



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 01 maj 2023

Arcoma

Förlänger trend av stark tillväxt

Indikerar återkomst till pre-pandeminivåer

Arcoma förlänger trenden med ett tredje kvartal av intäkstillväxt som överskrider 30%. Nettoomsättningen i första kvartalet växte 55% y/y, drivet av hög aktivitet på bred front. Arcoma nämner att marknaden är tillbaka till nivåer för pandemin, och nämner god aktivitet relaterat till pågående affärsdiskussioner, vilket vi anser är en god indikator för kommande kvartal. Samtidigt är systemleveransen i kvartalet präglad av affärer som offererades under pandemin. Detta har i vår bedömning präglat marginalen på affärerna, och bidragit till att bruttomarginalen kraftigt pressades i Q1 y/y. Marginalerna pressas även av andra faktorer såsom produkt- och geografisk mix, med bl.a. en USA-marknad som var något under bolagets egna förväntningar. Totala intäkter om 37,9 mkr överskred vårt estimat om 33 mkr.

Positiva punkterna bör understrykas

Vi anser att fokus bör ligga på de positiva aspekterna av rapporten. Dessa inkluderar en återkomst i marknaden till nivåer före pandemin samt nya produktanseringar som tagits emot väl. Utöver det betonar Arcoma i kommunikationen att man framöver fokuserar på uppdaterad prissättning, samt fortsätter det tidigare uttalade målet om fokus på marginalen i affärerna. Marginalpressen i kvartalet var dock något större än vad vi räknat med, och bolagets EBIT om -1,9 mkr var under vårt estimat om 1,7 mkr. Den största bidragande faktorn till avvikelsen var bruttomarginalen om 33% (47%). Jämförelsekvartalet var dock ovanligt starkt och bruttomarginalen för den rullande tolv månadersperioden var 37%.

Små justeringar av kostnadsbasen

Vi bedömer att kvartalet hade både positiva och negativa aspekter, men anser att en normaliserad marknad underbygger våra omsättningsestimat för 2023 och ser positivt på de nya produktanseringarna. Vi justerar ned vårt motiverade värde till 12-13 kr per aktie (13-14 kr) drivet av våra justeringar av EBIT-prognoserna.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	12 - 13 kr												
Totala intäkter	3,2%	3,3%	3,4%	Totala intäkter	130	156	172	185	Aktiekurs	8,3 kr												
EBITDA, just.	-32,5%	-1,7%	-2,0%	Tillväxt	10%	20%	10%	8%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	-65,4%	-2,3%	-3,0%	EBITDA, just.	10	11	19	21	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	3	4	11	14														
Q2 - rapport	17 augusti 2023			EPS, just.	0,1	0,2	0,7	0,8														
Q3 - rapport	26 oktober 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	48%	>100%	21%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	3,5	3,7	4,6	5,6														
Antal aktier	13m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	109			EBIT-marginal	2,5%	2,7%	6,8%	7,6%														
Nettoskuld	1			ROE, just.	3,8%	5,3%	16,5%	16,2%														
EV	109			ROCE, just.	6,0%	7,9%	20,6%	20,4%														
Free float	36%			EV/Sales	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x														
Daglig handelsvolym, snitt	11k			EV/EBITDA	10,1x	10,0x	5,8x	5,2x														
Bloomberg Ticker	ARCOMA SS EQUITY			EV/EBIT	31,5x	27,0x	9,5x	7,9x														
Analytiker				P/E, just.	59,8x	43,8x	12,2x	10,1x	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Hjalmar Jernstrom				P/EK	2,2x	2,2x	1,8x	1,5x														
hjalmar.jernstrom@penser.se				FCF yield	-	-	10%	12%														
				Nettoskuld/EBITDA	-0,3x	0,1x	-0,5x	-1,1x														

Investment case

Arcomas produkterbjudande omfattar tekniskt avancerade och användarvänliga system inom konventionell digital röntgen. Genom att erbjuda premiumsystem via distributörer och namnkunniga OEM- och samarbetspartners, bedömer vi att Arcoma är positionerat för att växa och ta marknadsandelar. Arcoma har idag avtal med Canon USA, Konica Minolta och Canon Medical Systems Europe, som omfattar bland annat distribution och återförsäljning. Givet hur de här bolagen är positionerade i marknaden, anser vi att avtalen är attraktiva.

Vi bedömer att Arcomas verksamhet präglas av hög skalbarhet, och att större marknadsandelar och ökad försäljning kommer ha stark inverkan på lönsamhet och kassaflöden. Utöver detta bedömer vi att branschen präglas av höga inträdesbarriärer relaterade till forskning och utveckling samt regelefterlevnad.

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. Arcomas system erbjuder olika kombinationer av detektorer, generatorer, programvara och positioneringssystem och den senaste digitala bildtekniken. Ergonomisk design kombinerat med rörliga positioneringssystem gör att produkterna är användarvänliga, vilket tillsammans med teknikhöjden utgör delar av produktdifferentieringen. Försäljningen sker globalt i mer än 30 länder. 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

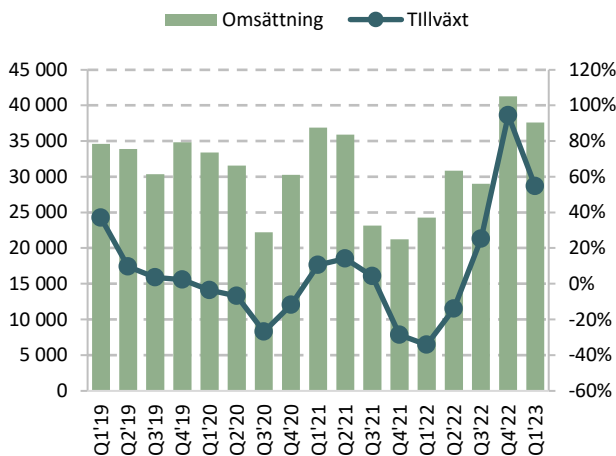
Arcoma värderas till en rabatt mot sektorkollegor för 2023, men uppvisar samtidigt tillväxt i både intäkter och rörelseresultat som är överlägset i jämförelsegruppen. Förklaringen till avvikelsen ligger i att jämförelsebolagen är mycket större, mer mogna och har i snitt en högre rörelsemarginal. Vår 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.

Kvartalet i detalj

Arcoma redovisar omsättning om 37,6 mkr (24,3 mkr) för Q1. Totala intäkter om 37,9 mkr överskred våra estimat om 33 mkr. Europa är en stark drivare av tillväxten i kvartalet, samtidigt som Arcoma kommenterar att den amerikanska marknaden var under förväntningarna för Q1. EBITDA var -0,2 mkr (0,6 mkr) och EBIT -1,9 mkr (-1 mkr). Bolaget fortsätter se en något pressad bruttomarginal i kombination med hög tillväxt, vilket vi bedömer präglas av de delar av orderboken som uppstod under pandemiåren. Vi anser att effekten från dessa ordrar är att betrakta som icke återkommande, och att marginalen på sikt kan normaliseras till pre-pandemi-nivåer. Bruttomarginalen för rullande tolv månadersperioden var 37% och bruttomarginalen för perioden 2018–2019 var 39%.

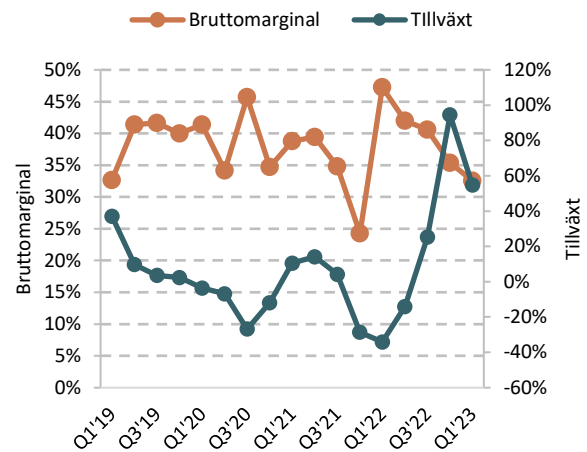
I kvartalet tillträder Mattias Leire som VD. Mattias har bakgrund från McKinsey och senast Atos Medical, där han bl.a. haft VD-roll i dotterbolag. Arcoma lanserar även livekamera i Q1, en produkt som ger översikt över patienten via röntgensystemet. Bolaget lanserar även en avancerad fjärrkontroll som underlättar positioneringen av röntgensystemet och ytterligare minskar behovet av kroppsarbete. Under kvartalet fick Arcoma sin första order som inkluderade tillvalen. Sammantaget anser vi att Q1 hade blandade punkter. Vi anser att fokus bör ligga på den underliggande marknaden, som indikerar en återhämtning under Q1. Fokus bör också ligga på framgångsrika produktlanseringen, samt arbetet med prissättningen framöver.

Diagram 1: Omsättning (tkr) och marginal (%)



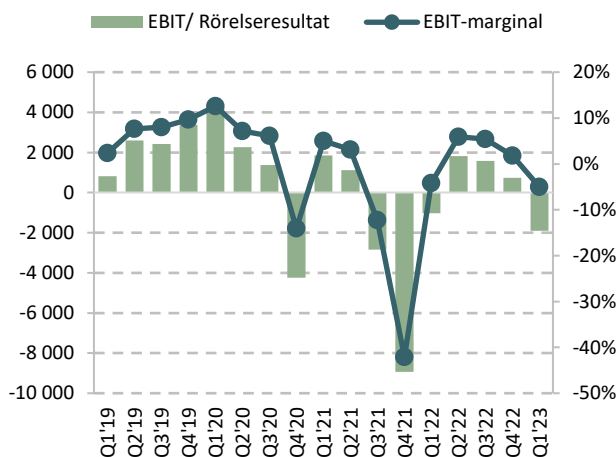
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: Bruttomarginal och tillväxt (%)



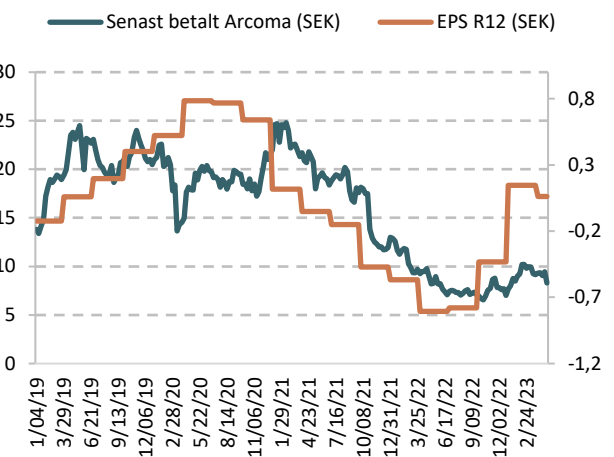
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 3 EBIT (tkr) och marginal (%)



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 4: EPS och aktiekurs (SEK)



Källa: Factset

Estimatjusteringar och värdering

Estimatjusteringar

Efter kvartalet höjer vi våra helårsprognoser för omsättningen för att reflektera starkare försäljning än väntat i Q1. Vi bedömer att orderboken från pandemin kan fortsätta ge viss inverkan på bruttomarginalen i Q2, men att vi gradvis kommer se en mer normal bruttomarginal mot slutet av året och för helåret räknar vi med 36%. Vår omsättningsprognos för 2023 är 152 mkr, vilket kan jämföras med pre-pandemiåret 2019 där omsättningen uppgick till 133 mkr. Förändringen mellan perioderna har även ett betydande inslag av valutakurser. Vi justerar våra kostnadsprognoser något och räknar med ett rörelseresultat om 4,0 mkr för 2023. Vi räknar sedan med en normalisering av bruttomarginalen för helåret 2024, vilket kraftigt stärker rörelseresultatet. Vi höjer även våra prognoser för räntekostnaderna något för 2023-25, vilket gör att vi sänker EPS-prognoserna med 2% respektive 3% för 2024 och 2025.

Värdering

Vi värderar Arcoma med en DCF-modell och en multipelbaserad ansats. Vår multipelvärdering indikerar ett motiverat värde om 10 kr per aktie, och DCF-modellen ett värde om 13 kr per aktie. Vi ser sammantaget ett motiverat värde om 12-13 kr per aktie (13-14 kr per aktie).

Multipelvärdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Vi värderar Arcoma med en multipelansats som kompletteras med en DCF-modell. Nedan sammanfattas vår multipelbaserade ansats. Vi applicerar EV/EBIT om 11x (10x) för 2024e. Den högre multipeln kommer av något högre sektorvärderingar. Vår multipelansats ger ett motiverat värde om 10 kr per aktie. Nedan sammanfattas även en känslighetsanalys för andra antaganden kring multipel för 2024e.

Tabell 1: Multipelvärdering

Värdering		Känslighetsanalys					
		EV/EBIT (x) 2024e					
EBIT 2024e	12						
Målmultipel 2024x	11	8	9	10	11	12	
Bolagsvärde	135	Motiverat värde (SEK)					
Kassa	5		7	8	9	10	11
Räntebärande skulder	6						
Motiverat värde	133						
Motiverat värde per aktie (kr)	10						

Källa: EPB

DCF-modell

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 13 kr per aktie. Vi applicerar en WACC om 14%.

Tabell 2: DCF-värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	95	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	1,0%
Nuvärdet av terminalvärde	73	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	169	Small cap-premie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	1	Extra riskpremium	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	19,0%
Eget kapital	167			Skattesats	20,4%
Antal utstående aktier, full utspädning	13				
Eget kapital per aktie	13				

Källa: EPB

Tabell 3: Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
WACC	13,0%	13,4	13,8	14,2	14,6	15,1	WACC	13,0%	10,6	12,4	14,2	16,0	17,8
	13,5%	12,7	13,0	13,4	13,8	14,2		13,5%	10,0	11,7	13,4	15,1	16,8
	14,0%	12,0	12,3	12,7	13,0	13,4		14,0%	9,5	11,1	12,7	14,3	15,9
	14,5%	11,4	11,7	12,0	12,3	12,7		14,5%	9,0	10,5	12,0	13,5	15,0
	15,0%	10,9	11,1	11,4	11,7	12,0		15,0%	8,6	10,0	11,4	12,8	14,2

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	92	119	134	117	117	125	152	168	182
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	1	4	4	4	4
Totala intäkter	92	120	134	118	118	130	156	172	185
Kostnad sålda varor	-55	-73	-82	-72	-75	-75	-97	-101	-108
Bruttoresultat	37	47	52	46	42	55	59	71	77
Försäljningskostnader	-26	-25	-22	-19	-24	-26	-28	-29	-31
Övriga rörelsekostnader	-15	-16	-17	-20	-22	-20	-20	-23	-25
EBITDA	-4	5	13	7	-3	10	11	19	21
EBITDA, justerad	-4	5	13	7	-3	10	11	19	21
EBITA, justerad	-4	5	13	7	-3	9	11	19	21
Amortering	-5	-4	-2	-2	-5	-5	-5	-7	-7
EBIT	-10	0	9	4	-9	3	4	11	14
EBIT, justerad	-10	0	9	4	-9	3	4	11	14
Finansnetto	-1	-1	0	-2	0	-1	-1	0	0
Resultat före skatt	-11	-1	9	2	-9	2	3	11	14
Resultat före skatt, justerad	-11	-1	9	2	-9	2	3	11	14
Total skatt	1	-1	-2	0	1	0	-1	-2	-3
Nettoresultat	-10	-2	7	1	-7	2	3	9	11
Nettoresultat, justerad	-10	-2	7	1	-7	2	3	9	11
Intäktsstillväxt	-	30%	12%	-12%	0%	10%	20%	10%	8%
Bruttomarginal	40,1%	39,2%	39,1%	39,0%	36,3%	44,1%	38,9%	42,3%	42,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	6,8%	3,0%	Neg.	2,5%	2,7%	6,8%	7,6%
EPS, justerad	-0,89	-0,13	0,52	0,11	-0,58	0,13	0,19	0,68	0,82
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-80%	N.m.	N.m.	48%	>100%	21%

Källa: Arcoma, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-10	0	9	4	-9	3	4	11	14
Övriga kassaflödesposter	6	5	2	3	5	5	6	7	7
Förändringar i rörelsekapital	-5	-4	0	0	1	-8	-8	-2	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-9	0	11	7	-2	0	2	17	19
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-1	-11	-11	-3	-4	-5	-5	-5
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-3	-1	-11	-12	-4	-4	-5	-6	-6
Fritt kassaflöde	-12	-1	0	-5	-6	-4	-4	11	13
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	-6	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	11	4	-6	11	2	10	-6	0	0
Kassaflöde	-1	3	-6	6	-4	5	-9	11	13
Nettoskuld	-3	-4	-1	-5	2	-3	1	-10	-23

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	19
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	32	30	29
Varulager	15	20	23	24	20	28	29	32	35
Kundfordringar	17	22	25	23	16	25	19	21	23
Övriga omsättningstillgångar	3	4	4	3	3	4	3	3	4
Likvida medel och kortfristiga placeringar	4	8	2	9	5	10	0	11	24
Summa omsättningstillgångar	40	53	55	58	43	67	51	68	85
SUMMA TILLGÅNGAR	68	76	83	95	79	100	83	98	114
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	41	39	45	50	44	46	49	60	74
Summa eget kapital	41	39	45	50	44	46	49	60	74
Långfristiga räntebärande skulder	1	1	0	3	2	4	-2	-2	-2
Övriga långfristiga skulder	-	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	1	2	0	3	2	4	-1	-1	-1
Kortfristiga räntebärande skulder	1	3	1	1	5	3	3	3	3
Leverantörsskulder	11	17	18	18	12	23	14	15	16
Övriga kortfristiga skulder	14	16	19	23	16	24	19	21	23
Summa kortfristiga skulder	26	36	38	43	33	50	35	39	42
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	68	76	83	95	79	100	83	97	114

Källa: Arcoma, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	30%	12%	-12%	0%	10%	20%	10%	8%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-48%	N.m.	N.m.	13%	72%	13%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-61%	N.m.	N.m.	29%	>100%	21%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-80%	N.m.	N.m.	48%	>100%	21%
Bruttomarginal	40,1%	39,2%	39,1%	39,0%	36,3%	44,1%	38,9%	42,3%	42,3%
EBITDA-marginal	Neg.	4,3%	9,8%	5,8%	Neg.	7,8%	7,2%	11,2%	11,7%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	4,3%	9,8%	5,8%	Neg.	7,8%	7,2%	11,2%	11,7%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	6,8%	3,0%	Neg.	2,5%	2,7%	6,8%	7,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	6,8%	3,0%	Neg.	2,5%	2,7%	6,8%	7,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	4,9%	1,1%	Neg.	1,3%	1,6%	5,3%	6,0%

Källa: Arcoma, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	16%	3%	Neg.	4%	5%	16%	16%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	20%	7%	Neg.	6%	8%	21%	20%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	23%	8%	Neg.	7%	9%	23%	28%

Källa: Arcoma, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	17%	17%	17%	21%	17%	22%	19%	19%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	18%	18%	19%	19%	13%	19%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / KSV	20%	23%	22%	25%	16%	31%	14%	15%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	27%	31%	31%	39%	27%	42%	24%	25%	25%
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	3,1x	2,8x	2,5x

Källa: Arcoma, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-3	-4	-1	-5	2	-3	1	-10	-23
Soliditet	60%	51%	54%	52%	56%	46%	59%	62%	65%
Nettoskultsättningsgrad	-0,1x	-0,1x	0,0x	-0,1x	0,0x	-0,1x	0,0x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	0,7x	-0,8x	-0,1x	-0,7x	-0,7x	-0,3x	0,1x	-0,5x	-1,1x

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	0,19	0,68	0,82
EPS, justerad	-0,89	-0,13	0,52	0,11	-0,58	0,13	0,19	0,68	0,82
FCF per aktie	-1,09	-0,07	0,00	-0,38	-0,47	-0,33	-0,27	0,84	1,00
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,50	3,09	3,57	3,87	3,37	3,48	3,72	4,56	5,59
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	43,8x	12,2x	10,1x
P/EK	2,1x	4,4x	5,5x	5,7x	3,9x	2,2x	2,2x	1,8x	1,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,9x	8,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%	12%
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	0,7x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	32,7x	19,0x	40,7x	Neg.	10,1x	10,0x	5,8x	5,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	27,4x	79,1x	Neg.	31,5x	27,0x	9,5x	7,9x
EV	85	169	249	277	171	98	109	109	109
Aktiekurs	7,5	13,7	19,8	22,0	13,0	7,7	8,3	8,3	8,3

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 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 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