

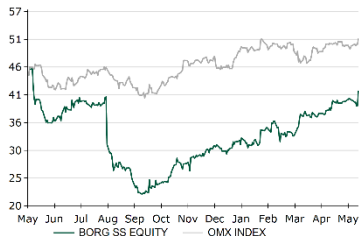
Penser Access | Kläder & Skor | Sverige | 22 maj 2023

Q1-siffror belyser flera positiva trender

Björn Borg redovisar ett starkt första kvartal för 2023. Vi anser att den organiska tillväxten (5% y/y), den valutajusterade bruttomarginalen (54,4% i kvartalet) samt den goda tillväxten inom sportkläder är attraktiva aspekter i kvartalet. Tillväxten i Q1 drevs bland annat av stark utveckling inom den egna e-handeln som växte 33% y/y, en utveckling som i sin tur drevs av god tillväxt inom sportkläder. Sportklädessegmentet växte 19% i kvartalet och utgjorde 23% av den totala försäljningen. E-tailers minskade dock med 14% y/y i kvartalet, drivet av utvecklingen i Tyskland som minskade 20%. Den samlade bedömningen är dock att tillväxten i Q1 är god, särskilt med tanke på att marknaden varit utmanande för många bolag i samma bransch.

Justerat för valutaeffekter var bruttomarginalen 54,4% i kvartalet (valutajusterat 52,7% i Q1'22). Den stärkta bruttomarginalen var ett resultat av bland annat arbetet med prissättning och reducerade rabattnivåer. Bolaget möter dock fortsatt motvind på valutafronten, samt motvind relaterat till bland annat insatsvaror och fraktkostnader, som pressar bruttomarginalen. Björn Borg hade en stark rörelsemarginal i kvartalet om 13%, som påvisar bolagets arbete med att reducera rörelsekostnaderna, som inleddes under pandemin. Samtidigt gör Björn Borg vissa reserveringar för osäkra kundfordringar, och utan dessa anser vi att kostnadsarbetet skulle vara ännu tydligare. Vi anser därmed att även om rörelsekostnaderna redan i dagsläget är på låga nivåer, kommer det bli ännu tydligare framöver.

Vi gör mindre justeringar av prognoserna för 2023e-2025e, primärt för 2023e. Vi ser ett nytt motiverat värde om 55–57 kr per aktie (53 – 55kr).

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	55 - 57 kr												
Totala intäkter	0,8%	0,6%	0,4%	Totala intäkter	861	881	931	987	Aktiekurs	41,7 kr												
EBITDA, just.	6,2%	0,4%	0,3%	Tillväxt	8%	2%	6%	6%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	7,3%	0,5%	0,3%	EBITDA, just.	108	156	169	178	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	73	122	141	154														
Q2 - rapport	18 augusti 2023			EPS, just.	2,0	3,9	4,5	4,9														
Q3 - rapport	17 november 2023			EPS-tillväxt, just.	-41%	93%	15%	9%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	12,9	14,8	17,3	20,3														
				Utdelning per aktie	2,0	2,0	2,0	2,0														
Antal aktier	25m			EBIT-marginal	8,7%	14,2%	15,5%	15,9%														
Börsvärde	1 047			ROE, just.	15,4%	28,2%	28,0%	26,2%														
Nettoskuld	96			ROCE, just.	16,9%	29,3%	30,3%	29,1%														
EV	1 143			EV/Sales	1,0x	1,3x	1,2x	1,2x	<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		✓																				
Free float	87%			EV/EBITDA	7,8x	7,3x	6,8x	6,4x														
Daglig handelsvolym, snitt	23k			EV/EBIT	11,5x	9,3x	8,1x	7,4x														
Bloomberg Ticker	BORG SS EQUITY			P/E, just.	15,2x	10,7x	9,2x	8,5x														
Analytiker				P/EK	2,4x	2,8x	2,4x	2,1x														
Hjalmar Jernström				Direktavkastning	6,5%	4,8%	4,8%	4,8%														
hjalmar.jernstrom@penser.se				FCF yield	7%	13%	12%	13%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,6x	-0,1x	-0,6x	-1,0x														

Investment case

Björn Borg är ett svenskt varumärkesbolag med försäljning inom underkläder, sportkläder, väskor, skor och glasögon. Underkläder har historiskt dominerat produktmixen, men bolagets erbjudande inom sportkläder har över längre tid växt avsevärt kraftigare än försäljningen av underkläder. Den goda tillväxten sammanfaller med att bolagets varumärke uppvisar högre igenkänning och starkare profil bland konsumenter. Vi bedömer att sportklädesmarginalen är hög relativt övriga segment, och att fortsatt expansion inom segmentet kan skapa en attraktiv produktmix och befästa lönsamheten över målet om 10%.

Värderingen är idag i linje med återförsäljare inom klädesbranschen och återspeglar i vår mening inte värdet av varumärket. Genom att fortsätta utveckla bland annat den egna e-handeln, och kontinuerligt driva sportklädesförsäljningen, anser vi att bolaget kan stärka marginalen och reducera värderingsrabatten mot liknande bolag.

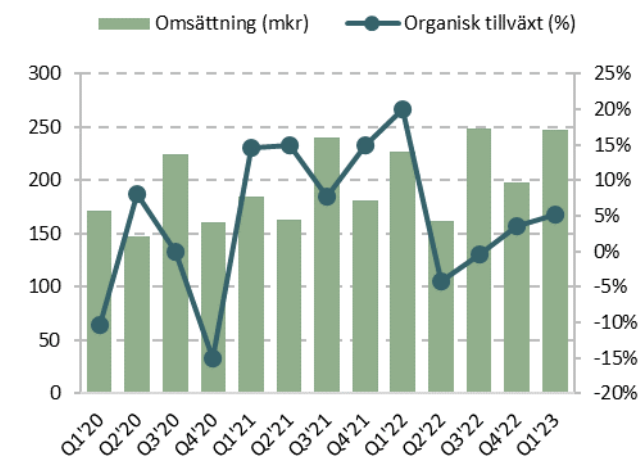
Bolagsprofil

Björn Borg är ett svenskt modeföretag som designar och säljer underkläder, skor, sportkläder och övriga produkter under det egna varumärket Björn Borg. Bolagets två största marknader är Holland och Sverige som tillsammans stod för 56 % av varumärkesförsäljningen 2022. Produktområdet underkläder stod vid utgången av 2022 för majoriteten av försäljningen med 60 %, medan sportkläder stod för 19 %. Björn Borg uppdaterade sina finansiella mål under 2019. De finansiella målen är en årlig omsättningstillväxt om 5 %, en årlig rörelsemarginal om 10 %, en årlig utdelning om minst 50 % av nettoresultatet efter skatt och en soliditet som inte ska understiga 35 %.

Värdering

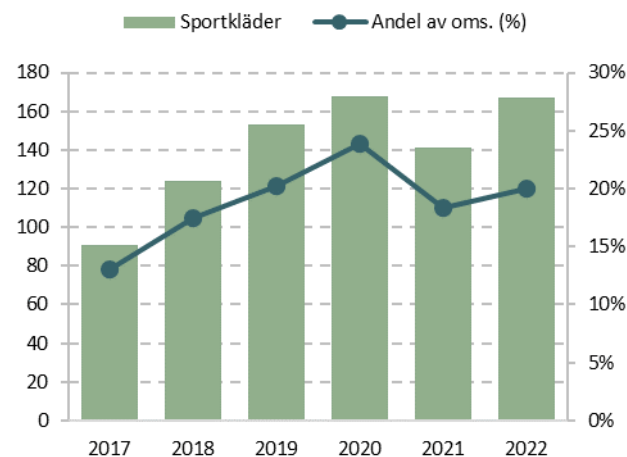
Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som underbyggs av en DCF-modell. Vi värderar bolaget med en SotP-värdering som värderar den egna onlineverksamheten separat. Vi ser ett motiverat värde om 55–57 kr (53–55 kr).

Diagram 1: Omsättning och organisk tillväxt



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: Omsättning sportkläder



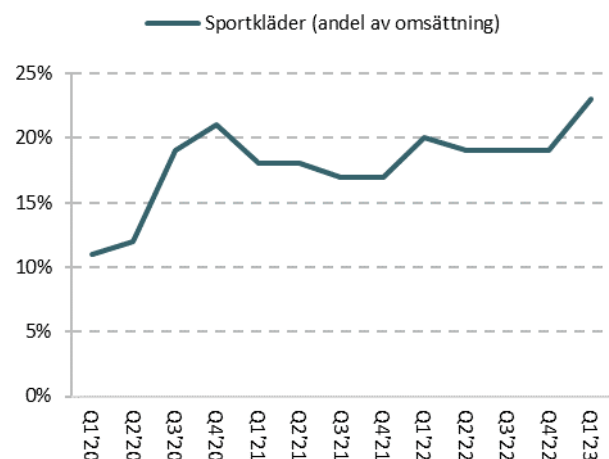
Källa: Bolagsrapporter

Kvartalet i detalj

Björn Borgs Q1-rapport var stark med hänsyn till rådande marknadssentiment och i relation till våra förväntningar. Några aspekter stack ut i vårt tycke. Den första är den organiska tillväxten om 5%, där starka drivare var den egna e-handeln som växte 33% y/y. Omsättningen för koncernen om 247 mkr var ca 8 mkr bättre än våra estimat på 239 mkr. En andra stark aspekt var den valutajusterade bruttomarginalen om 54,4% (52,7%), drivet av bolagets fortsatta framgångar med att reducera rabattnivåerna. Bruttomarginalen innan valutaeffekter var dock fortsatt präglad av valutarörelserna y/y (primärt USD/SEK) och stärktes därmed endast till 52,2% (50%). Avslutningsvis medför den goda bruttomarginalen och den starka tillväxten att rörelseresultatet var 31,4 mkr, vilket överskred våra estimat om 23 mkr.

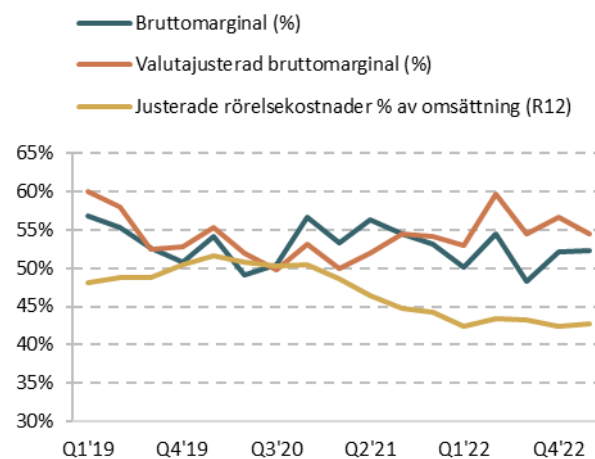
Rapporten belyser att Björn Borg rör sig mot att långsiktigt etablera en nivå av lönsamhet som i vårt tycke kan överskrida bolagets egna mål om 10% på EBIT-nivå. Diagram 3 nedan tydliggör att bolaget lyckats stärka andelen av omsättningen som utgörs av sportkläder. Den långsiktiga trenden motsvarar en CAGR om ca 12% för segmentet sportkläder, och vi ser fortsatt tillväxt inom segmentet som en drivare för högre lönsamhet. Utöver det syns det i Diagram 4 hur justerade rörelsekostnader som andel av omsättning stadigt reducerats, ytterligare en indikation på hur Björn Borg lagt grunden för stark lönsamhet. Rörelsekostnaderna har under 2022 präglats av engångsposter relaterade till incitamentsprogrammet, och vi bedömer att vi framöver kommer kunna se den fulla effekten av de besparingsåtgärder Björn Borg implementerade under pandemiåren. Samtidigt har bruttomarginalen varit pressad av bland annat valutaeffekter och kostnader för insatsvaror, och om vi ser en gradvis förbättring av dessa faktorer kommer det att ha ytterligare positiva effekter för rörelsemarginalen.

Diagram 3: Sportkläder som andel av total omsättning



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 4: Bruttomarginal och rörelsekostnader (%)



Källa: Bolagsrapporter

Prognosförändringar

Vi gör mindre justeringar av våra prognoser för 2023e-2025e. Vi höjer omsättningsprognoserna med 0,8 – 0,4% för perioden. Vi justerar våra prognoser för EBITDA för 2023e med 6%.

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som kombineras med en DCF-modell. Vi använder fortsatt en multipelsansats för separat värdering av onlineförsäljning och försäljning i butiker. Vi justerar vår värderingsansats från att värdera bolaget på EBIT för 2024 till en multipel för kommande tolv månadersperiod som appliceras på tidsviktade estimat för EBIT kommande tolv månader. I samband med det justerar vi våra multiplar för online respektive övrig försäljning. Vi applicerar en multipel för den egna onlineförsäljningen om 16x (15x) EBIT för kommande tolv månadersperiod (NTM), och värderar övrig försäljning till 10x (9x) EBIT för NTM. Skillnaden motiveras av möjligheten för en högre lönsamhet i onlineverksamheten, samtidigt som onlinebaserade varumärkesföretag har högre multiplar. Nedan sammanfattas vår multipelsansats och känslighetsanalys.

Tabell 1: Multipelvärdering

Värdering		EV/EBIT övrigt NTM	Känslighetsanalys					
			EV/EBIT egen online (x) NTM					
			14	15	16	17	18	
Aktier	25 148		8	44	43	43	44	46
Nettoskuld	95 905		9	48	47	47	48	50
Multipel (egen online EBIT NTM x)	16		10	52	51	51	52	54
Multipel (Affärer+ e-tailers EBIT NTM x)	10		11	56	55	55	56	58
Bolagsvärde	1 450 303		12	60	59	59	60	62
Justering nettoskuld	-95 905							
Värde	1 354 398							
Motiverat värde per aktie (SEK)	54							

Källa: EPB

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Modellen utgår från en diskonteringsränta om 11%, som baseras på en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5%, en justering för bolagsstorlek om 4%, men även en reduktion om 1% som motiveras av stark finansiell position och lång god finansiell historik för Björn Borg. Till övriga antaganden hör en långsiktig EBIT-marginal om 12%, samt en långsiktig tillväxt om 1%. Vår DCF-modell indikerar ett motiverat värde om 58 kr per aktie.

Tabell 2: Sammanfattning DCF-modell

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 056 608	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	1,0%
Nuvärdet av terminalvärde	419 655	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	12,0%
Företagsvärde (EV)	1 476 263	Market cap-premie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	95 905	Extra riskpremium	-1,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	11%	Rörelsekapital, % av omsättning	-2,6%
Eget kapital	1 380 358			Skattesats	20,4%
Antal utstående aktier, full utspädning	25 148				
Eget kapital per aktie	56				

Källa: EPB

Tabell 3: Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		0,0%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%			7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	10,0%	58,3	59,7	61,3	63,0	65,0	WACC	10,0%	48,8	55,1	61,3	67,5	73,8
	10,5%	55,9	57,2	58,5	60,0	61,7		10,5%	47,0	52,8	58,5	64,3	70,0
	11,0%	53,8	54,9	56,0	57,4	58,8		11,0%	45,4	50,7	56,0	61,4	66,7
	11,5%	51,8	52,7	53,8	55,0	56,2		11,5%	43,9	48,9	53,8	58,7	63,7
	12,0%	49,9	50,8	51,7	52,8	53,9		12,0%	42,5	47,1	51,7	56,3	60,9

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	710	757	705	768	835	862	909	965
Övriga rörelseintäkter	7	22	29	28	26	20	22	22
Totala intäkter	717	779	734	796	861	881	931	987
Kostnad sålda varor	-303	-351	-335	-352	-411	-397	-400	-415
Bruttoresultat	414	428	399	444	450	484	531	572
Försäljningskostnader	-137	-150	-130	-126	-141	-133	-149	-158
Övriga rörelsekostnader	-198	-169	-195	-179	-201	-195	-214	-237
EBITDA	80	109	75	140	108	156	169	178
EBITDA, justerad	80	109	75	140	108	156	169	178
EBITA, justerad	80	109	75	140	108	156	169	178
Amortering	-9	-57	-41	-36	-35	-34	-28	-24
EBIT	71	51	34	104	73	122	141	154
EBIT, justerad	71	51	34	104	73	122	141	154
Finansnetto	3	-3	-16	3	-2	0	2	2
Resultat före skatt	74	49	18	107	70	123	142	155
Resultat före skatt, justerad	74	49	18	107	70	123	142	155
Total skatt	-14	-10	1	-21	-20	-24	-29	-31
Nettoresultat	60	39	19	86	51	98	113	124
Nettoresultat, justerad	60	39	19	86	51	98	113	124
Intäktstillväxt	-	9%	-6%	8%	8%	2%	6%	6%
Bruttomarginal	58,4%	56,6%	56,5%	57,9%	53,9%	56,2%	58,4%	59,3%
EBIT-marginal, justerad	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	14,2%	15,5%	15,9%
EPS, justerad	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,91	4,51	4,92
EPS-tillväxt, justerad	-	-35%	-52%	>100%	-41%	93%	15%	9%

Källa: Björn Borg, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	71	51	34	104	73	122	141	154
Övriga kassaflödesposter	6	40	20	33	35	10	1	-6
Förändringar i rörelsekapital	-54	21	89	-23	-48	14	-6	-7
Kassaflöde från den operationella verksamheten	23	113	143	114	60	146	136	141
Investeringar i anläggningstillgångar	-16	-13	-9	-11	-8	-10	-9	-8
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-16	-13	-9	-11	-8	-10	-9	-8
Fritt kassaflöde	7	100	134	103	52	136	127	133
Förvärv och avyttringar	-2	0	0	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	-7	-4	-3	-33	-50	-6	0	0
Utdelningar	-50	-50	0	-38	-63	-50	-50	-50
Övriga poster	0	0	0	-23	-23	-8	-5	-3
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-59	-54	-3	-94	-136	-64	-56	-53
Kassaflöde	-52	46	130	10	-84	71	71	80
Nettoskuld	114	262	86	37	66	-20	-97	-179

Källa: Björn Borg, EPB

Balansräkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	35	35	34	35	36	36	36	36
Övriga immateriella tillgångar	197	197	198	198	195	195	195	195
Materiella anläggningstillgångar	15	18	17	15	16	10	7	6
Finansiella anläggningstillgångar	23	15	16	14	13	13	13	13
Övriga anläggningstillgångar	0	131	57	55	53	36	19	4
Summa anläggningstillgångar	271	397	322	317	313	289	270	254
Varulager	140	128	123	152	201	164	173	183
Kundfordringar	130	125	84	92	104	103	109	116
Övriga omsättningstillgångar	14	20	20	23	19	26	27	29
Likvida medel och kortfristiga placeringar	36	29	70	97	16	88	159	239
Summa omsättningstillgångar	320	302	297	363	340	380	468	567
SUMMA TILLGÅNGAR	591	699	619	681	653	670	738	821
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	288	271	291	334	325	373	436	510
Minoritetsintressen	-6	-6	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	282	265	291	334	325	373	436	510
Långfristiga räntebärande skulder	150	150	99	80	0	0	0	0
Långfristiga leasingskulder	0	96	36	34	32	31	30	29
Övriga långfristiga skulder	47	40	39	42	40	40	40	40
Summa långfristiga skulder	197	287	174	155	72	71	70	69
Kortfristiga räntebärande skulder	0	7	0	0	30	24	24	24
Leverantörsskulder	38	56	77	97	106	112	118	125
Kortfristiga leasingskulder	0	37	21	20	19	13	9	6
Övriga kortfristiga skulder	75	48	55	74	101	78	82	87
Summa kortfristiga skulder	112	148	154	191	256	226	232	242
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	591	699	619	681	653	670	738	821

Källa: Björn Borg, EPB

Tillväxt och marginaler								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	9%	-6%	8%	8%	2%	6%	6%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	36%	-31%	87%	-23%	45%	8%	5%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-28%	-34%	>100%	-30%	68%	15%	9%
EPS-tillväxt, justerad	-	-35%	-52%	>100%	-41%	93%	15%	9%
Bruttomarginal	58,4%	56,6%	56,5%	57,9%	53,9%	56,2%	58,4%	59,3%
EBITDA-marginal	11,3%	14,3%	10,6%	18,2%	12,9%	18,1%	18,6%	18,4%
EBITDA-marginal, justerad	11,3%	14,3%	10,6%	18,2%	12,9%	18,1%	18,6%	18,4%
EBIT-marginal	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	14,2%	15,5%	15,9%
EBIT-marginal, justerad	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	14,2%	15,5%	15,9%
Vinst-marginal, justerad	8,4%	5,1%	2,7%	11,2%	6,1%	11,4%	12,5%	12,8%

Källa: Björn Borg, EPB

Avkastning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	14%	7%	28%	15%	28%	28%	26%
ROCE, justerad	Neg.	12%	7%	24%	17%	29%	30%	29%
ROIC, justerad	Neg.	11%	7%	28%	19%	33%	41%	46%

Källa: Björn Borg, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	19%	16%	17%	19%	23%	19%	19%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	18%	16%	11%	12%	12%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / KSV	12%	16%	23%	28%	26%	28%	30%	30%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	18%	22%	23%	29%	34%	31%	31%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	24%	22%	13%	12%	14%	12%	12%	12%
Kapitalomsättningshastighet	1,7x	1,4x	1,6x	1,7x	2,1x	2,0x	1,9x	1,7x

Källa: Björn Borg, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	114	262	86	37	66	-20	-97	-179
Soliditet	48%	38%	47%	49%	50%	56%	59%	62%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	1,0x	0,3x	0,1x	0,2x	-0,1x	-0,2x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	1,4x	2,4x	1,2x	0,3x	0,6x	-0,1x	-0,6x	-1,0x

Källa: Björn Borg, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,91	4,51	4,92
EPS, justerad	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,91	4,51	4,92
FCF per aktie	0,28	3,97	5,31	4,11	2,07	5,40	5,05	5,29
Utdelning per aktie	2,00	0,00	1,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
Eget kapital per aktie	11,2	10,5	11,6	13,3	12,9	14,8	17,3	20,3
Antal aktier vid årets slut, m	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1

Källa: Björn Borg, EPB

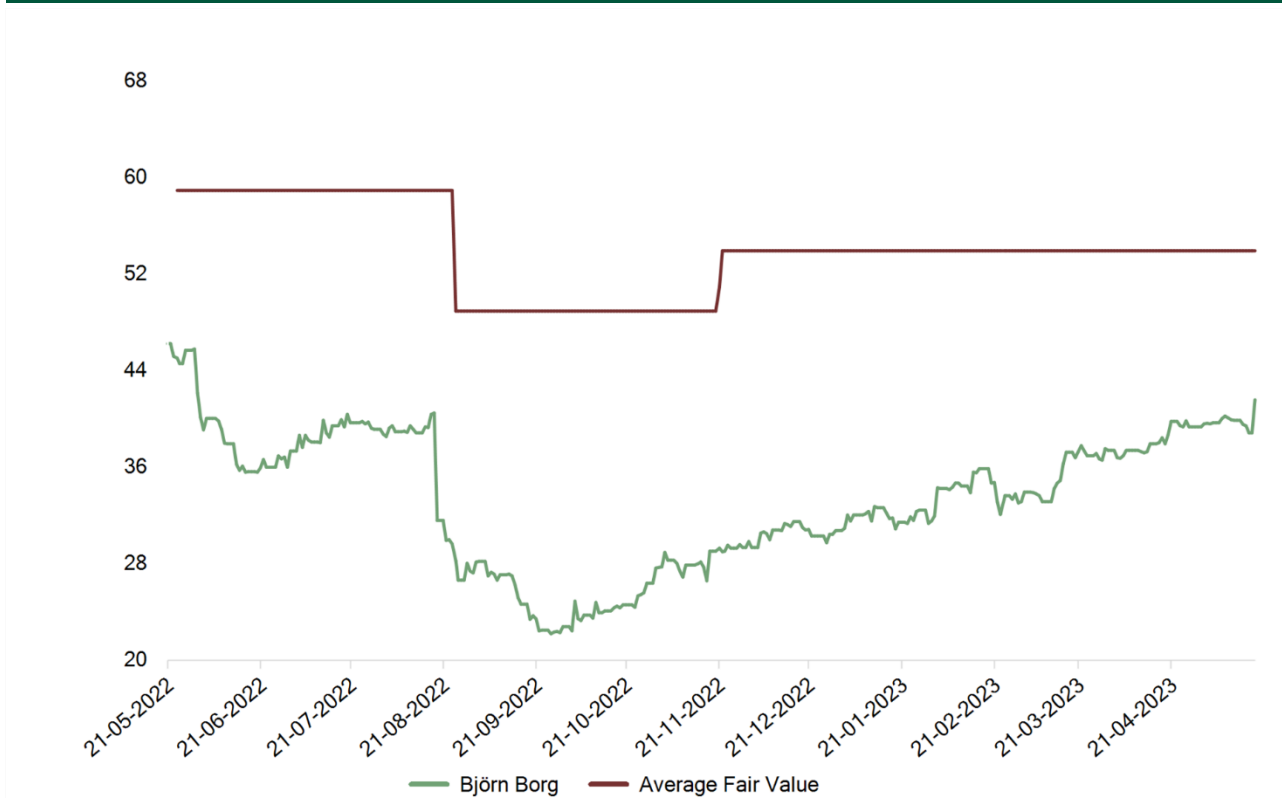
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	8,2x	16,3x	26,4x	14,7x	15,2x	10,7x	9,2x	8,5x
P/EK	1,7x	2,4x	1,7x	3,8x	2,4x	2,8x	2,4x	2,1x
P/FCF	68,1x	6,4x	3,7x	12,2x	14,8x	7,7x	8,2x	7,9x
FCF-yield	1%	16%	27%	8%	7%	13%	12%	13%
Direktavkastning	10,3%	0,0%	7,6%	5,0%	6,5%	4,8%	4,8%	4,8%
Utdelningsandel, justerad	84,3%	0,0%	>100%	73,1%	98,9%	51,1%	44,3%	40,6%
EV/Sales	0,8x	1,1x	0,8x	1,6x	1,0x	1,3x	1,2x	1,2x
EV/EBITDA, justerad	7,5x	8,2x	7,8x	9,3x	7,8x	7,3x	6,8x	6,4x
EV/EBIT, justerad	8,4x	17,3x	17,3x	12,5x	11,5x	9,3x	8,1x	7,4x
EV	595	891	583	1 302	840	1 143	1 143	1 143
Aktiekurs	19,4	25,3	19,8	50,3	30,8	41,7	41,7	41,7

Källa: Björn Borg, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Björn Borg (BORG 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