This report was completed and disseminated 09 juni 2023: 08:29 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industrivaror & Tjänster | Sverige | 09 juni 2023

Systemair

Fortsatt god organisk tillväxt

God organisk tillväxt, men något avvaktande guidning

Systemair möter en fortsatt god efterfrågan i fjärde kvartalet, och en förbättring i försörjningsled gör att bolaget fortsätter arbeta ned orderstocken i kvartalet. Samtidigt är den organiska tillväxten varierande mellan marknader. Norden redovisar en sekventiell försvagning av den organiska tillväxten och växte med 5%, samtidigt som Västeuropa växer 15% i Q4. Av total organisk tillväxt om 13% var ca 5% prishöjningar. Omsättningen om 3 128 mkr var i stort i linje med våra estimat om 3 100 mkr. Systemair kommunicerar samtidigt att orderingången är något avtagande, men att man ser goda tillväxtmöjligheter på flera marknader.

Engångsposter präglar rörelseresultatet

Rörelsemarginalen var 23,5% i kvartalet, där de dominerade faktorerna var realisationsvinsten från affären med Panasonic Heating & Ventilation, men även två andra engångsposter i Norge och Turkiet. Justerat rörelseresultat var 282 mkr (230 mkr), motsvarande en marginal om 8,9% (8,6%), i stort i linje med våra förväntningar om 9,0%.

Föranleder justeringar

Vi gör justeringar för att reflektera förväntningar på en mer avvaktande marknad framöver, men adderar även omsättningen från förvärvet i Storbritannien från mars. Vi ser ett nytt motiverat värde om 90–92 kr per aktie (93–95 kr).

Estimatändring

	24e	25e	26e
Totala intäkter	-1,2%	-2,2%	-
EBITDA, just.	-0,9%	-1,7%	-
EPS, just.	-1,3%	-2,3%	-

Kommande händelser

Q1 - rapport	31 augusti 2023
Q2 - rapport	07 december 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	208m
Börsvärde	17 368
Nettoskuld	1 502
EV	18 870
Free float	46%
Daglig handelsvolym, snitt	55k
Bloomberg Ticker	SYSR SS EQUITY

Analytiker

Hjalmar Jernström
hjalmar.jernstrom@penser.se

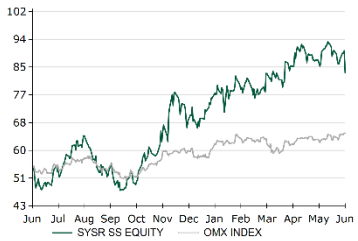
Prognos (mkr)

	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Totala intäkter	12 763	12 398	12 854	13 497
Tillväxt	29%	-3%	4%	5%
EBITDA, just.	1 970	1 511	1 661	1 806
EBIT, just.	1 402	1 137	1 293	1 442
EPS, just.	5,0	3,7	4,3	4,8
EPS-tillväxt, just.	92%	-26%	15%	12%
EK/aktie	25,3	28,2	31,5	35,4
Utdelning per aktie	0,9	0,9	0,9	0,9
EBIT-marginal	11,6%	9,4%	10,3%	10,9%
ROE, just.	22,9%	13,9%	14,3%	14,3%
ROCE, just.	21,2%	14,9%	15,3%	15,6%
EV/Sales	1,5x	1,5x	1,5x	1,4x
EV/EBITDA	9,6x	12,5x	11,4x	10,4x
EV/EBIT	13,5x	16,6x	14,6x	13,1x
P/E, just.	16,6x	22,4x	19,6x	17,5x
P/EK	3,3x	3,0x	2,6x	2,4x
Direktavkastning	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
FCF yield	6%	6%	5%	5%
Nettoskuld/EBITDA	0,8x	0,4x	0,0x	-0,4x

Värde och risk

Motiverat värde	90 - 92 kr
Aktiekurs	83,5 kr
Risknivå	Low

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Systemair är ett marknadsledande ventilationsföretag med lång historik av organisk och förvärvsdriven tillväxt. Tematiskt drivs den underliggande tillväxten av urbanisering, digitalisering och hållbarhetskrav. Systemair uppskattar att man har ca 8% av den europeiska HVAC-marknaden och 5% av den globala marknaden. Den underliggande tillväxten i marknaden är ca 6%, samtidigt som förvärv historiskt har bidragit till koncernens tillväxt. 42% av Systemairs intäkter kan enlig bolaget klassificeras som taxonomy eligible, vilket vi ser som attraktivt. Avslutningsvis bedömer vi att Systemair kommande år kommer att kunna kapitalisera på EU:s satsningar på hållbarhetsfrämjande investeringar, givet HVAC-industrins betydelse för energikonsumtion i europeiska hushåll.

Bolagsbeskrivning

Systemair är en global aktör på HVAC-marknaden som tillverkar och säljer bland annat fläktar, ventilationsaggregat, luftridåer, värmeprodukter och produkter för luftdistribution. Strategiskt fokuserar Systemair på innovationsförmåga och tillgänglighet för bolagets produkter. Bolaget grundades 1974.

Värdering

Vi värderar Systemair med en multipelbaserad ansats som kompletteras med en DCF. Vi ser ett motiverat värde om 90–92 kr (93–95 kr). Vår multipelvärdering baseras på en multipel om 17x EBIT för kommande tolvmånadersperiod.

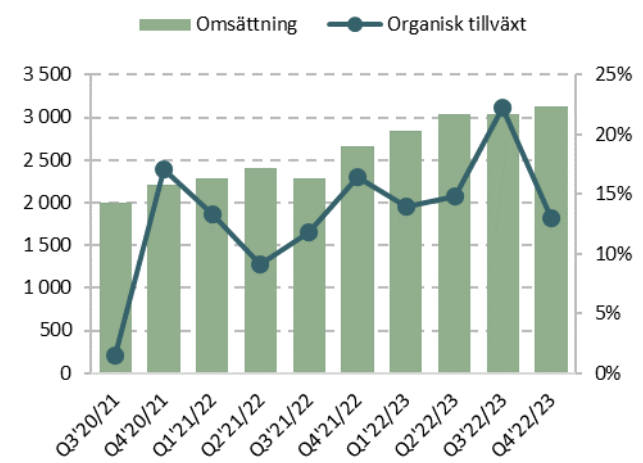
Kvartalet i detalj

Systemair redovisar omsättning om 3 129 mkr (2 662 mkr) motsvarande en tillväxt om 17,6%, varav 13% var organisk. Norden växte 5,1%, varav 5,3% var organiskt. Sverige och Danmark växte, samtidigt som Finland och Danmark redovisade minskad omsättning. Västeuropa visade stark tillväxt om 27,6%, varav 15,4% var organiskt. Tyskland, Frankrike och Italien växte i Q4. Östeuropa minskade med 3,3% i kvartalet drivet av utträdet ur Ryssland, men växte justerat för Ryssland 23,3%. Organisk tillväxt var -8,2% i regionen. Nordamerika växte starkt med 33,3%, varav 24,4% var organisk tillväxt. Avslutningsvis växte övriga marknader med 9,5%, varav 27,5% organiskt. Omsättningen var i stort i linje med våra förväntningar om 3 100 mkr.

Avyttringen av ventilationsverksamheten slutfördes i februari, och medförde en positiv resultateffekt om 446 mkr i kvartalet. Utöver detta innehöll rörelseresultatet engångsposter om -19 mkr relaterat till en hyperinflationsberäkning i Turkiet, samt en positiv effekt om 26 mkr relaterat till en ändring av pensionsredovisningar i Norge. Den justerade rörelsemarginalen uppgick till 8,9%, marginellt under vår förväntan om 9,0%.

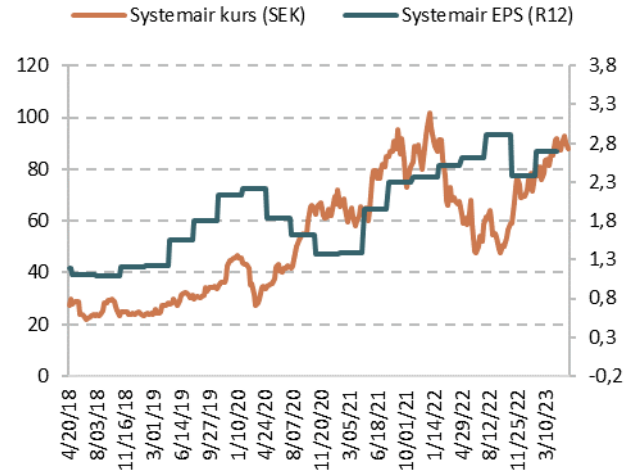
Systemair nämner en något avtagande orderingång. Vi noter att rapporten i stort var i enlighet med våra förväntningar, men anser att den försiktiga kommunikationen kring orderingången är en viktig datapunkt för förväntningarna på uppkommande kvartal.

Diagram 1: Omsättning och organisk tillväxt



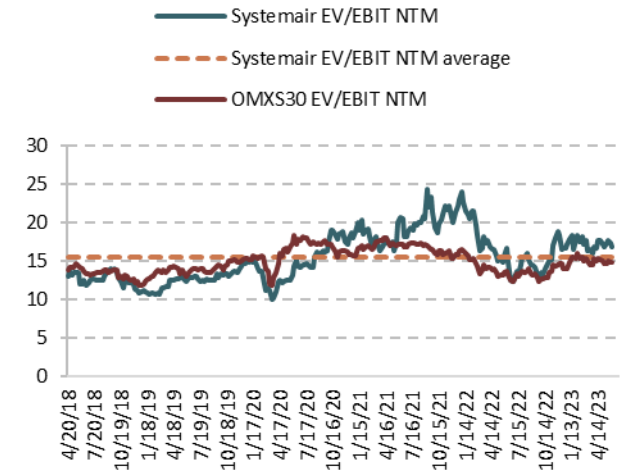
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: EPS och aktiekurs



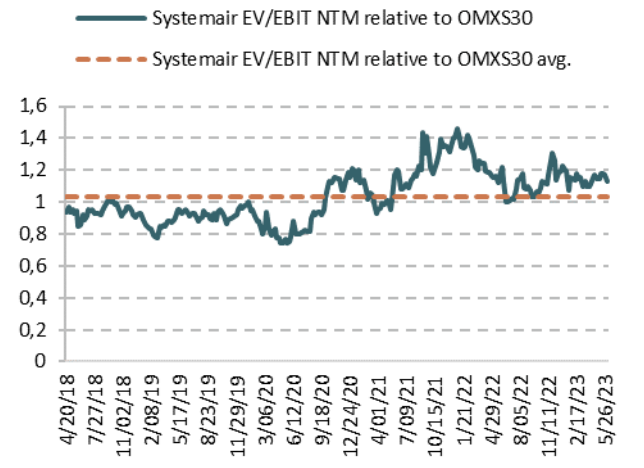
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 3: EV/EBIT NTM



Källa: Factset

Diagram 4: EV/EBIT NTM relativ



Källa: Factset

Estimatförändringar och värdering

Efter rapporten väljer vi att justera omsättningsestimaten för 2023/24 och 2024/25. Vi justerar omsättningsprognoserna med -1,2% respektive -2,2%, vilket reflekterar förväntningar på något lägre organisk tillväxt, men även förvärvet i Storbritannien av Group SCS med en omsättning om GBP 12 m. Vi justerar EBITDA-prognoserna med -1% och -1,7% för 2023/24 och 2024/25 respektive.

Multipelvärdering

Vi värderar Systemair med en multipelansats som kombineras med en DCF-modell. Vår multipelbaserade ansats baseras på en multipel för våra estimat för EBIT förkommande tolvmånadersperiod. Metoden indikerar ett motiverat värde om 87 kr per aktie, samtidigt som vår DCF indikerar ett värde om 93 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde om 90–92 kr (93–95 kr per aktie). Vår multipelbaserade ansats baseras på en målmultipel om 17x EBIT för NTM, enligt nedan.

Tabell 1: Multipelvärdering

Värdering	
Aktier	208
Nettoskuld	1 502
Multipel (EV/EBIT NTM)	17
Bolagsvärde	**19 584**
Justering nettoskuld	-1 502
Värde	18 082
Motiverat värde per aktie (SEK)	**87**

Känslighetsanalys	EV/EBIT (x) NTM				
	15	16	17	18	19
Motiverat värde per aktie	76	81	87	92	98

Källa: EPB

DCF-modell

Nedan sammanfattas vår DCF-modell med antaganden. Vi applicerar en WACC om 9%. Vi applicerar en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5% samt ytterligare påslag om 1%. Vi bedömer att Systemair har en mycket stark marknadsposition, med ett ledande produktutbud. Marknadsrisken ligger i att bolaget är beroende av konjunkturen, och har särskild exponering mot bygg- och renoveringskonjunktur.

Tabell 2: DCF-modell

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	10 770
Nuvärdet av terminalvärde	10 076
Företagsvärde (EV)	**20 847**
Nettoskuld, senast rapporterad	1 502
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**19 344**
Antal utstående aktier, full utspädning	208
Eget kapital per aktie	**93**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremium	5,5%
Market cap-premie	0,0%
Extra riskpremie	1,0%
WACC	**9%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,0%
Långsiktig EBIT-marginal	12,5%
Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Capex, % av omsättning	2,0%
Rörelsekapital, % av omsättnin	-2,6%
Skattesats	20,5%

Källa: EPB

Tabell 3: DCF-modell: känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		0,0%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
	8,0%	102	106	111	118	125
	8,5%	94	98	102	107	113
WACC	9,0%	87	91	94	98	103
	9,5%	82	84	87	91	95
	10,0%	77	79	81	84	88

		Långsiktig EBIT-marginal				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
	8,0%	79	95	111	128	144
	8,5%	73	88	102	117	131
WACC	9,0%	68	81	94	107	120
	9,5%	64	75	87	99	111
	10,0%	60	71	81	92	103

Källa: EPB

Resultaträkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoomsättning	**8 327**	**8 915**	**8 519**	**9 635**	**12 058**	**12 155**	**12 602**	**13 232**
Övriga rörelseintäkter	170	170	196	234	705	243	252	265
Totala intäkter	**8 497**	**9 085**	**8 715**	**9 868**	**12 763**	**12 398**	**12 854**	**13 497**
Kostnad sålda varor	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 949	-7 931	-8 133	-8 469
Bruttoresultat	**2 899**	**3 253**	**3 156**	**3 552**	**4 815**	**4 467**	**4 721**	**5 028**
Försäljningskostnader	-1 594	-1 630	-1 461	-1 669	-1 892	-2 166	-2 241	-2 362
Administrationskostnader	-389	-424	-428	-438	-575	-547	-567	-595
Övriga rörelsekostnader	-154	-214	-190	-268	-378	-243	-252	-265
EBITDA	**762**	**985**	**1 077**	**1 178**	**1 970**	**1 511**	**1 661**	**1 806**
EBITDA, justerad	**762**	**985**	**1 077**	**1 178**	**1 970**	**1 511**	**1 661**	**1 806**
Avskrivningar	-233	-358	-400	-408	-568	-374	-368	-364
EBITA, justerad	**529**	**627**	**677**	**770**	**1 402**	**1 137**	**1 293**	**1 442**
EBIT	**529**	**627**	**677**	**770**	**1 402**	**1 137**	**1 293**	**1 442**
EBIT, justerad	**529**	**627**	**677**	**770**	**1 402**	**1 137**	**1 293**	**1 442**
Finansnetto	-70	-82	-113	-28	-107	-60	-60	-60
Resultat före skatt	**458**	**545**	**564**	**742**	**1 295**	**1 077**	**1 233**	**1 382**
Resultat före skatt, justerad	**458**	**545**	**564**	**742**	**1 295**	**1 077**	**1 233**	**1 382**
Total skatt	-137	-158	-153	-197	-250	-301	-345	-387
Nettoresultat	**322**	**387**	**411**	**544**	**1 045**	**775**	**888**	**995**
Nettoresultat, justerad	**322**	**387**	**411**	**544**	**1 045**	**775**	**888**	**995**
Intäktstillväxt	*-*	*7%*	*-4%*	*13%*	*29%*	*-3%*	*4%*	*5%*
Bruttomarginal	*34,8%*	*36,5%*	*37,0%*	*36,9%*	*39,9%*	*36,8%*	*37,5%*	*38,0%*
EBIT-marginal, justerad	*6,3%*	*7,0%*	*7,9%*	*8,0%*	*11,6%*	*9,4%*	*10,3%*	*10,9%*
EPS, justerad	*6,19*	*7,44*	*7,90*	*2,62*	*5,02*	*3,73*	*4,27*	*4,78*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*20%*	*6%*	*-67%*	*92%*	*-26%*	*15%*	*12%*

Källa: Systemair, EPB

Kassaflödesanalys

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EBIT	529	627	677	770	1 402	1 137	1 293	1 442
Övriga kassaflödesposter	64	129	180	224	276	13	-37	-83
Förändringar i rörelsekapital	-150	57	136	-714	-635	297	68	57
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**443**	**813**	**993**	**280**	**1 043**	**1 446**	**1 324**	**1 416**
Investeringar i anläggningstillgångar	-239	-211	-442	-326	0	-425	-441	-463
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-239**	**-211**	**-442**	**-326**	**0**	**-425**	**-441**	**-463**
Fritt kassaflöde	**205**	**601**	**551**	**-46**	**1 043**	**1 021**	**883**	**953**
Förvärv och avyttringar	-274	-56	-21	-199	0	469	0	0
Förändring av skulder	266	-255	-446	428	0	0	0	0
Utdelningar	-104	-104	0	-158	-187	-187	-187	-187
Övriga poster	-3	32	15	10	319	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**-115**	**-383**	**-452**	**81**	**131**	**282**	**-187**	**-187**
Kassaflöde	**90**	**219**	**99**	**34**	**1 174**	**1 302**	**696**	**766**
Nettoskuld	**1 996**	**1 718**	**1 264**	**1 878**	**1 596**	**582**	**-60**	**-750**

Källa: Systemair, EPB

Balansräkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	847	820	736	889	989	989	989	989
Övriga immateriella tillgångar	265	248	211	216	291	291	291	291
Materiella anläggningstillgångar	1 769	1 712	1 811	2 058	2 526	2 108	2 181	2 281
Finansiella anläggningstillgångar	268	531	545	462	448	448	448	448
Summa anläggningstillgångar	**3 149**	**3 311**	**3 302**	**3 624**	**4 254**	**3 836**	**3 909**	**4 008**
Varulager	1 509	1 572	1 437	2 225	2 459	2 553	2 520	2 514
Kundfordringar	1 902	1 840	1 898	2 287	2 848	2 917	3 024	3 176
Likvida medel och kortfristiga placeringar	250	378	319	336	340	1 642	2 338	3 104
Summa omsättningstillgångar	**3 662**	**3 789**	**3 654**	**4 848**	**5 647**	**7 112**	**7 883**	**8 793**
SUMMA TILLGÅNGAR	**6 811**	**7 100**	**6 956**	**8 472**	**9 901**	**10 948**	**11 792**	**12 802**
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	2 839	3 085	3 330	3 854	5 273	5 861	6 561	7 369
Summa eget kapital	**2 839**	**3 085**	**3 330**	**3 854**	**5 273**	**5 861**	**6 561**	**7 369**
Långfristiga räntebärande skulder	1 070	942	847	1 066	765	765	765	765
Övriga långfristiga skulder	289	449	464	441	423	423	423	423
Summa långfristiga skulder	**1 359**	**1 392**	**1 311**	**1 507**	**1 189**	**1 189**	**1 189**	**1 189**
Kortfristiga räntebärande skulder	1 176	1 154	736	1 148	1 171	1 459	1 512	1 588
Övriga kortfristiga skulder	1 437	1 470	1 578	1 964	2 260	2 431	2 520	2 646
Summa kortfristiga skulder	**2 613**	**2 624**	**2 314**	**3 112**	**3 431**	**3 890**	**4 033**	**4 234**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**6 811**	**7 100**	**6 956**	**8 472**	**9 892**	**10 939**	**11 783**	**12 792**

Källa: Systemair, EPB

Tillväxt och marginaler

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Intäktstillväxt	-	7%	-4%	13%	29%	-3%	4%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	29%	9%	9%	67%	-23%	10%	9%
EBIT-tillväxt, justerad	-	19%	8%	14%	82%	-19%	14%	12%
EPS-tillväxt, justerad	-	20%	6%	-67%	92%	-26%	15%	12%
Bruttomarginal	34,8%	36,5%	37,0%	36,9%	39,9%	36,8%	37,5%	38,0%
EBITDA-marginal	9,1%	11,0%	12,6%	12,2%	16,3%	12,4%	13,2%	13,7%
EBITDA-marginal, justerad	9,1%	11,0%	12,6%	12,2%	16,3%	12,4%	13,2%	13,7%
EBIT-marginal	6,3%	7,0%	7,9%	8,0%	11,6%	9,4%	10,3%	10,9%
EBIT-marginal, justerad	6,3%	7,0%	7,9%	8,0%	11,6%	9,4%	10,3%	10,9%
Vinst-marginal, justerad	3,9%	4,3%	4,8%	5,7%	8,7%	6,4%	7,0%	7,5%

Källa: Systemair, EPB

Avkastning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
ROE, justerad	Neg.	13%	13%	15%	23%	14%	14%	14%
ROCE, justerad	Neg.	12%	13%	14%	21%	15%	15%	16%
ROIC, justerad	Neg.	13%	14%	15%	22%	17%	20%	22%

Källa: Systemair, EPB

Kapitaleffektivitet

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Varulager / totala intäkter	18%	17%	16%	23%	19%	21%	20%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	22%	20%	22%	23%	22%	24%	24%	24%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	34%	32%	30%	36%	32%	36%	36%	36%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	21%	20%	26%	24%	25%	24%	23%
Kapitalomsättningshastighet	1,7x	1,8x	1,8x	1,6x	1,8x	1,5x	1,5x	1,4x

Källa: Systemair, EPB

Finansiell ställning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoskuld	1 996	1 718	1 264	1 878	1 596	582	-60	-750
Soliditet	42%	43%	48%	45%	53%	54%	56%	58%
Nettoskuldsättningsgrad	0,7x	0,6x	0,4x	0,5x	0,3x	0,1x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,6x	1,7x	1,2x	1,6x	0,8x	0,4x	0,0x	-0,4x

Källa: Systemair, EPB

Aktiedata

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EPS	6,19	7,44	7,90	2,62	5,02	3,73	4,27	4,78
EPS, justerad	6,19	7,44	7,90	2,62	5,02	3,73	4,27	4,78
FCF per aktie	3,94	11,6	10,6	-0,22	5,01	4,91	4,24	4,58
Utdelning per aktie	0,50	0,00	0,75	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Eget kapital per aktie	54,6	59,3	64,0	18,5	25,3	28,2	31,5	35,4
Antal aktier vid årets slut, m	52,0	52,0	52,0	208	208	208	208	208
Antal aktier efter utspädning, snitt	52,0	52,0	52,0	208	208	208	208	208

Källa: Systemair, EPB

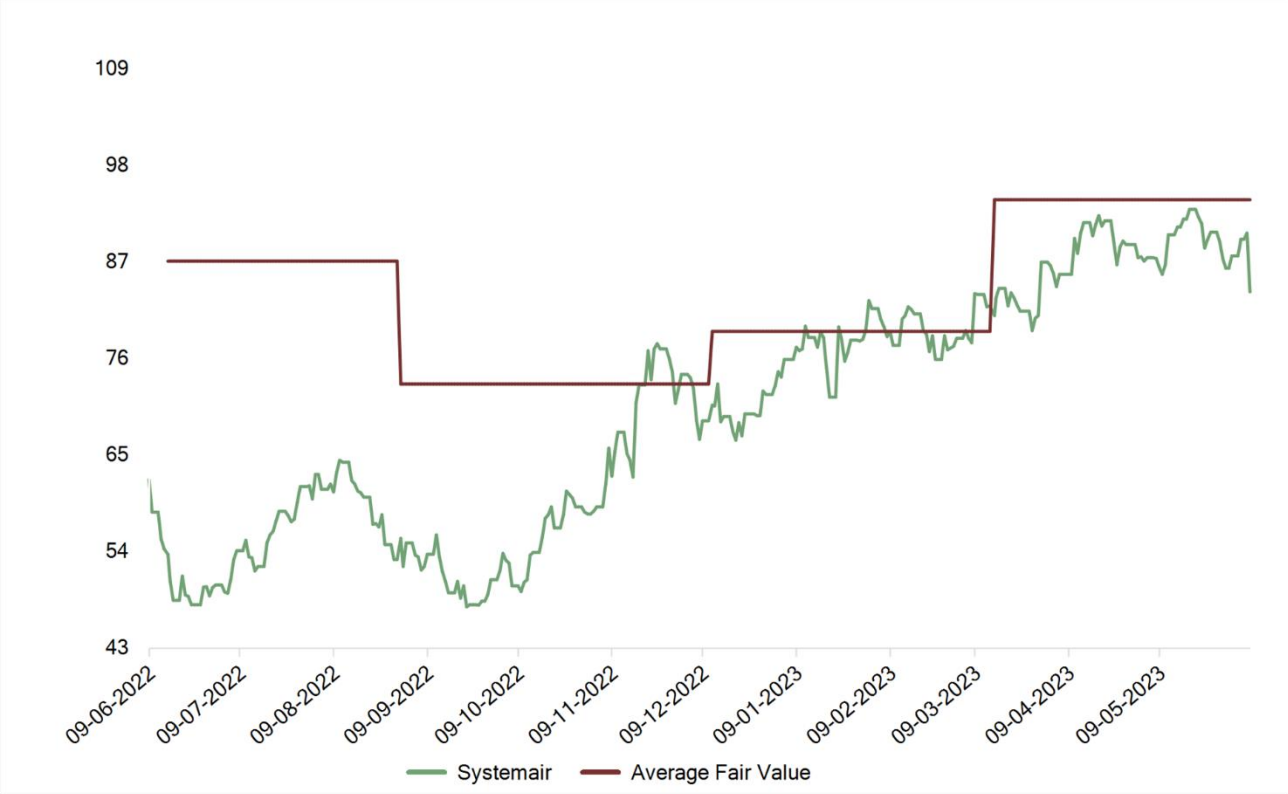
Värdering

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
P/E, justerad	4,6x	4,6x	8,0x	23,8x	16,6x	22,4x	19,6x	17,5x
P/EK	0,5x	0,6x	1,0x	3,4x	3,3x	3,0x	2,6x	2,4x
P/FCF	7,3x	3,0x	6,0x	Neg.	16,7x	17,0x	19,7x	18,2x
FCF-yield	14%	33%	17%	Neg.	6%	6%	5%	5%
Direktavkastning	1,7%	0,0%	1,2%	1,4%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Utdelningsandel, justerad	8,1%	0,0%	9,5%	34,4%	17,9%	24,1%	21,1%	18,8%
EV/Sales	0,4x	0,4x	0,5x	1,5x	1,5x	1,5x	1,5x	1,4x
EV/EBITDA, justerad	4,6x	3,6x	4,2x	12,6x	9,6x	12,5x	11,4x	10,4x
EV/EBIT, justerad	6,6x	5,6x	6,7x	19,3x	13,5x	16,6x	14,6x	13,1x
EV	3 491	3 515	4 566	14 857	18 964	18 870	18 870	18 870
Aktiekurs	28,8	34,6	63,5	62,4	83,5	83,5	83,5	83,5

Källa: Systemair, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Systemair (SYSR SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan ”Publikationen” har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan ”Banken”) exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan ”bolaget”) läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/ för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

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 materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be¬rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru¬ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten ”Penser Access”. Klicka här https://epaccess.penser.se/ för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

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