



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 31 maj 2023

Concejo

Fortsätter i rätt riktning

Organisk och förvärvad tillväxt

Omsättningen i Q1 uppgick till 110 mkr (64 mkr) motsvarande en tillväxt om 73%. Starka bidragare var det tidigare förvärvet av SAL Navigation som inte inkluderades i jämförelsekvartalet, men även Firenor bidrog med en tillväxt y/y om 21%. Optronics minskade omsättningen till 5 mkr (11 mkr) och ACAF Systems växte till 8 mkr (3 mkr).

Fortsatt rätt riktning för rörelseresultatet

EBIT uppgick till -17 mkr (-45 mkr) där en stark drivare av förbättringen y/y är Concejo Ventures som i Q1 har positivt rörelseresultat (- 36 mkr i Q1'22). SAL Navigation redovisar ett rörelseresultat om 9,9 mkr i Q1, motsvarande en EBIT-marginal om starka 26%.

Mindre justeringar

Vi gör endast mindre justeringar av estimaten för prognosperioden. Vi höjer estimaten för omsättning med 5% för 2023e – 2025e. Vi ser ett nytt motiverat värde om 54–56 kr per aktie (57 – 59 kr per aktie).

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	54 - 56 kr												
Totala intäkter	5,1%	5,2%	5,3%	Totala intäkter	391	371	401	426	Aktiekurs	27,3 kr												
EBITDA, just.	-93,2%	5,2%	2,9%	Tillväxt	46%	-5%	8%	6%	Riskenivå	Low												
EPS, just.	-182,5%	6,0%	3,1%	EBITDA, just.	-79	2	32	37	<div>Kursutveckling 12 mån</div>													
<div>Kommande händelser</div> <div>Q2 - rapport25 augusti 2023</div>				EBIT, just.	-101	-17	17	22														
				EPS, just.	-16,5	-1,1	1,9	2,4														
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	25%														
				EK/aktie	70,6	72,3	75,5	78,6														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier12m</div> <div>Börsvärde319</div> <div>Nettoskuld-20</div> <div>EV300</div> <div>Free float27%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt4k</div> <div>Bloomberg TickerCNCJOB SS EQUITY</div>				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	<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		✓																				
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	4,1%	5,1%														
				ROE, just.	Neg.	Neg.	2,6%	3,1%														
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	1,8%	2,3%														
				EV/Sales	1,1x	0,8x	0,7x	0,7x														
				EV/EBITDA	-	181,9x	9,3x	8,0x														
				EV/EBIT	-	-	18,0x	13,7x														
				P/E, just.	-	-	14,3x	11,4x														
				P/EK	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x														
				FCF yield	98%	4%	10%	16%														
<div>Analytiker</div> <div>Hjalmar Jernström</div> <div>hjalmar.jernstrom@penser.se</div>				Nettoskuld/EBITDA	0,1x	-17,6x	-2,0x	-2,9x														

Investment case

Concejo är ett investmentbolag med exponering mot noterade och onoterade innehav med operativ inriktning mot olika branscher. Concejo formulerade under 2021 nya finansiella mål som behandlar målsättningen kring utvecklingen i respektive segment. För Firenor rör målsättningen lönsamhet, och är att uppnå en lönsamhet (EBIT) om 5 % 2025. SBF Fonder har som mål att fonderna ska ge en riskjusterad avkastning för fondens investerare som långsiktigt kan mäta sig med marknadsledarna för alternativa fastighetsinvesteringar och att förvaltad kapital (Asset Under Management) ökar med mer än 10% per år i genomsnitt under perioden 2021–2025. För bolagen i Concejo Ventures (Tillväxt) är målet att uppnå en årlig avkastning på investerat kapital om 15% 2021 - 2025. Concejo handlas för tillfället till en stor rabatt mot underliggande bokförda värden, och bedömer att bolaget kan reducera substansrabatten genom att kontinuerligt skapa aktieägarvärden via portföljbolagen.

Bolagsprofil

Concejo är ett investmentbolag som investerar i noterade och onoterade företag med hög tillväxtpotential. Bolaget har hel- och delägda innehav med globalt inriktade verksamheter i olika branscher. Concejo uppdaterade efter utgången av Q1'23 sina finansiella mål för 2023–2027. De nya målen är fördelade över de tre affärsområdena Concejo Industrier, Concejo Ventures och SBF Fonder. Concejo Industrier ska växa med CAGR om 10% för perioden fram till 2027. Concejo Industrier ska ha en uthållig lönsamhet om minst 10% på EBIT-nivå. Concejo Ventures ska ge en årlig avkastning på investerat kapital om mer än 15% över tid. Avslutningsvis ska SBF Fonder växa AUM med CAGR om 10% för 2023–2027. Rörelsemarginalen ska i snitt vara minst 15% för förvaltningsbolaget.

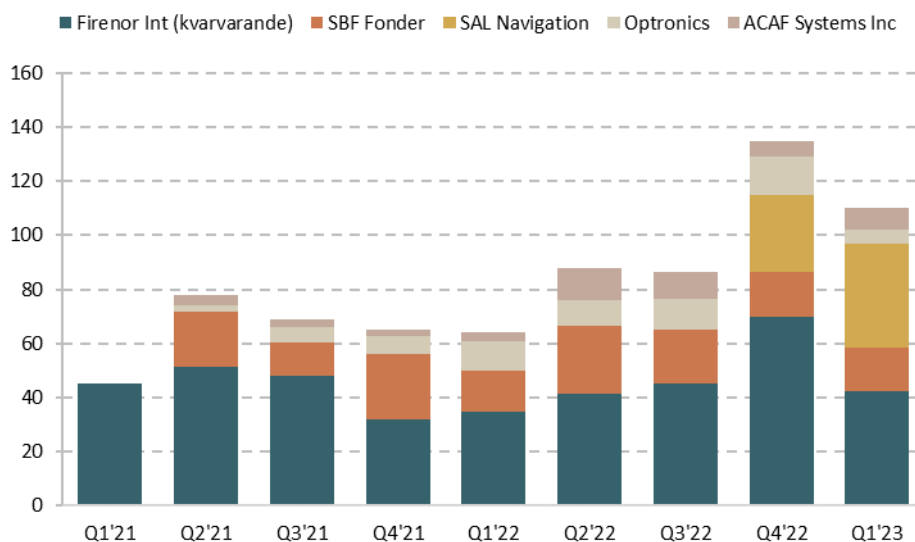
Värdering

Vi värderar Concejo med en SOTP-värdering som vi bedömer bäst reflekterar värdena i bolagets segment. Vi värderar Firenor, SBF, Optronics, SAL Navigation, ACAF Systems och Concejo Ventures (Tillväxt) separat och justerar för nettoskuld och substansrabatt. Vi ser ett motiverat värde om 54–56 kr per aktie (57–59 kr per aktie).

Kvartalet i detalj

Omsättningen i Q1 uppgick till 110 mkr (64 mkr) motsvarande en tillväxt om 73%. Starka bidragare var det tidigare förvärvet av SAL Navigation som inte inkluderades i jämförelsekvartalet, men även Firenor bidrog med en tillväxt y/y om 21%. Optronics minskade omsättningen till 5 mkr (11 mkr) och ACAF Systems växte till 8 mkr (3 mkr). Rörelseresultatet i Q1 var -16,5 mkr (-45 mkr). SBF Fonder redovisar ett rörelseresultat om -33 mkr drivet av ändrat värde för den upparbetade vinstdelningen.

Diagram 1: Omsättning per segment



Källa: Bolagsrapporter

Estimatförändringar

Vi gör endast mindre estimatjusteringar efter rapporten. Vi höjer våra intäktsprognoser för 2023-2025e med ca 5% för respektive år. Vi justerar ned lönsamhetsestimaten för innevarande år, primärt drivet av utvecklingen i Q1 inom SBF Fonder. Vi justerar EBITDA-prognoserna för 2024e och 2025e med 5% respektive 3%.

Värdering

Nedan sammanfattas vår SOTP-värdering. Vi gör en SOTP-värdering där vi värderar Firenor, Optronics Technology, ACAF Systems, SBF Management, SAL Navigation samt Concejo Ventures separat. Vi applicerar en multipelvärdering på Optronics och ACAF Systems om 1,4x respektive 1,3x försäljningen för 2023e, och 0,8x försäljningen 2023e för Firenor International. Vi värderar SBF Fonder till 7x genomsnittligt resultat efter finansiella poster. Till det adderar vi det bokförda värdet av Concejo Ventures (Tillväxt) samt kortfristiga placeringar. Vi adderar en substansrabatt om 15% till bolagets kortfristiga placeringar, samt en substansrabatt om 40% till det bokförda värdet av Concejo Ventures (Tillväxt). Substansrabatten för Concejo Ventures motiveras av att bolagen befinner sig i expansiva faser, med relativt sett låga marginaler och högre risk. Utöver det adderar vi koncerngemensamt rörelseresultat beräknat till årsvärde och diskonterat med 20%, vilket medför att totalt belopp om 100 mkr. Summan av vår värdering, justerat för substansrabatt, diskonterad koncerngemensam EBIT samt nettoskuld genererar ett totalt motiverat värde om 54–56 kr (57 – 59 kr) per aktie.

Tabell 1: Värderingsansats

Bolag	Värdering	Målmultipel	Värde (mkr)
Firenor International	Multipel	0,8x sales 23e	106
Optronics	Multipel	1,4x sales 23e	62
ACAF Systems	Multipel	1,3x sales 23e	48
SBF Fonder	Multipel	7 x 5y avg res e. fin post	90
SAL Navigation	Multipel	1,1x sales 23e	105
Concejo Ventures	Bokfört värde		277
Kortfristiga placeringar	Bokfört värde		166
Summa			854
Kassa och bank (likvida medel)			125
Skulder			105
Nettoskuld (+) / Nettokassa (-)			-20
Motiverad substansrabatt (kortfristiga placeringar)			15%
Motiverad substansrabatt (Concejo Tillväxt)			40%
Justering substansvärde			-136
Koncerngemensam EBIT diskonterad med 20%			-100
Justering nettoskuld			20
Motiverat bolagsvärde			657
Antal aktier			11,7
Värde per aktie, multipelvärdering (SEK)			56
Värde per aktie, DCF-modell (SEK)			52
Totalt motiverat värde per aktie (SEK)			54-56

Källa: Bolagsrapporter, EPB

DCF-modell

Vi adderar en DCF-modell som underbygger vår värdering. Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Modellen applicerar en estimeringsperiod till 2027 och antar därefter att innehaven i portföljen avyttras. Vår DCF indikerar ett motiverat värde om 54 kr mot vårt motiverade värde om 57 - 59 kr per aktie. Vi fäster därmed större vikt vid SotP-värderingen. Vi applicerar en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5% och en extra riskpremie om 4%. Vi bedömer att Concejo fortsatt har en mycket stark finansiell position, vilket minskar risken. Concejo har förhållandevis små positioner i flera av portföljbolagen, vilket minskar det omedelbara behovet att bistå med kapital för att hålla portföljbolagen välfinansierade. Portföljbolagen har inriktning mot flera olika branscher vilket gör att portföljen är diversifierad i termer av sektorexponering. Sammantaget applicerar vi en WACC om 12%.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	338
PV of terminal value (perpetuity formula)	247
Enterprise value	585
Latest net debt	-20
Minority interests & other	0
Equity value	605
No. of shares outstanding (millions)	11,7
Equity value per share (SEK)	52

Källa: EPB

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	4,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	12,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	12,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Källa: EPB

Vi antar en långsiktig EBIT-marginal om 12% och tillväxt bortom prognosperioden om 3%. Nedan sammanfattas även känsligheten för centrala antaganden.

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	11,0%	54	56	58	61	63
	11,5%	51	53	55	57	59
	12,0%	49	50	52	53	55
	12,5%	46	48	49	50	52
	13,0%	44	45	46	48	49
		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	11,0%	45	52	58	65	71
	11,5%	43	49	55	61	67
	12,0%	41	46	52	57	62
	12,5%	39	44	49	54	59
	13,0%	37	42	46	51	55

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	368	284	256	261	372	371	401	426
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	7	19	0	0	0
Totala intäkter	368	284	256	268	391	371	401	426
Kostnad sålda varor	-284	-225	-245	-233	-206	-228	-269	-286
Bruttoresultat	85	58	11	35	185	143	132	141
Försäljningskostnader	-76	-58	-43	-36	-56	-41	-40	-51
Administrationskostnader	-60	-51	-73	-179	-128	-58	-48	-39
R&D-kostnader	-3	-15	-13	-7	-9	-13	-12	-13
Övriga rörelsekostnader	-264	-159	-21	-10	-71	-30	0	0
EBITDA	-319	-225	-139	-197	-79	2	32	37
EBITDA, justerad	-319	-225	-139	-197	-79	2	32	37
EBITA, justerad	-319	-225	-139	-197	-79	2	32	37
Amortering	-61	-56	-8	-16	-22	-19	-16	-16
EBIT	-381	-280	-147	-213	-101	-17	17	22
EBIT, justerad	-381	-280	-147	-213	-101	-17	17	22
Finansnetto	-49	-67	-8	178	-90	12	16	16
Resultat före skatt	-429	-347	-155	-35	-191	-5	32	37
Resultat före skatt, justerad	-429	-347	-155	-35	-191	-5	32	37
Total skatt	-1	-3	-20	-1	-2	-9	-10	-9
Nettoresultat	-430	-350	-175	-36	-193	-13	22	28
Nettoresultat, justerad	-430	-350	-175	-36	-193	-13	22	28
Intäkstillväxt	-	-23%	-10%	5%	46%	-5%	8%	6%
Bruttomarginal	22,9%	20,6%	4,3%	13,4%	49,7%	38,5%	33,0%	33,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	5,1%
EPS, justerad	-36,7	-29,9	-14,9	-3,05	-16,5	-1,13	1,91	2,38
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	25%

Källa: Concejo, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-381	-280	-147	-213	-101	-17	17	22
Övriga kassaflödesposter	61	56	8	87	50	36	36	36
Förändringar i rörelsekapital	-7	-64	39	83	-1	6	-17	-3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-326	-289	-100	-42	-52	25	35	55
Investeringar i anläggningstillgångar	-9	0	-5	-5	-6	-2	-2	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-43	-1	-18	-19	-20	-10	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	12	22	3 909	256	439	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-40	22	3 887	233	413	-12	-2	-2
Fritt kassaflöde	-366	-267	3 786	190	362	13	33	53
Förändring av skulder	-21	-40	-996	-52	-225	-25	-25	-25
Övriga poster	-19	-5	-233	41	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-40	-45	-1 229	-11	-225	-25	-25	-25
Kassaflöde	-406	-313	2 557	179	137	-12	8	28
Nettoskuld	758	921	-20	262	-11	-29	-63	-109

Källa: Concejo, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	604	51	37	96	209	204	193	181
Materiella anläggningstillgångar	50	8	6	7	11	17	23	29
Finansiella anläggningstillgångar	131	91	126	351	351	351	351	351
Övriga anläggningstillgångar	0	18	19	22	28	35	41	46
Summa anläggningstillgångar	784	168	188	476	598	606	606	607
Varulager	254	121	30	36	85	52	56	60
Kundfordringar	392	122	81	96	99	111	121	116
Övriga omsättningstillgångar	351	1 517	1 093	829	251	251	251	251
Likvida medel och kortfristiga placeringar	92	7	42	53	128	121	130	150
Summa omsättningstillgångar	1 089	1 768	1 246	1 014	563	535	558	577
SUMMA TILLGÅNGAR	1 873	1 935	1 433	1 490	1 161	1 141	1 164	1 184
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	371	243	1 261	951	771	846	883	920
Minoritetsintressen	28	33	0	0	55	0	0	0
Summa eget kapital	398	276	1 261	951	827	846	883	920
Långfristiga räntebärande skulder	800	0	4	55	51	39	26	14
Långfristiga leasingsskulder	0	12	15	14	16	16	16	16
Övriga långfristiga skulder	66	68	38	114	65	65	65	65
Summa långfristiga skulder	866	79	57	183	132	120	107	95
Kortfristiga räntebärande skulder	50	912	0	239	38	26	13	1
Leverantörsskulder	134	61	64	53	84	70	76	81
Kortfristiga leasingsskulder	0	5	4	7	12	12	12	12
Övriga kortfristiga skulder	425	602	48	57	68	68	73	76
Summa kortfristiga skulder	609	1 580	116	357	202	176	174	170
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 873	1 935	1 433	1 490	1 161	1 141	1 164	1 184

Källa: Concejo, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-23%	-10%	5%	46%	-5%	8%	6%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	16%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	31%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	25%
Bruttomarginal	22,9%	20,6%	4,3%	13,4%	49,7%	38,5%	33,0%	33,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,4%	8,0%	8,8%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,4%	8,0%	8,8%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	5,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	5,1%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,6%	6,5%

Källa: Concejo, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%	3%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%	2%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%	3%

Källa: Concejo, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	69%	43%	12%	14%	22%	14%	14%	14%
Kundfordringar / totala intäkter	>100%	43%	32%	36%	25%	30%	30%	27%
Leverantörsskulder / KSV	47%	27%	26%	23%	41%	31%	28%	28%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	89%	>100%	29%	77%	43%	48%	47%	44%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	>100%	72%	74%	70%	63%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x

Källa: Concejo, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	758	921	-20	262	-11	-29	-63	-109
Soliditet	21%	14%	88%	64%	71%	74%	76%	78%
Nettoskuldsättningsgrad	1,9x	3,3x	0,0x	0,3x	0,0x	0,0x	-0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-2,4x	-4,1x	0,1x	-1,3x	0,1x	-17,6x	-2,0x	-2,9x

Källa: Concejo, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-36,7	-29,9	-14,9	-3,05	-16,5	-1,13	1,91	2,38
EPS, justerad	-36,7	-29,9	-14,9	-3,05	-16,5	-1,13	1,91	2,38
FCF per aktie	-31,2	-22,9	324	16,3	30,9	1,10	2,81	4,49
Utdelning per aktie	0,00	17,0	15,0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	34,0	23,6	108	81,2	70,6	72,3	75,5	78,6
Antal aktier vid årets slut, m	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7

Källa: Concejo, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,3x	11,4x
P/EK	1,5x	4,6x	0,6x	0,8x	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	0,2x	4,2x	1,0x	24,8x	9,7x	6,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	>100%	24%	98%	4%	10%	16%
Direktavkastning	0,0%	15,5%	21,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	-56,9%	-100,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	3,7x	7,9x	3,1x	4,0x	1,1x	0,8x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	181,9x	9,3x	8,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,0x	13,7x
EV	1 370	2 235	785	1 070	414	300	300	300
Aktiekurs	49,9	110	68,8	69,0	31,6	27,3	27,3	27,3

Källa: Concejo, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Concejo (CNCJOB 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