



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Handelsbolag & Distribution | Sverige | 19 maj 2023

Bergman & Beving

Fortsatt stadig marginalexpansion

Fortsätter fasa ut olönsamma produkter...

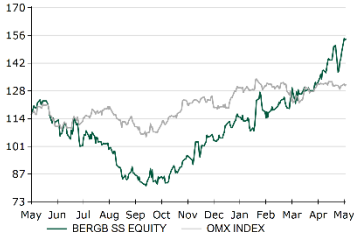
Med fortsatt utfasning av olönsamma produkter och lägre vårordrar för ESSVE samt fortsatt lagerreduktion hos kunder var den organiska tillväxten -6% i Q4. Efterfrågan var dock fortsatt stabil. Vi bedömer att utfasningen av olönsamma produkter åtminstone kommer fortsätta under detta kalenderår. Det finns tecken på att kundernas lagernivåer börjar fasa ut.

...vilket tillsammans med gjorda förvärv driver marginalen

B&B adderade sex bolag och ca 380 mkr förra året. Samtliga bolag hade väsentligt högre marginaler än snittet i koncernen, vilket tillsammans med utfasningen av olönsamma produkter och prishöjningar drev marginalen. För helåret expanderade marginalen med 80 punkter till 8,0% medan den expanderade 110 punkter i kvartalet – till 8,4%. Det finns fortfarande dotterbolag som är olönsamma som inte uppfyller de finansiella målen och med fortsatta utfasningar och fortsatta förvärv av bolag med högre marginaler ser vi ytterligare marginalpotential.

I stort oförändrad EBITA, men högre motiverat värde då peer-multiplar har expanderat

Accelererad förvärvstakt och fortsatt stadig marginalexpansion i kombination med att förvärvsbolagsuniverset har sett multiplexpansion gör att vi höjer våra målmultiplar något (P/E från 14x till 16x och EV/EBITA från 13x till 14x), vilket gör att vi höjer vårt motiverade värde till 152-154 kr (132-134 kr). Våra EBIT-estimat är i stort oförändrade medan högre räntekostnad tynger EPS. B&B värderas fortsatt långt under övriga förvärvsbolag, trots att det är där bolaget har sin bakgrund. Vi bedömer att i takt med att de fortsätter leverera på sin strategi och i takt med att de fortsätter accelerera sin förvärvsagenda kommer gapet att minska.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	24e	25e	26e		22/23	23/24e	24/25e	25/26e	Motiverat värde	152 - 154 kr												
Totala intäkter	-0,7%	-0,7%	-0,7%	Totala intäkter	4 749	4 890	5 037	5 188	Aktiekurs	154 kr												
EBIT, just.	-0,7%	1,1%	1,0%	Tillväxt	4%	3%	3%	3%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	-11,9%	-8,4%	-7,6%	EBITDA, just.	571	594	627	654	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	339	369	399	421														
Q1 - rapport	14 juli 2023			EPS, just.	7,8	7,8	8,9	9,7														
Q2 - rapport	19 oktober 2023			EPS-tillväxt, just.	4%	1%	13%	9%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	84,3	88,6	93,5	98,9														
Antal aktier	27m			Utdelning per aktie	3,6	4,0	4,5	5,0	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><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></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Börsvärde	4 103			EBIT-marginal	7,1%	7,6%	7,9%	8,1%														
Nettoskuld	2 017			ROE, just.	9,9%	9,1%	9,7%	10,1%														
EV	6 186			ROCE, just.	8,1%	8,4%	9,1%	9,7%														
Free float	83%			EV/Sales	1,3x	1,3x	1,2x	1,2x														
Daglig handelsvolym, snitt	51k			EV/EBITDA	10,8x	10,4x	9,9x	9,5x														
Bloomberg Ticker	BERGB SS EQUITY			EV/EBIT	18,2x	16,7x	15,5x	14,7x														
Analytiker				P/E, just.	19,8x	19,7x	17,4x	15,9x														
Markus Almerud				P/EK	1,8x	1,7x	1,7x	1,6x														
markus.almerud@penser.se				Direktavkastning	2,3%	2,6%	2,9%	3,2%														
				FCF yield	7%	9%	9%	10%														
				Nettoskuld/EBITDA	3,5x	3,2x	2,7x	2,4x														

Investment case

Efter att ha bytt strategi i början av 2000-talet med centralisering och integrering framåt i värdekedjan gjorde Bergman & Beving (B&B) en helomvändning 2017, decentraliserade verksamheten och sålde av återförsäljarledet som de hade förvärvat under det senaste 10-15 åren. Efter att ha fokuserat på att vända resultatet under ett par år bytte man ledning och även om förvärv alltid har varit en central del är det nu dags att accelerera förvärvsresan. Målet är att fördubbla vinsten till 2025/26 och för att nå dit så tror vi att mellan hälften och två tredjedelar av tillväxten behöver komma från förvärv. Skulle man exekvera på detta kommer profilen bli likartad de serieförvärvare där bolaget har sina rötter och vi tror att detta skulle leda till en omvärdering av bolaget.

Bolagsprofil

B&B har som affärsidé att förvärva och utveckla ledande företag med produkter och varumärken till expansiva nischer inom industri och bygg. Affärsmodellen är decentraliserad och koncernen är uppdelad på tre affärsområden: Building Materials som fokuserar på byggmaterial, Workplace Safety som fokuserar på personlig skyddsutrustning och Tools & Consumables som fokuserar på verktyg, maskiner och förnödenheter. B&B rapporterade 4,7 mdkr i omsättning 2022/23 och har ca 1 350 anställda.

Värdering

Vi har använt målmultiplar för att värdera bolaget. Med målet att fördubbla vinsten till 2025/26 applicerar vi multiplarna vid denna tidpunkt, varefter vi nuvärdesberäknar värdena. M&A är en central del av investment-caset och då bolaget har återgått till sina ursprungliga värden med decentralisering och förvärv i centrum är de i början av en fas där de kommer intensifiera förvärvsresan. Profilmässigt kommer detta att föra dem närmare serieförvärvare såsom Addtech, Indutrade och Lagercrantz. Vi väljer målmultiplar som ligger lägre än de mogna serieförvärvarna eftersom man fortfarande behöver bevisa sig och använder oss av P/E 16x och EV/EBITA 14x. Värderingen är sedan underbyggd med en DCF-analys med WACC 8%, långsiktig marginal på 10% och långsiktig tillväxt på 3%.

Motiverat värde

152-154 kr

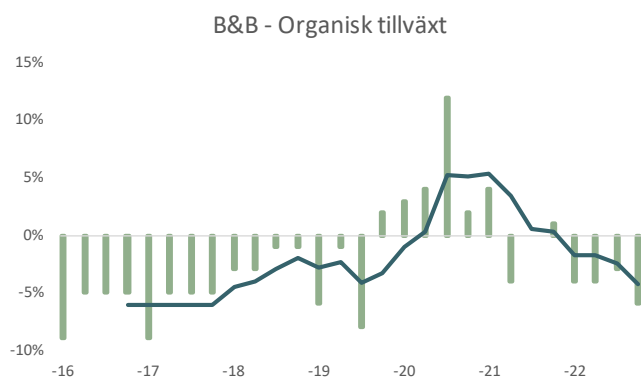
Kvartalet i korthet

Efterfrågan för Bergman & Beving (B&B) är fortsatt stabil trots hög inflation, en fortsatt svag krona och osäkerhet inom bygg och industrisektorerna. B&B fortsätter att undvika olönsamma volymaffärer som inte har en tillfredställande lönsamhet, vilket tillsammans med lägre vårordrar för ESSVE samt fortsatt lagerreduktion i värdekedjan ledde till att den organiska tillväxten kom in på -6% (Diagram 1). Vi bedömer att utfasningen av olönsamma produkter fortsätter under kalenderåret 2023.

B&B slutförde sex förvärv under räkenskapsåret vilka adderade årsomsättning om ca 380 mkr. Samtliga har marginaler klart över genomsnittet i koncernen och hjälper därmed till att driva marginalen. Efter räkenskapsårets slut har ytterligare ett förvärv genomförts. Med tanke på att ett antal dialoger som pausades i höstas på grund av oron för var konjunkturen var på väg återupptogs tidigare i år, skulle vi inte utesluta en acceleration av antalet förvärv framöver.

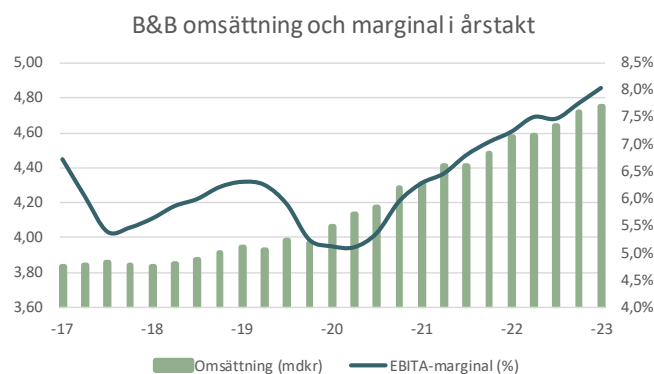
Med fortsatt utfasning av olönsamma produkter och förvärv med högre marginal fortsatte marginalen att expandera i kvartalet (Diagram 2). Det finns mer att göra i dotterbolagen och förvärven kommer fortsätta driva marginalen framöver.

Diagram 1: Organisk tillväxt fortsatt negativ...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...men marginalen fortsätter expandera

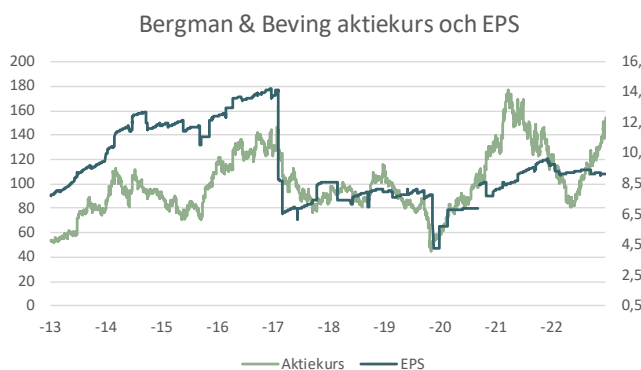


Källa: Bolaget, EPB

Värdering

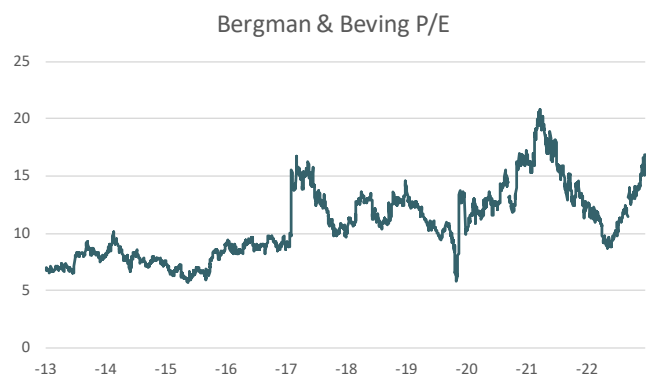
Aktien har tydligt återhämtat sig från botten. Vinsttrenden har inte vänt upp – det är multipelexpansion som har drivit kursen. P/E ligger fortsatt klart under serieförvärvarna och vi bedömer att aktien kan se en omvärdering mot förvärvsbolagen i takt med att tillskottet från förvärv accelererar kommande år.

Diagram 3: Vinsttrenden har ännu inte vänt upp...



Källa: Factset, EPB

Diagram 4: ...vilket innebär att multiplarna har expanderat mot övriga förvärvsbolag



Källa: Factset, EPB

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 845	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	2 253	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	10,0%
Företagsvärde (EV)	5 099	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	2 017	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	10,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	30,9%
Eget kapital	3 082			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	27				
Eget kapital per aktie	116				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%
WACC	8,0%	160	172	186	204	225	WACC	8,0%	144	165	186	208	229
	9,0%	128	136	146	156	169		9,0%	112	129	146	162	179
	10,0%	104	110	116	123	132		10,0%	89	103	116	130	144
	11,0%	86	90	94	99	105		11,0%	71	83	94	105	117
	12,0%	71	73	77	80	84		12,0%	57	67	77	86	96

Källa: EPB

Resultaträkning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoomsättning	3 833	3 945	4 060	4 311	4 575	4 749	4 890	5 037	5 188
Totala intäkter	3 833	3 945	4 060	4 311	4 575	4 749	4 890	5 037	5 188
Kostnad sålda varor	-2 196	-2 280	-2 388	-2 573	-2 625	-2 627	-2 705	-2 786	-2 870
Bruttoresultat	1 640	1 676	1 699	1 753	1 961	2 166	2 231	2 297	2 366
Övriga rörelsekostnader	-1 401	-1 409	-1 346	-1 327	-1 458	-1 595	-1 636	-1 670	-1 712
EBITDA	241	267	353	426	503	571	594	627	654
Jämförelsestörande poster	2	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	239	267	353	426	503	571	594	627	654
Avskrivningar	-17	-18	-143	-154	-172	-189	-177	-181	-185
EBITA, justerad	222	249	210	272	331	382	417	447	469
Amortering	-8	-13	-20	-24	-33	-43	-48	-48	-48
EBIT	216	236	190	248	298	339	369	399	421
EBIT, justerad	214	236	190	248	298	339	369	399	421
Finansnetto	-24	-20	-34	-35	-39	-68	-93	-86	-80
Resultat före skatt	192	216	156	213	259	271	276	312	342
Resultat före skatt, justerad	190	216	156	213	259	271	276	312	342
Total skatt	-34	-47	-39	-46	-57	-57	-61	-69	-75
Minoritetsintressen	0	0	0	-2	-2	-7	-7	-8	-9
Nettoresultat	158	169	117	165	200	207	208	236	258
Nettoresultat, justerad	156	169	117	165	200	207	208	236	258
Intäkstillväxt	-	3%	3%	6%	6%	4%	3%	3%	3%
Bruttomarginal	42,8%	42,5%	41,8%	40,7%	42,9%	45,6%	45,6%	45,6%	45,6%
EBIT-marginal, justerad	5,6%	6,0%	4,7%	5,8%	6,5%	7,1%	7,6%	7,9%	8,1%
EPS, justerad	5,61	6,26	4,35	6,20	7,49	7,79	7,83	8,86	9,69
EPS-tillväxt, justerad	-	12%	-30%	42%	21%	4%	1%	13%	9%

Källa: Bergman & Beving, EPB

Kassaflödesanalys

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EBIT	216	236	190	248	298	339	369	399	421
Övriga kassaflödesposter	-91	24	135	145	106	50	78	82	86
Förändringar i rörelsekapital	10	-2	-103	-10	-179	-56	-41	-43	-44
Kassaflöde från den operationella verksamheten	135	258	222	383	225	333	406	438	464
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-80	-122	-71	-51	-45	-52	-53	-54
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	1	1	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	-80	-121	-70	-51	-45	-52	-53	-54
Fritt kassaflöde	135	178	101	313	174	288	354	385	410
Förvärv och avyttringar	0	-68	-207	-107	-137	-236	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	-23	-16	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	0	4	230	-59	91	71	-267	-265	-277
Utdelningar	0	-68	-81	-40	-90	-96	-106	-120	-133
Övriga poster	0	-30	-19	-32	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	-162	-100	-254	-136	-261	-374	-385	-410
Kassaflöde	135	16	1	59	38	27	-20	0	0
Nettoskuld	993	1 002	1 850	1 786	1 863	2 017	1 877	1 723	1 560

Källa: Bergman & Beving, EPB

Balansräkning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	1 430	1 472	1 570	1 609	1 667	1 815	1 815	1 815	1 815
Övriga immateriella tillgångar	139	209	385	425	468	604	535	465	396
Materiella anläggningstillgångar	88	99	102	102	126	140	145	149	154
Övriga anläggningstillgångar	83	82	547	486	430	480	480	480	480
Summa anläggningstillgångar	1 740	1 862	2 604	2 622	2 691	3 039	2 974	2 909	2 845
Varulager	879	942	1 077	1 129	1 233	1 360	1 401	1 443	1 486
Kundfordringar	790	834	855	950	1 042	969	998	1 028	1 059
Övriga omsättningstillgångar	157	127	131	101	147	161	163	165	167
Likvida medel och kortfristiga placeringar	67	85	90	139	182	220	200	200	200
Summa omsättningstillgångar	1 893	1 988	2 153	2 319	2 604	2 710	2 761	2 835	2 912
SUMMA TILLGÅNGAR	3 633	3 850	4 757	4 941	5 295	5 749	5 736	5 745	5 757
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	1 559	1 657	1 631	1 701	1 915	2 181	2 290	2 414	2 548
Minoritetsintressen	0	0	12	14	17	59	66	74	83
Summa eget kapital	1 559	1 657	1 643	1 715	1 932	2 240	2 356	2 488	2 630
Långfristiga räntebärande skulder	753	821	1 206	1 258	1 395	1 555	1 395	1 241	1 078
Långfristiga leasingsskulder	0	0	351	289	243	297	297	297	297
Övriga långfristiga skulder	115	120	170	136	137	207	207	207	207
Summa långfristiga skulder	868	941	1 727	1 683	1 775	2 059	1 899	1 745	1 582
Kortfristiga räntebärande skulder	307	266	274	270	284	245	245	245	245
Leverantörsskulder	497	580	583	609	584	487	502	517	532
Kortfristiga leasingsskulder	0	0	109	108	123	140	140	140	140
Övriga kortfristiga skulder	402	406	421	556	597	578	594	610	627
Summa kortfristiga skulder	1 206	1 252	1 387	1 543	1 588	1 450	1 480	1 512	1 544
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 633	3 850	4 757	4 941	5 295	5 749	5 736	5 745	5 757

Källa: Bergman & Beving, EPB

Tillväxt och marginaler

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Intäkstillväxt	-	3%	3%	6%	6%	4%	3%	3%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	12%	32%	21%	18%	14%	4%	6%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	10%	-19%	31%	20%	14%	9%	8%	6%
EPS-tillväxt, justerad	-	12%	-30%	42%	21%	4%	1%	13%	9%
Bruttomarginal	42,8%	42,5%	41,8%	40,7%	42,9%	45,6%	45,6%	45,6%	45,6%
EBITDA-marginal	6,3%	6,8%	8,7%	9,9%	11,0%	12,0%	12,2%	12,5%	12,6%
EBITDA-marginal, justerad	6,2%	6,8%	8,7%	9,9%	11,0%	12,0%	12,2%	12,5%	12,6%
EBIT-marginal	5,6%	6,0%	4,7%	5,8%	6,5%	7,1%	7,6%	7,9%	8,1%
EBIT-marginal, justerad	5,6%	6,0%	4,7%	5,8%	6,5%	7,1%	7,6%	7,9%	8,1%
Vinst-marginal, justerad	4,1%	4,3%	2,9%	3,8%	4,4%	4,4%	4,3%	4,7%	5,0%

Källa: Bergman & Beving, EPB

Avkastning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
ROE, justerad	Neg.	11%	7%	10%	11%	10%	9%	10%	10%
ROCE, justerad	Neg.	9%	6%	7%	8%	8%	8%	9%	10%
ROIC, justerad	Neg.	9%	6%	7%	8%	8%	9%	9%	10%

Källa: Bergman & Beving, EPB

Kapitaleffektivitet

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Varulager / totala intäkter	23%	24%	27%	26%	27%	29%	29%	29%	29%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	21%	21%	22%	23%	20%	20%	20%	20%
Leverantörsskulder / KSV	23%	25%	24%	24%	22%	19%	19%	19%	19%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	34%	34%	37%	40%	39%	34%	34%	34%	34%
Rörelsekapital / totala intäkter	24%	23%	26%	24%	27%	30%	30%	30%	30%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,4x	1,1x	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x	1,1x	1,2x

Källa: Bergman & Beving, EPB

Finansiell ställning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoskuld	993	1 002	1 850	1 786	1 863	2 017	1 877	1 723	1 560
Soliditet	43%	43%	35%	35%	36%	39%	41%	43%	46%
Nettoskuldsättningsgrad	0,6x	0,6x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x
Nettoskuld / EBITDA	4,1x	3,8x	5,2x	4,2x	3,7x	3,5x	3,2x	2,7x	2,4x

Källa: Bergman & Beving, EPB

Aktiedata

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EPS	5,68	6,26	4,35	6,20	7,49	7,79	7,83	8,86	9,69
EPS, justerad	5,61	6,26	4,35	6,20	7,49	7,79	7,83	8,86	9,69
FCF per aktie	4,85	6,59	3,76	11,8	6,52	10,8	13,3	14,5	15,4
Utdelning per aktie	2,50	3,00	1,50	3,00	3,40	3,60	4,00	4,50	5,00
Eget kapital per aktie	56,0	61,3	61,1	64,4	72,4	84,3	88,6	93,5	98,9
Antal aktier vid årets slut, m	27,8	27,0	26,9	26,6	26,7	26,6	26,6	26,6	26,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	27,8	27,0	26,9	26,6	26,7	26,6	26,6	26,6	26,6

Källa: Bergman & Beving, EPB

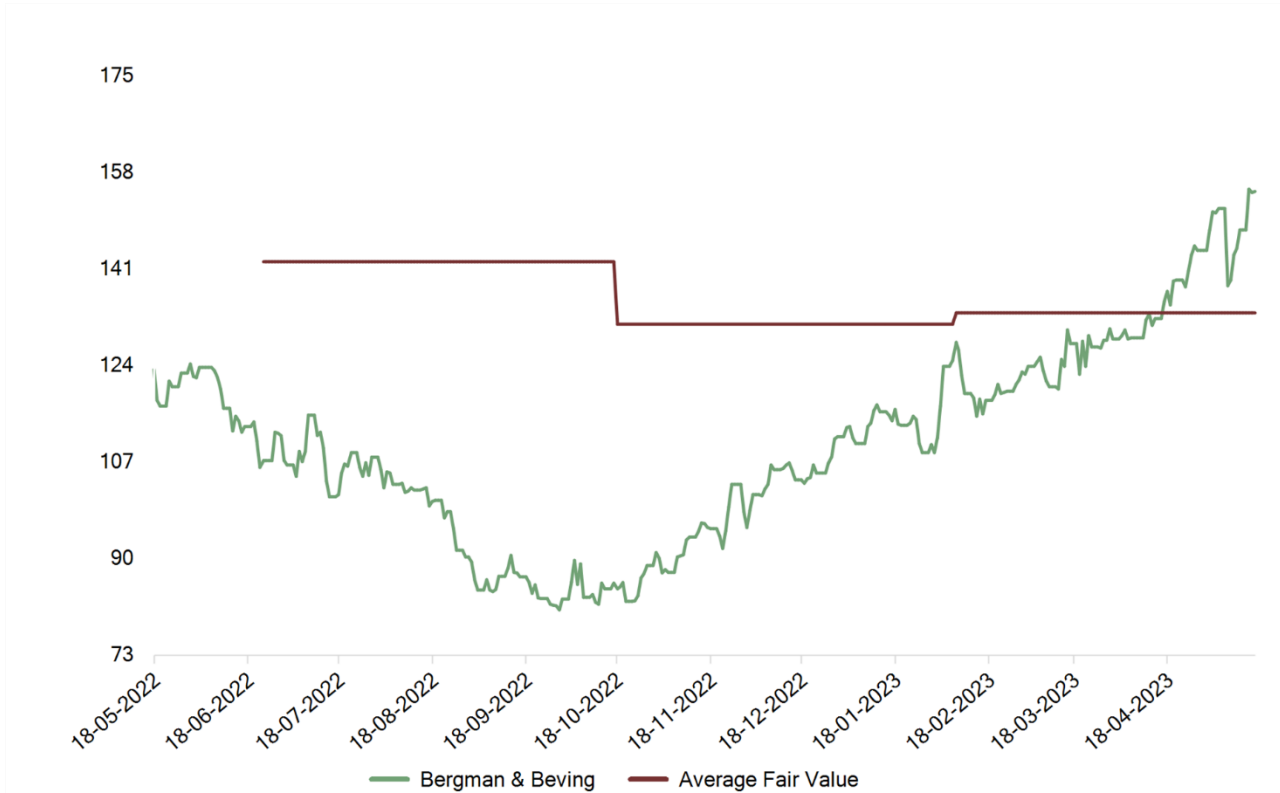
Värdering

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
P/E, justerad	15,1x	17,0x	11,6x	19,6x	18,9x	19,8x	19,7x	17,4x	15,9x
P/EK	1,5x	1,7x	0,8x	1,9x	2,0x	1,8x	1,7x	1,7x	1,6x
P/FCF	17,5x	16,2x	13,4x	10,3x	21,7x	14,3x	11,6x	10,7x	10,0x
FCF-yield	6%	6%	7%	10%	5%	7%	9%	9%	10%
Direktavkastning	3,0%	2,8%	3,0%	2,5%	2,4%	2,3%	2,6%	2,9%	3,2%
Utdelningsandel, justerad	44,6%	47,9%	34,5%	48,4%	45,4%	46,2%	51,1%	50,8%	51,6%
EV/Sales	0,9x	1,0x	0,8x	1,2x	1,2x	1,3x	1,3x	1,2x	1,2x
EV/EBITDA, justerad	13,7x	14,5x	9,1x	11,8x	11,2x	10,8x	10,4x	9,9x	9,5x
EV/EBIT, justerad	15,3x	16,4x	16,9x	20,2x	18,9x	18,2x	16,7x	15,5x	14,7x
EV	3 281	3 881	3 205	5 018	5 630	6 179	6 186	6 194	6 203
Aktiekurs	84,7	107	50,3	121	141	154	154	154	154

Källa: Bergman & Beving, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Bergman & Beving (BERGB 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 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