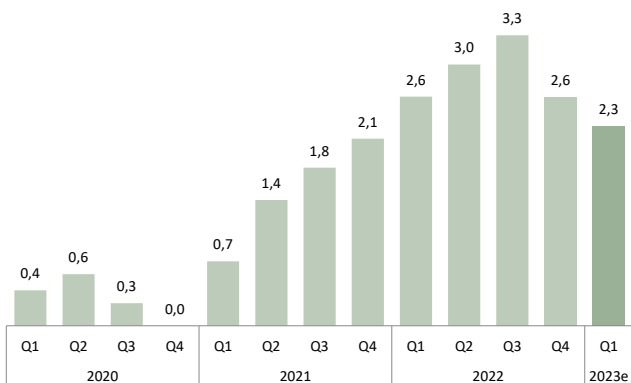
Källa: Midway, EPB

Diagram 8: EBIT och EBIT-marginal, estimat



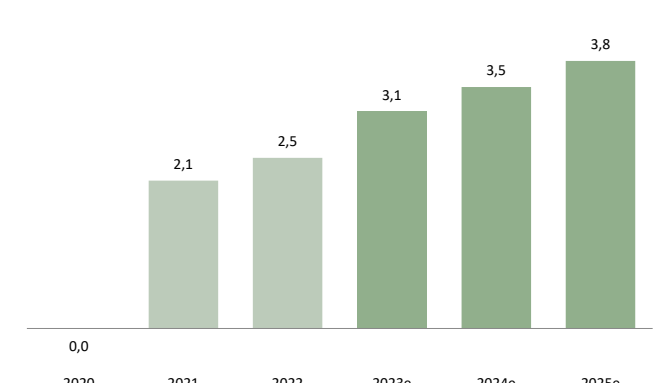
Källa: Midway, EPB

Diagram 9: Vinst per aktie, R12m



Källa: Midway, EPB

Diagram 10: Vinst per aktie, estimat



Källa: Midway, EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	588	863	1 168	1 399	1 463	1 530
Totala intäkter	588	863	1 168	1 399	1 463	1 530
Kostnad sålda varor	-415	-587	-806	-953	-990	-1 029
Bruttoresultat	173	277	362	446	472	501
Försäljningskostnader	-87	-118	-167	-200	-209	-219
Administrationskostnader	-62	-72	-99	-119	-124	-130
R&D-kostnader	-16	-17	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	68	64	84	88	92	97
EBITDA	76	134	180	215	232	249
EBITDA, justerad	76	134	180	215	232	249
Avskrivningar	-59	-64	-78	-87	-91	-95
EBITA, justerad	17	70	102	128	141	154
EBIT	17	70	102	128	141	154
EBIT, justerad	17	70	102	128	141	154
Finansnetto	-18	8	-10	-18	-18	-18
Resultat före skatt	-1	78	92	111	123	136
Resultat före skatt, justerad	-1	78	92	111	123	136
Total skatt	1	-20	-21	-25	-28	-31
Nettoresultat	-1	58	71	85	95	105
Nettoresultat, justerad	-1	58	71	85	95	105
Intäkstillväxt	-	47%	35%	20%	5%	5%
Bruttomarginal	29,4%	32,1%	31,0%	31,8%	32,3%	32,7%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	8,1%	8,7%	9,2%	9,6%	10,1%
EPS, justerad	-0,04	2,13	2,60	3,12	3,47	3,84
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	22%	20%	11%	11%

Källa: Midway Holding, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	17	70	102	128	141	154
Övriga kassaflödesposter	37	60	30	44	45	47
Förändringar i rörelsekapital	64	-29	-98	52	-15	-16
Kassaflöde från den operationella verksamheten	118	101	34	225	171	184
Investeringar i anläggningstillgångar	-91	-110	-161	-98	-102	-107
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-15	-17	-7	-7	-8
Övrigt Kassaflöde från investeringar	40	21	7	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-56	-105	-171	-105	-110	-115
Fritt kassaflöde	62	-4	-137	120	61	69
Förvärv och avyttringar	51	-29	-75	0	0	0
Förändring av skulder	-93	43	228	0	0	0
Utdelningar	0	0	-21	-22	-27	-30
Övriga poster	-26	-4	-4	-28	-29	-31
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-68	11	129	-50	-57	-61
Kassaflöde	-6	7	-8	70	4	9
Nettoskuld	30	72	384	380	452	443

Källa: Midway Holding, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	29	216	363	363	363	363
Övriga immateriella tillgångar	15	42	79	75	72	68
Materiella anläggningstillgångar	181	170	271	319	371	424
Övriga anläggningstillgångar	103	84	110	110	110	110
Summa anläggningstillgångar	329	512	822	868	916	966
Varulager	169	268	423	378	395	413
Kundfordringar	126	145	139	166	174	182
Övriga omsättningstillgångar	12	19	23	24	25	25
Likvida medel och kortfristiga placeringar	33	40	32	36	-36	-27
Summa omsättningstillgångar	341	472	617	604	557	593
SUMMA TILLGÅNGAR	669	984	1 439	1 472	1 473	1 558
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	471	540	608	671	739	814
Summa eget kapital	471	540	608	671	739	814
Långfristiga räntebärande skulder	40	45	386	386	386	386
Övriga långfristiga skulder	8	82	109	109	33	33
Summa långfristiga skulder	47	127	495	495	419	419
Kortfristiga räntebärande skulder	23	66	30	30	30	30
Leverantörsskulder	49	101	103	123	129	135
Övriga kortfristiga skulder	79	130	204	153	157	162
Summa kortfristiga skulder	151	298	314	283	293	303
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	669	964	1 439	1 472	1 473	1 558

Källa: Midway Holding, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	47%	35%	20%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	77%	34%	20%	8%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	47%	26%	10%	9%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	22%	20%	11%	11%
Bruttomarginal	29,4%	32,1%	31,0%	31,8%	32,3%	32,7%
EBITDA-marginal	12,8%	15,5%	15,4%	15,4%	15,8%	16,3%
EBITDA-marginal, justerad	12,8%	15,5%	15,4%	15,4%	15,8%	16,3%
EBIT-marginal	2,9%	8,1%	8,7%	9,2%	9,6%	10,1%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	8,1%	8,7%	9,2%	9,6%	10,1%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	6,7%	6,1%	6,1%	6,5%	6,9%

Källa: Midway Holding, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	12%	12%	13%	13%	14%
ROCE, justerad	Neg.	12%	12%	12%	13%	13%
ROIC, justerad	Neg.	13%	13%	13%	13%	13%

Källa: Midway Holding, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	29%	31%	36%	27%	27%	27%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	17%	12%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / KSV	12%	17%	13%	13%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	29%	41%	32%	24%	24%	24%
Rörelsekapital / totala intäkter	31%	23%	26%	22%	23%	23%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,3x	1,1x	1,3x	1,3x	1,2x

Källa: Midway Holding, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	30	72	384	380	452	443
Soliditet	70%	55%	42%	46%	50%	52%
Nettoskultsättningsgrad	0,1x	0,1x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
Nettoskuld / EBITDA	0,4x	0,5x	2,1x	1,8x	1,9x	1,8x

Källa: Midway Holding, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,04	2,13	2,60	3,12	3,47	3,84
EPS, justerad	-0,04	2,13	2,60	3,12	3,47	3,84
FCF per aktie	2,28	-0,14	-5,00	4,38	2,23	2,54
Utdelning per aktie	0,00	0,75	0,80	1,00	1,10	1,20
Eget kapital per aktie	17,2	19,7	22,3	24,6	27,0	29,8
Antal aktier vid årets slut, m	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3

Källa: Midway Holding, EPB

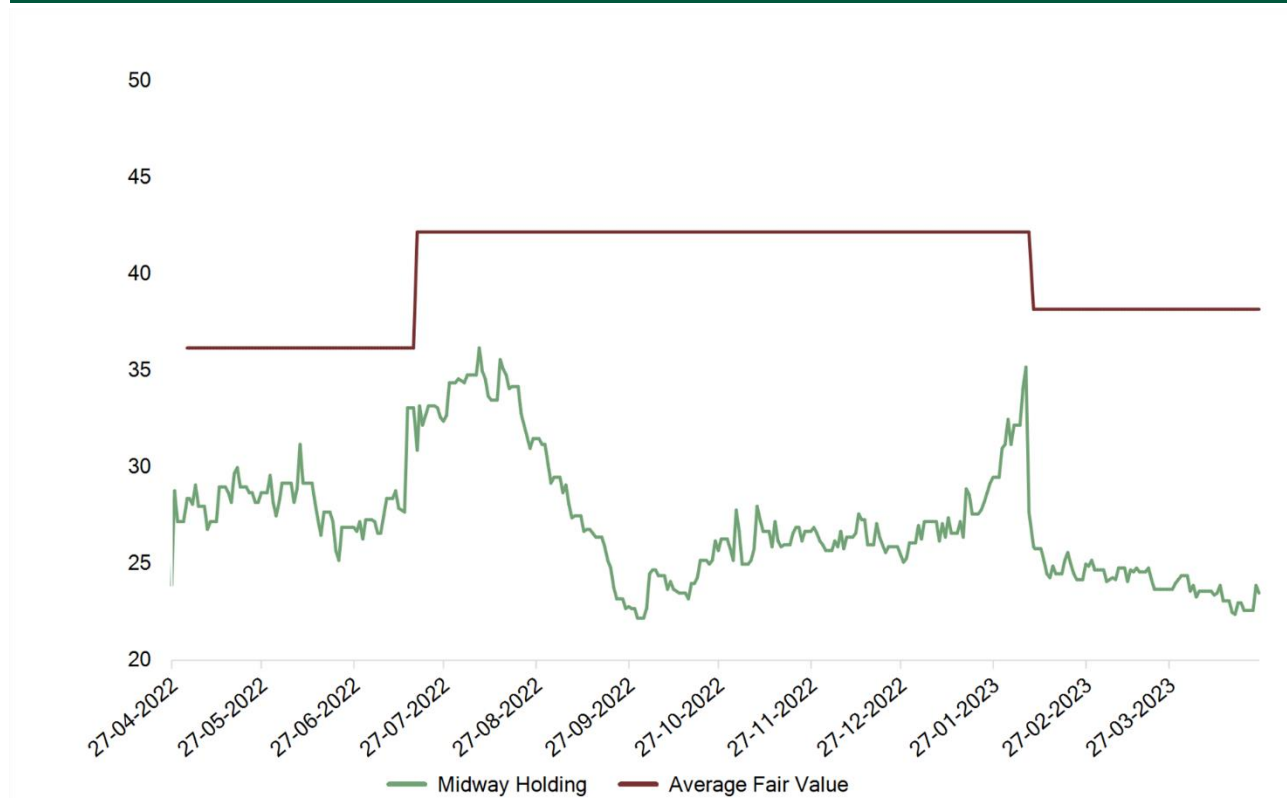
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	11,1x	10,0x	7,5x	6,7x	6,1x
P/EK	1,0x	1,2x	1,2x	0,9x	0,9x	0,8x
P/FCF	7,6x	Neg.	Neg.	5,3x	10,5x	9,2x
FCF-yield	13%	Neg.	Neg.	19%	10%	11%
Direktavkastning	0,0%	3,2%	3,1%	4,3%	4,7%	5,2%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	35,3%	30,8%	32,1%	31,7%	31,2%
EV/Sales	0,9x	0,8x	0,9x	0,7x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	6,6x	5,3x	6,1x	4,6x	4,3x	4,0x
EV/EBIT, justerad	29,8x	10,3x	10,7x	7,7x	7,0x	6,4x
EV	501	714	1 092	988	988	988
Aktiekurs	17,3	23,5	25,9	23,3	23,3	23,3

Källa: Midway Holding, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Midway Holding (MIDWB 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 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