This report was completed and disseminated 11 oktober 2023: 08:30 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Handelsbolag & Distribution | Sverige | 11 oktober 2023

Lagercrantz Group

Redo för nästa steg

Stabil tillväxt med imponerande marginalexpansion

Förvärv har historiskt stått för två tredjedelar av tillväxten. Med kontinuerliga lönsamhetsförbättringar, höjda marginaler i förvärvade enheter och en ökande andel egna produkter har vinsten fortsatt växa stabilt – vi har sett genomsnittlig försäljnings- och EBITA-tillväxt om 14% och 20% per år sedan 2016. Förvärven har till stor del finansierats med internt genererande medel med viss expansion av balansräkningen.

Ser fortsatt hög förvärvsaktivitet och potential för accelererad organisk tillväxt

Sedan lanseringen av ”Lagercrantz mot miljarden”, målsättningen att fördubbla vinsten inom fem år, som lanserades i mars 2021 och som uppfylldes på lite mer än två år, har förvärvsaktiviteten accelererat. Vi bedömer att denna trend kommer fortsätta. Den organiska tillväxten har varit 3% i snitt och vi bedömer att denna takt kommer fortsätta. Med Kraft & Eldistribution och Infrastruktur som de två största slutmarknaderna ser vi dock potential för att den organiska tillväxten skulle komma in högre än våra 3%.

Ser potential för att fördubbla vinsten igen kommande fem år

Med en relativt stark balansräkning och god kassaflödesgenerering finns gott om utrymme att fortsätta accelerera förvärvstakten. Med 3% organisk tillväxt och en skuldsättning som ökar i linje med historiken, bedömer vi att bolaget kan fördubbla vinsten igen de kommande fem åren. ND/EBITDA skulle trots detta enligt våra beräkningar ligga på 1,3x i mars 2028 och om de skulle vara villiga att expandera skuldsättningen till 2,0x EBITDA ser vi ytterligare mer än 10% högre vinst. Vi har ett motiverat värde om 133–135 kr, men ser ett värde om fem år på över 170 kr per aktie. Vi ser Lagercrantz som en god långsiktig investering.

Estimatändring

	24e	25e	26e
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT, just.	0,0%	0,0%	0,0%
EPS, just.	-0,4%	-0,4%	-0,4%

Kommande händelser

Q2 - rapport	25 oktober 2023
Q3 - rapport	06 februari 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	206m
Börsvärde	22 549
Nettoskuld	2 411
EV	24 960
Free float	90%
Daglig handelsvolym, snitt	236k
Bloomberg Ticker	LAGRB SS EQUITY

Analytiker

Markus Almerud
markus.almerud@penser.se

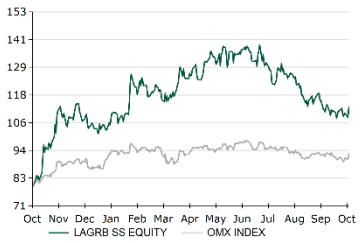
Prognos (mSEK)

	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Totala intäkter	7 246	8 324	8 570	8 828
Tillväxt	32%	15%	3%	3%
EBITDA, just.	1 451	1 710	1 772	1 837
EBIT, just.	1 062	1 272	1 322	1 373
EPS, just.	3,7	4,3	4,7	5,0
EPS-tillväxt, just.	32%	17%	7%	7%
EK/aktie	14,7	16,9	19,4	22,1
Utdelning per aktie	1,6	2,0	2,2	2,3
EBIT-marginal	14,7%	15,3%	15,4%	15,6%
ROE, just.	28,9%	27,6%	25,6%	24,0%
ROCE, just.	20,9%	22,3%	23,4%	24,7%
EV/Sales	3,4x	3,0x	2,9x	2,8x
EV/EBITDA	17,1x	14,6x	14,1x	13,6x
EV/EBIT	23,4x	19,6x	18,9x	18,2x
P/E, just.	29,6x	25,2x	23,5x	22,0x
P/EK	7,4x	6,5x	5,6x	5,0x
Direktavkastning	1,5%	1,8%	2,0%	2,1%
FCF yield	4%	5%	5%	6%
Nettoskuld/EBITDA	1,6x	1,2x	0,8x	0,4x

Värde och risk

Motiverat värde	133 - 135 SEK
Aktiekurs	113 SEK
Risknivå	Medium

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Stabil vinsttillväxt: Lagercrantz har en lång historik av att leverera en hög och stadig vinsttillväxt genom sin decentraliserade förvärvsmodell. Genom att förvärva bolag till en lägre multipel än man själv handlas till uppstår kontinuerligt multipelarbitrage, vilket skapar värde över tid. Förvärv har stått för cirka två tredjedelar av försäljningstillväxten det senaste decenniet och är därmed centralt – den genomsnittliga organiska tillväxten under samma period är 3%.

Vi ser en potential att fördubbla vinsten igen kommande fem år: Efter att i mars 2021 ha presenterat och förtydligat sin strategiska inriktning och sina finansiella mål under namnet Lagercrantz mot miljarden (syftet var att nå en miljard i vinst före skatt inom fem år, från runt en halv miljard) har de ökat förvärvstakten samtidigt som de har fortsatt expandera marginalen. Detta ledde till att de nådde målet på lite mer än två år och de är därmed redo för nästa steg. Vi ser en potential att fördubbla vinsten igen kommande fem år.

Fortsatt marginalpotential: Genom att kontinuerligt fortsätta att öka andelen egna produkter - andelen har gått från 13% 2006/07 till 75% 2022/23, samtidigt som andelen distribution har gått från 62% till 15% - fortsätter bruttomarginalerna att öka. 75% är i linje med bolagets målsättning. Vi bedömer att denna andel kommer fortsätta öka och vi ser fortfarande ett antal dotterbolag som har ensiffriga marginaler. Sammantaget ser vi fortsatt marginalpotential.

Bolagsprofil

Lagercrantzgruppen har runt 70 dotterbolag och drivs i en långtgående decentraliserad struktur. Koncernen erbjuder värdeskapande teknologier i expansiva nischer och är enbart verksam inom B2B. Bolagen har starka positioner inom sina nischer, vilket innebär relativt sett höga marginaler.

Förvärv är en central del av affärsmodellen. Lagercrantz har som ambition att förvärva 5–8 bolag per år och kommer i ökande grad inrikta sig mot norra Europa när de gör sina förvärv. I takt med att konjunkturen har återhämtat sig efter pandemin har förvärvstakten accelererat.

Med relativt sett höga marginaler och låg kapitalomsättningshastighet har Lagercrantz nått ROE på över 25% och ROCE på över 20%.

Värdering

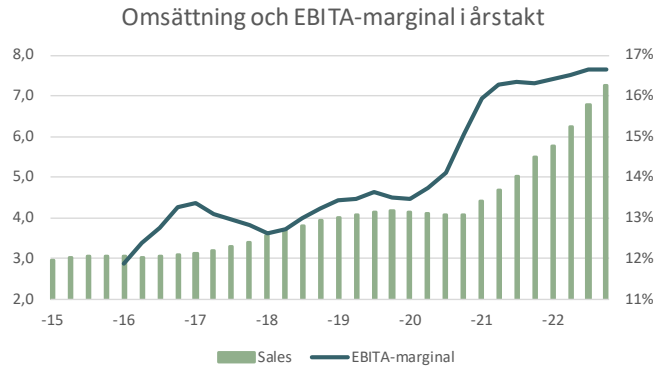
Vi värderar Lagercrantz på målmultiplar på 2027/28 års vinst inklusive förvärv. Värdena diskonteras sedan tillbaka till idag. Förvärv har stått för två tredjedelar av omsättningstillväxten det senaste decenniet och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering utgår från att samtliga kassaflöden efter utdelningar återinvesteras i förvärv samtidigt som bolaget expanderar balansräkningen i linje med historiken. Vi använder P/E 23x som målmultipel, vilket är i linje med snittet de senaste tio åren. Nivån är även in linje med andra mogna serieförvärvare såsom Indutrade, Addtech och Lifco.

Motiverat värde

133–135 kr

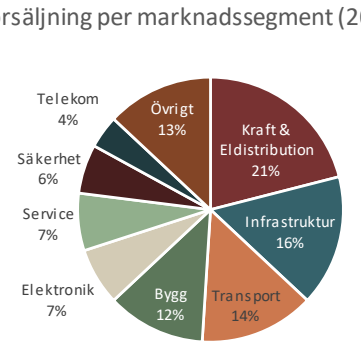
Investment case i bilder

Diagram 1: Stabil försäljningstillväxt och god marginalexpansion



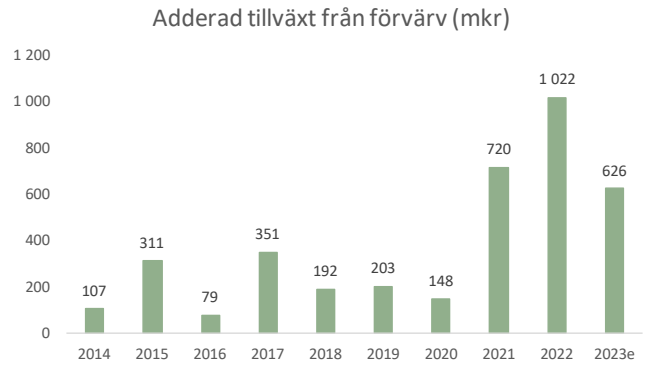
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: Slutmarknadsexponering ger potential för accelererad organisk tillväxt



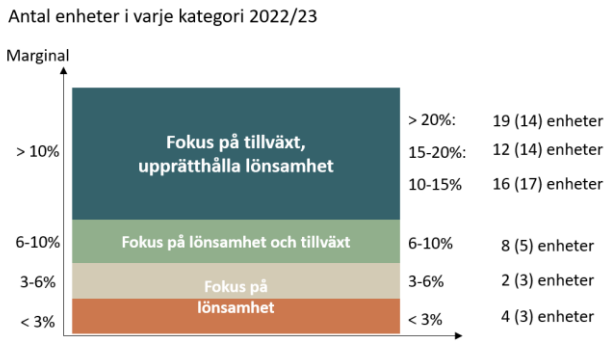
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 3: Vi bedömer att den höga förvärvstakten kommer fortsätta



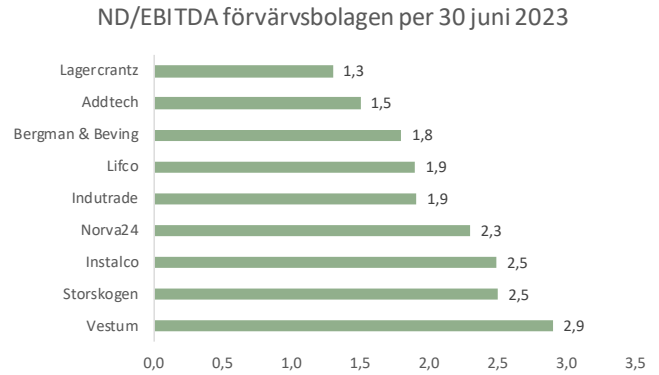
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: Finns ytterligare marginalpotential



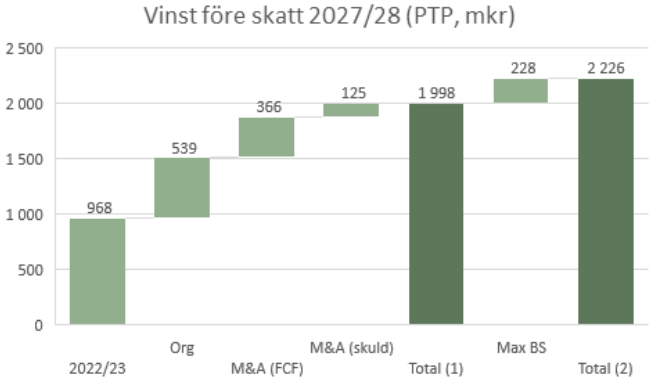
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 5: Balansräkningen är stark…



Källa: Bolagen, EPB

Diagram 6: …och vi bedömer att Lagercrantz kan fördubbla vinsten igen den kommande femårsperioden



Källa: Bolaget, EPB

Förvärvsdriven tillväxt och imponerande marginalexpansion

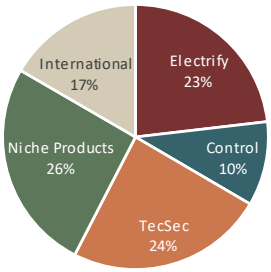
Lagercrantz är en teknikkoncern som erbjuder värdeskapande tekniska lösningar baserat på egna produkter och på produkter från ledande leverantörer. Verksamheten styrs decentraliserat där varje dotterbolags ledning arbetar med stor frihet och eget ansvar. Decentraliseringen leder till att affärsbesluten fattas nära kunderna och marknaden. Bolagen har starka positioner inom utvalda och väl avgränsande nischer med högs kunskaps- och teknikinnehåll. Varje dotterbolag eftersträvar en ledande position inom en delmarknad – en produkt-, kund- eller geografisk nisch.

Koncernen har cirka 70 dotterbolag som är organiserade i fem divisioner och slutmarknadsexponeringen är väldigt bred med Kraft & Eldistribution och Infrastruktur som de två största slutmarknaderna (Diagram 7-8). Gemensamt för verksamheterna är att de alla erbjuder tekniska produkter och lösningar till företagskunder. Norden, och i synnerhet Sverige, står fortfarande för en majoritet av omsättningen (Diagram 9), även om andelen har minskat successivt över tid (Diagram 10). Koncernen har cirka 2 400 anställda och omsatte drygt 7 mdkr 2022/23.

De finansiella målsättningarna är att öka vinst före skatt med 15% per år samt att ha en avkastning på eget kapital om minst 25%. Avkastningsmålet på eget kapital har internt omvandlats till avkastning på rörelsekapital (R/RK) som för varje etablerad affärsidé och verksamhet ska uppgå till minst 45%.

Diagram 7: Niche Products är den största divisionen

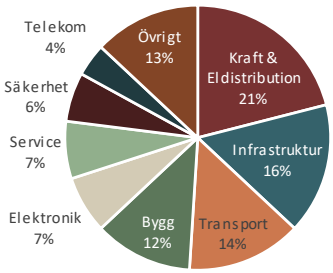
Försäljning per division (2022/23)



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 8: Kraft och eldistribution största slutmarknaden

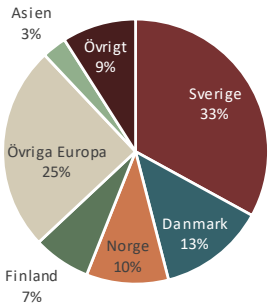
Försäljning per marknadssegment (2022/23)



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 9: Sverige är fortfarande den största marknaden…

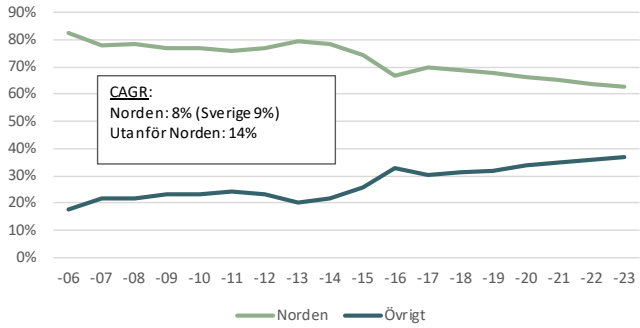
Försäljning per geografiskt segment (2022/23)



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 10: …även om Norden som andel fortsätter minska

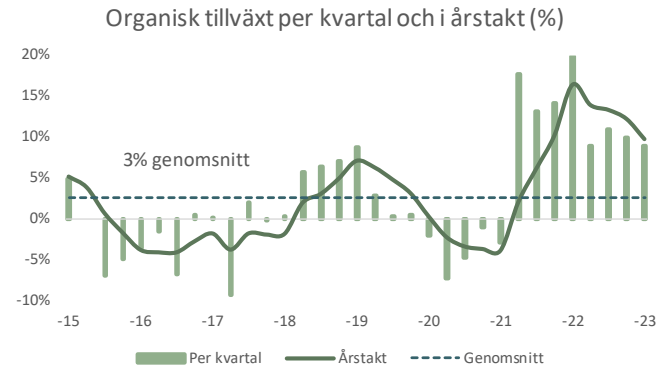
Andel försäljning i och utanför Norden



Källa: Bolaget, EPB

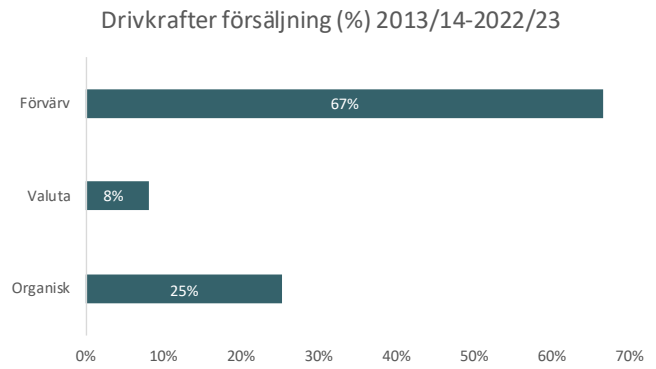
Förvärv har historiskt sett varit den främsta drivkraften av försäljningen. Trots den kraftiga accelerationen av den organiska tillväxten de senaste åren har förvärv stått för ungefär två tredjedelar av försäljningstillväxten de senaste tio åren – i snitt har bolaget vuxit 3% per år organiskt (Diagram 11-12).

Diagram 11: Trots accelerationen av den organiska tillväxten de senaste åren...



Källa: Bolaget, EPB

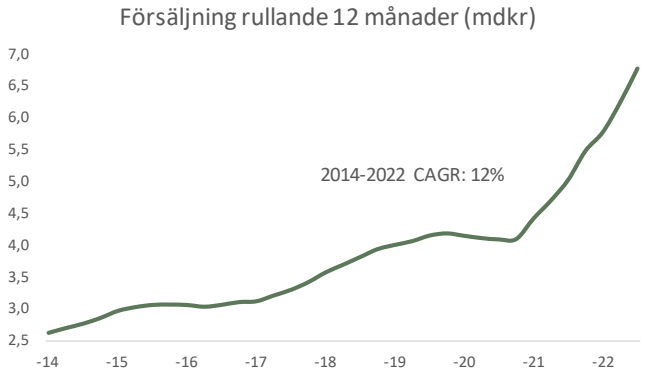
Diagram 12: ...har förvärv stått för två tredjedelar av tillväxten det senaste decenniet



Källa: Bolaget, EPB

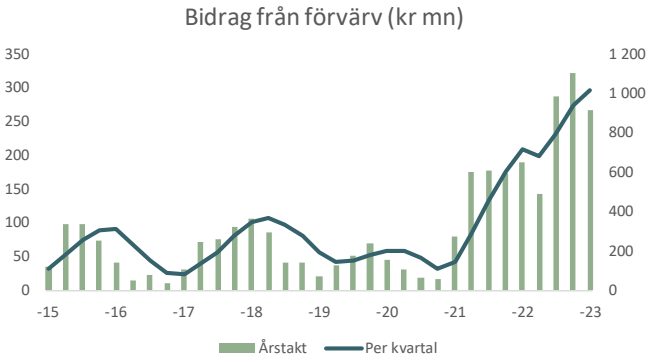
I mars 2021 lanserade bolaget ”Lagercrantz mot miljarden”, ett program som förtydligade den strategiska inriktningen samt den finansiella målsättningen att nå vinst före skatt om 1 mdkr inom fem år – en fördubbling från 500 mkr. Under de senaste två åren har både den organiska tillväxten och bidraget från förvärv accelererat, samtidigt som andelen egna produkter och bruttomarginalerna har fortsatt öka (Diagram 13-18). Detta ledde fram till att bolaget nådde sina mål redan efter lite mer än två år.

Diagram 13: 12% försäljningstillväxt i snitt över tid



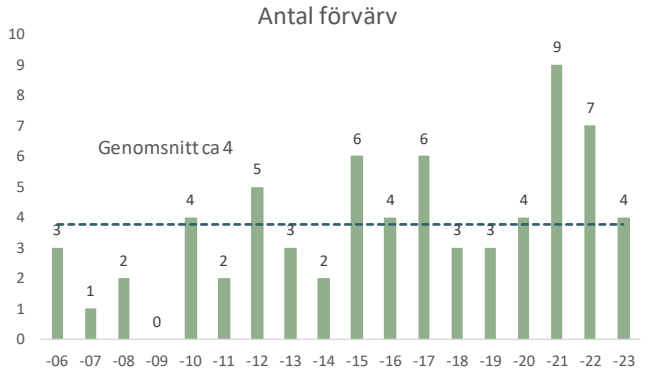
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 14: Bidraget från förvärv har accelererat



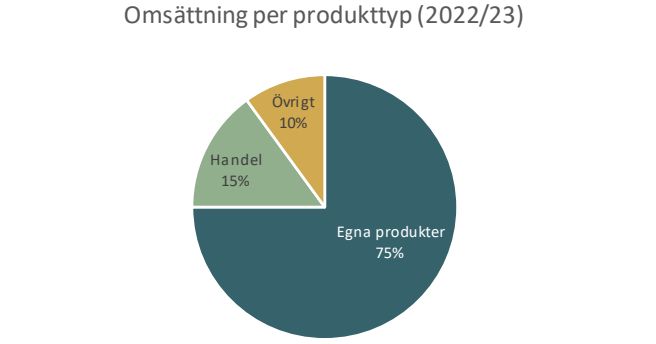
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 15: Lagercrantz har i snitt gjort 4-5 förvärv per år



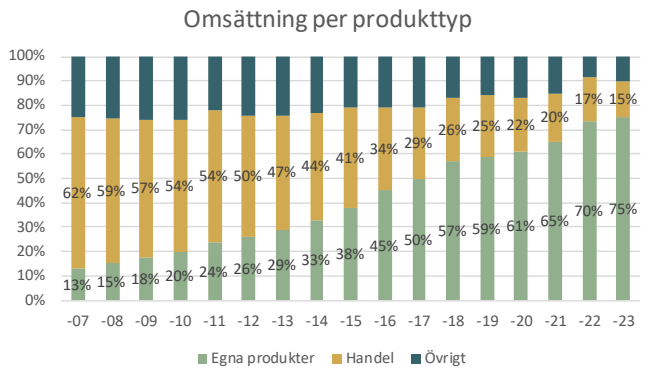
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 16: Egna produkter står för tre fjärdedelar av försäljningen



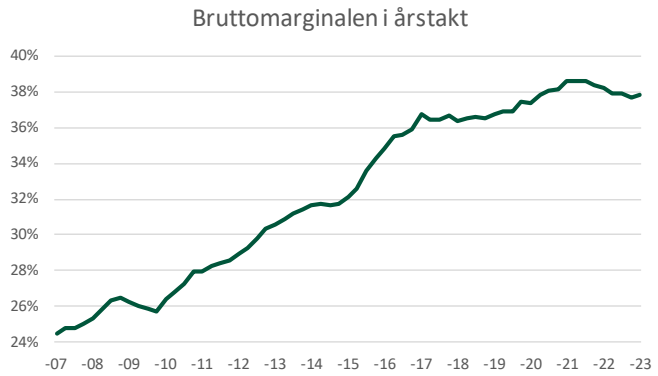
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 17: Andelen egna produkter har ökat kraftigt över tid…



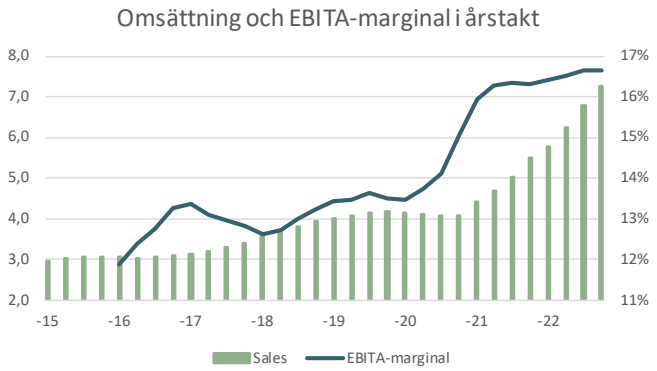
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 18: …vilket har drivit bruttomarginalen



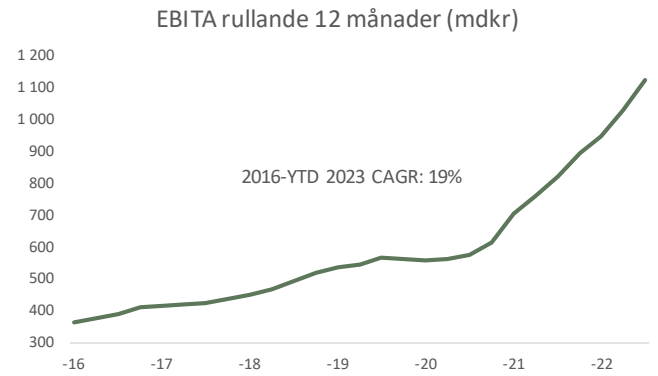
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 19: Förvärven och högre andel egna produkter har drivit EBITA-marginalen…



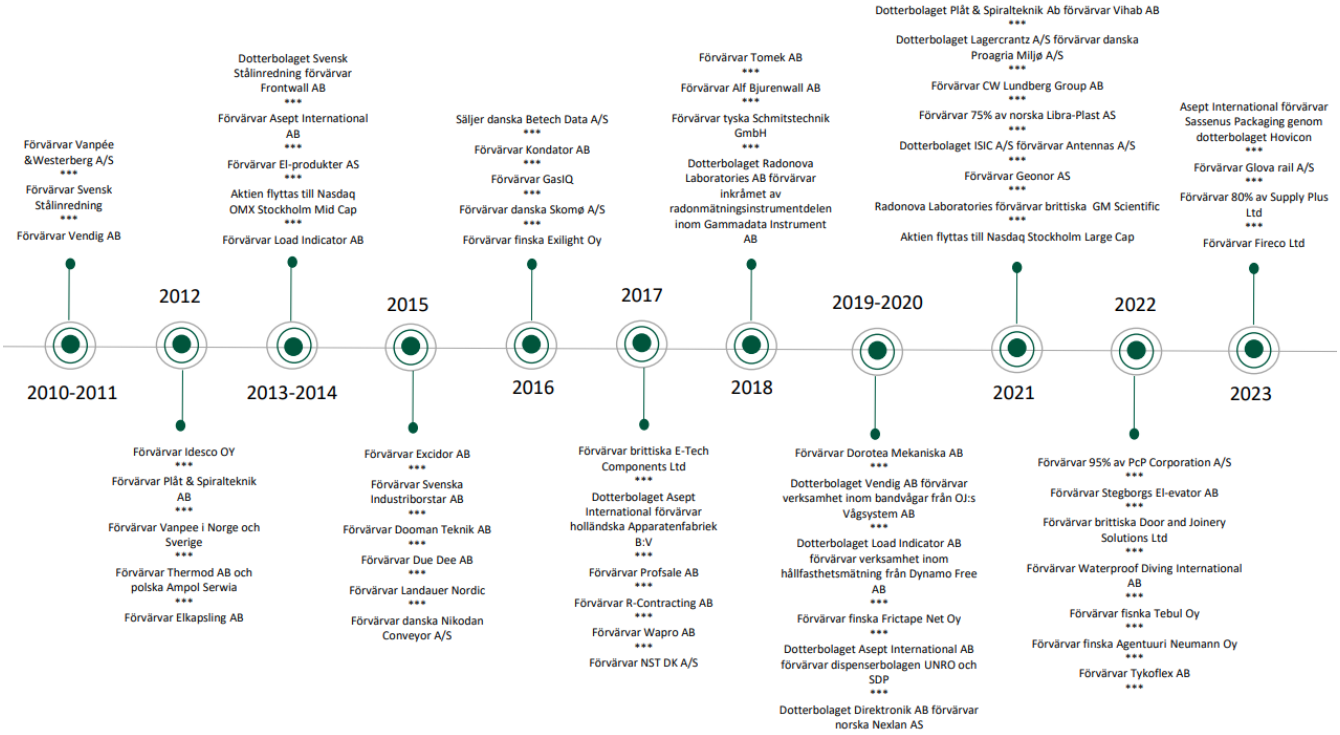
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 20: …och EBITA har vuxit med 19% per år i genomsnitt sedan 2015



Källa: Bolaget, EPB

Figur 1: Lagercrantz tidslinje



Källa: Bolaget, EPB

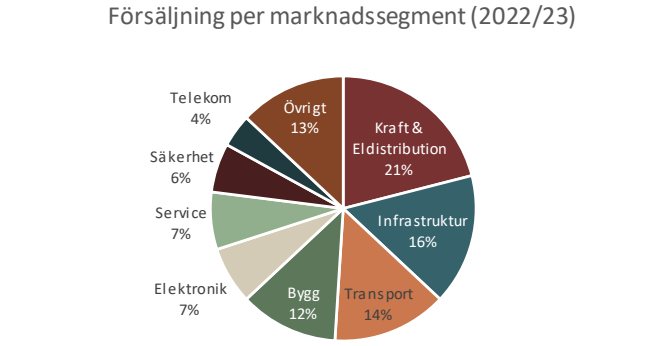
Slutmarknadsexponering ger potential för accelererad organisk tillväxt

Lagercrantz har vuxit 3% organiskt per år i snitt historiskt (Diagram 11) och vi har antagit samma tillväxttakt i snitt kommande femårsperiod. Det finns dock faktorer som skulle kunna leda till en acceleration. De två största slutmarknaderna för Lagercrantz är Kraft & Eldistribution och Infrastruktur (Diagram 21). Infrastrukturmarknaden i Sverige väntas accelerera 2025 medan den europeiska marknaden växer stadigt kommande år. Elmarknaden är under förändring där energimixen fortsätter vridas från fossila bränslen mot el, samtidigt som elnäten ser stora utbytesbehov.

Anläggningsmarknaden i Sverige accelererar 2025

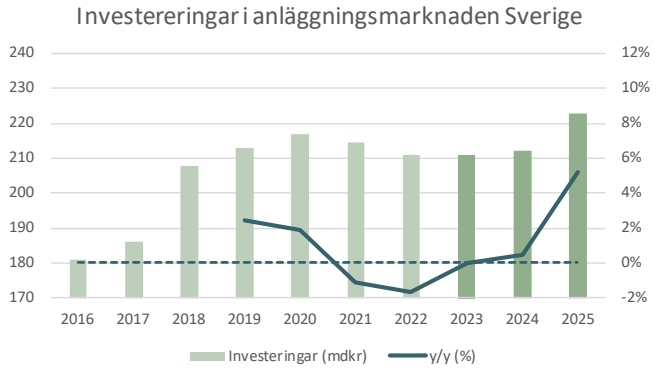
Givet att infrastrukturen är så pass eftersatt som den är i den delen av världen där Lagercrantz är aktiv, och givet att vi utgår från att en del av stödpengarna från pandemin kommer gå till infrastrukturinvesteringar, bedömer vi att vi kommer se en uppväxling av infrastrukturinvesteringarna kommande år. Till exempel väntas en acceleration av infrastrukturinvesteringarna i Sverige 2025 (Diagram 22). Både väg och järnväg kommer bidra. I Europa växer anläggning med 2–3% per år 2023e-2025e enligt Euroconstruct. EU:s infrastrukturfond, samt statliga infrastruktursatsningar, har historiskt sett stabiliserat anläggningsmarknaden vid konjunkturnedgångar, likt den vi nu är i. Detta gör att anläggningssegmentet är mindre konjunkturkänsligt än andra segment i byggsektorn.

Diagram 21: Kraft & eldistribution samt infrastruktur är de största slutmarknaderna



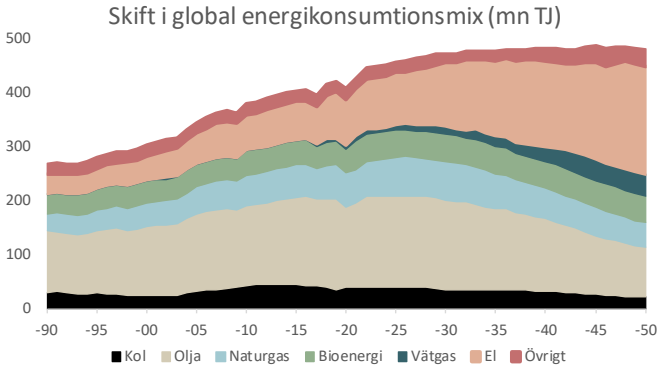
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 22: Infrastrukturinvesteringarna kommer accelerera 2025



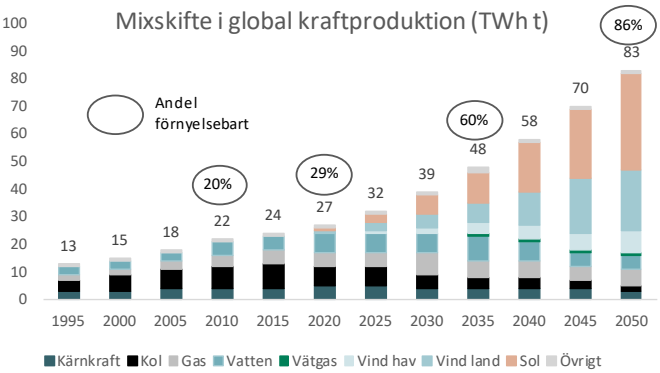
Källa: Prognoscentret, EPB

Diagram 23: Andelen elektricitet i den globala mixen kommer öka från strax över 20% 2020 till c 50% 2050…



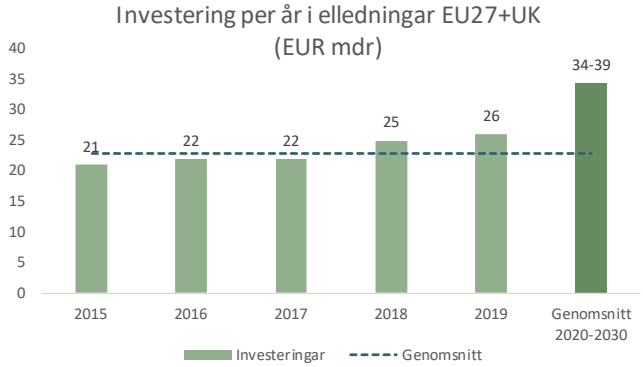
Källa: McKinsey, EPB

Diagram 24: …samtidigt som andelen förnyelsebart ökar kraftigt



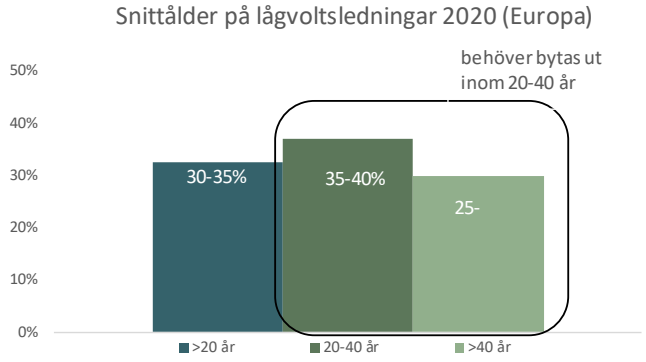
Källa: McKinsey, EPB

Diagram 25: Investeringstakten kommer behöva öka kraftigt…



Källa: Eurelectric, Eurostat, IEA, EPB

Diagram 26: …samtidigt som det finns ett stort utbytesbehov



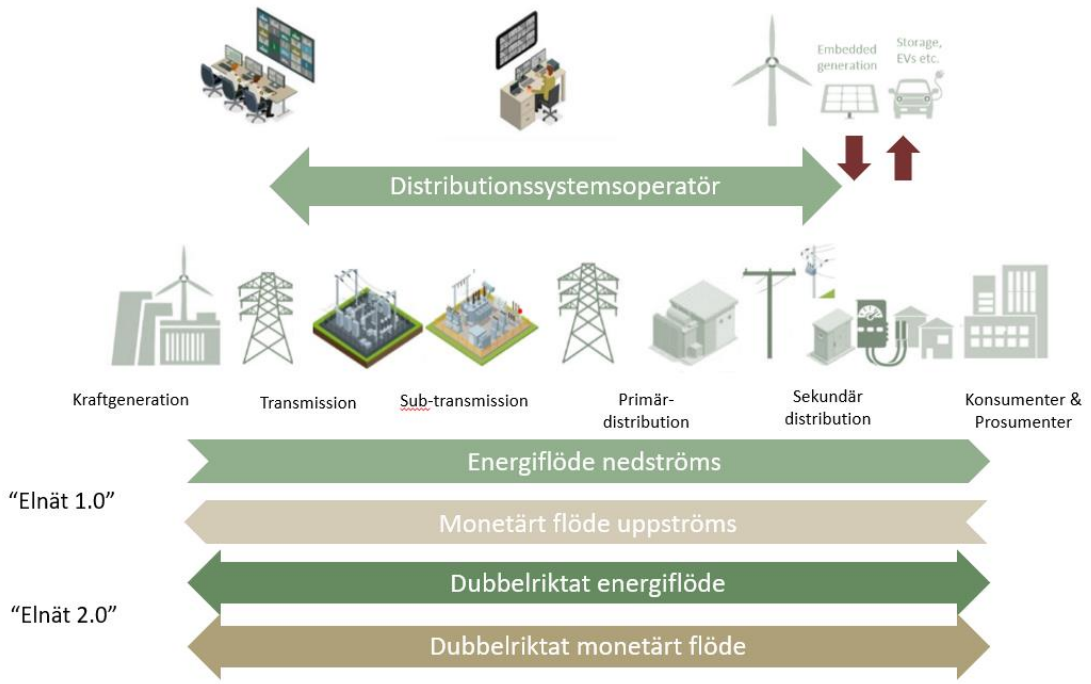
Källa: Eurelectric, Eurostat, IEA, EPB

Förändringen i energimixen och utbytesbehovet av elnätet driver investeringar

Den globala elkonsumtionen väntas växa med 15% totalt fram till 2050 då effektiviteten i systemet ökar. Däremot ändras mixen. Andelen el/vätgas väntas gå från runt 20% 2020 till över 30% om femton år och till runt 50% 2050 (Diagram 23). Samtidigt ökar andelen förnyelsebar produktion kraftigt (Diagram 24) och flödena i värdekedjan går samtidigt från att vara enkelriktade till att vara dubbelriktade (Figur 2). Sammantaget skapar detta stora investeringsbehov i bland annat elnätet – till exempel väntas investeringsnivån i EU växa till EUR 34-39mdr per år under innevarande decennium från ett snitt på EUR 23mdr per år under 2015–2019 (Diagram 25).

Samtidigt är elnäten underinvesterade och det kommer att uppstå ett enormt utbytesbehov kommande decennier. I Europa är mer än en tredjedel av näten 20–40 år gamla, medan en fjärdedel är mer än 40 år (Diagram 26).

Figur 2: Flödena i värdekedjan för el går från enkelriktade till dubbelriktade flöden



Källa: Ependion, EPB

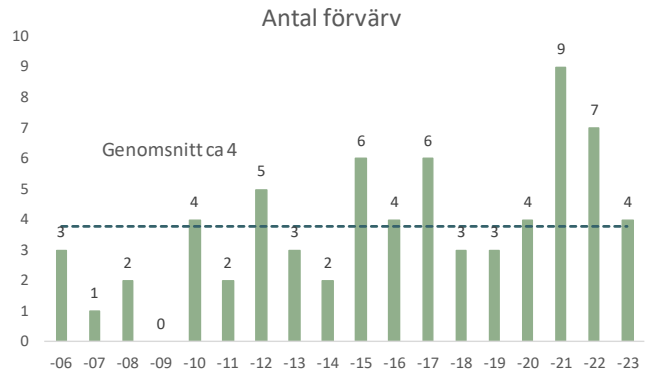
Bidragen från förvärv har accelererat de senaste åren

Förvärv har historiskt varit den viktigaste tillväxtdrivaren för Lagercrantz. Ambitionen är att förvärva 5–8 nya bolag per år, men takten har accelererat de senaste åren och bidraget har de senaste tre åren varit på historiskt höga nivåer. Vi bedömer att denna trend kommer att fortsätta. Lagercrantz har en väl utvecklad förvärvsprocess. De integrerar inte förvärven, men har på ett framgångsrikt sätt lyckats förbättra marginalerna i förvärvade enheter. Historiskt har de betalat 5-8x EBITA.

Har som mål att förvärva 5–8 bolag per år…

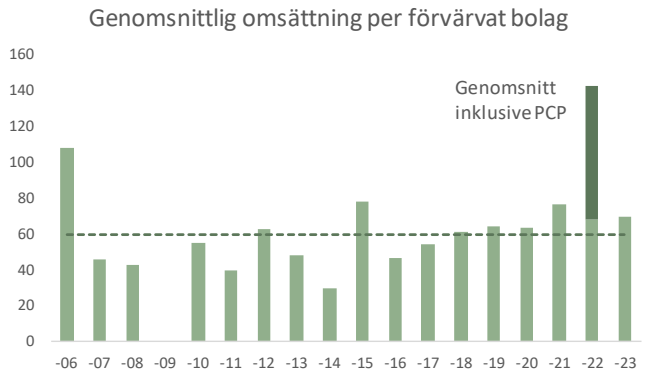
Förvärv är en central del av Lagercrantz tillväxtstrategi och som beskrivet ovan har förvärv historiskt varit den viktigaste drivkraften för Lagercrantz försäljningstillväxt. Ambitionen är att förvärva 5–8 nya bolag per år, och de är selektiva med vilka bolag de förvärvar. Sedan 2006 har de förvärvat 4 bolag per år i snitt med en genomsnittlig omsättning på 60 mkr (om vi justerar för PCP, vilket är deras största förvärv någonsin (Diagram 27-28)).

Diagram 27: Sedan 2006 har bolaget förvärvat 4 bolag per år i snitt…



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 28: …med i snitt en omsättning på 60 mkr

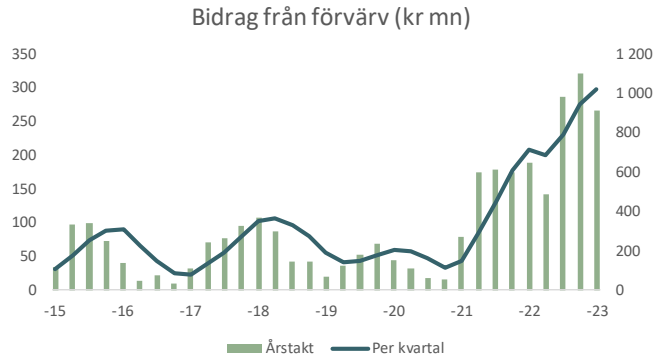


Källa: Bolaget, EPB

…men har accelererat förvärvsaktiviteten de senaste åren

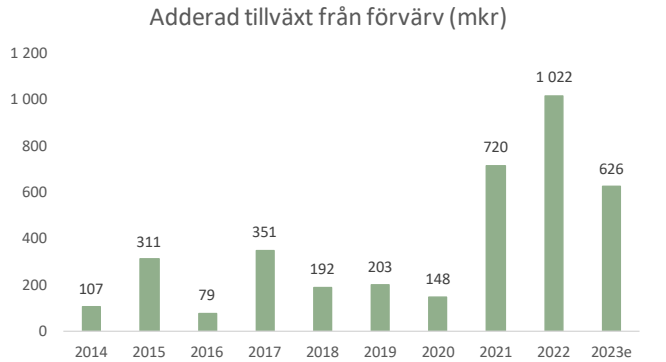
I samband med att bolaget lanserade ”Lagercrantz mot miljarden” 2021 ökade de fokus på förvärv, vilket har lett till en acceleration av förvärvsaktiviteten (Diagram 29). Bidraget från förvärv har varit det högsta någonsin de senaste åren (Diagram 30).

Diagram 29: Lagercrantz har accelererat förvärvsaktiviteten…



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 30: …och bidraget från förvärv har varit historisk högt de senaste åren



Källa: Bolaget, EPB

Konsekvent förvärvsstrategi

Lagercrantz förvärvar B2B-teknikbolag med en beprövad och långsiktigt hållbar affärsidé som har en stark marknadsposition i en nisch. Bolagen ska kunna uppvisa en god, stabil intjäningsförmåga med begränsad risk och goda tillväxtmöjligheter. Vi bedömer att bolagen de har förvärvat har haft en EBITA-marginal på i snitt 15%.

Generellt sett gör de två typer av förvärv. Dels söker de nya fristående bolag som passar in i någon av deras divisioner, dels tilläggsförvärv till befintliga verksamheter. Arbetssättet har utvecklats och successivt förädlats under flera decennier. De arbetar grundligt och långsiktigt och tar stort ansvar när de interagerar med entreprenörer och familjeföretagare som överväger att sälja sina livsverk.

För att kunna förvärva minst 5–8 högkvalitativa bolag årligen krävs många förvärvsmöjligheter. Dessa möjligheter skapas huvudsakligen på två sätt – dels genom eget uppsökande arbete, dels genom inkommande prospekt från medarbetare, kunder, affärspartner och företagsmäklare.

Varje år etableras kontakt med minst 100 bolag som de tycker är intressanta. De bibehåller därefter kontakten med många av dem, vilket innebär att de har en bevakningslista med ett stort antal bolag som de kontinuerligt följer. De har vidare ett väletablerat kontaktnät med affärspartner och företagsmäklare i hela Nordeuropa som löpande kontaktar dem med prospekt på verksamheter som är till salu. Över 30 års erfarenhet av framgångsrika företagsförvärv minskar enligt oss riskerna.

Historiskt har de betalat 5-8x EBITA för bolagen de har förvärvat. Efter att Lagercrantz och säljaren är överens om värdering och har upprättat ett intentionsavtal påbörjas bolagsbesiktningen (due diligence). I detta skede analyseras även marknads- och hållbarhetsaspekter noggrant. Parallellt utarbetas ofta en affärsplan för bolaget tillsammans med ledningen för att säkerställa att bolaget får en bra start i koncernen.

När förvärvet godkänts av Lagercrantz styrelse kan affären genomföras och kommuniceras externt. Ägarmodellen bygger på småskalighet i stor skala. Det innebär att bolagen arbetar självständigt med stor frihet under eget ansvar. Lagercrantz bygger vidare på bolagets befintliga organisation, arbetssätt och profil. Integrationen är inte särskilt omfattande, utan består i stort av att införa koncernens rapporteringsrutiner. Arbetet med att stödja ledningen för att utveckla bolaget inleds omgående.

Genom att vara del av Lagercrantz får bolaget en ägare som stödjer ledningen via ett aktivt och engagerat styrelsearbete. Vidare erbjuds alla bolag i koncernen olika verktyg för att kunna nå sin fulla potential. Dessa verktyg omfattar bland annat en etablerad infrastruktur vid internationell expansion, expertis inom specifika ämnesområden som till exempel digitalisering, säljstyrning, prisfrågor, kapital- och lagerstyrning samt support vid tilläggsförvärv. Vi bedömer att strategin har varit framgångsrik och att vi har sett en god marginalutveckling i många av de bolag som Lagercrantz har förvärvat.

Det sker även ett utbyte av idéer och erfarenheter mellan bolagsledningarna i koncernen. Genom att lyfta fram goda exempel, belöna prestationer och regelbundet samla bolagens nyckelpersoner skapas en kollegial miljö som bolagen har både nytta och glädje av.

Ytterligare fördubbling av vinsten om fem år

I takt med att marginalen har förbättrats har kassaflödena strukturellt förbättrats. Genom att använda internt genererade medel och om bolaget expanderar balansräkningen i linje med vad vi har sett historiskt, bedömer vi att de kan fördubbla vinsten igen kommande år. Skuldsättningen kommer ändå ligga på 1,3x EBITDA 2027/28. Om de skulle låta skuldsättningen gå till 2,0x EBITDA om fem år skulle vi se ytterligare nästan en krona på EPS – från 7,6 kr till 8,4 kr (jämfört med 3,7 kr 2022/23).

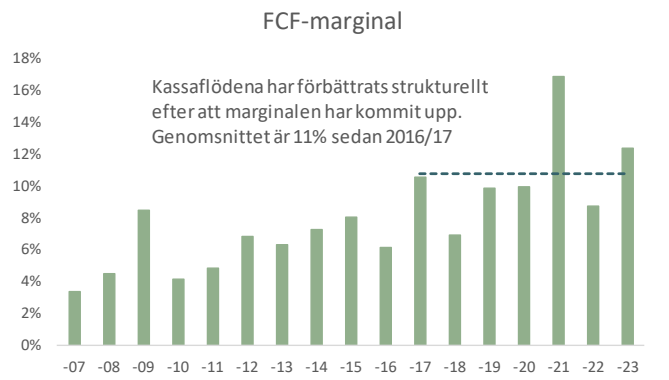
Om vi använder historiskt P/E på vinsten 2027/28e och nuvärdesberäknar får vi ett värde på 134 kr per aktie med en potential för ytterligare 15 kr. För den långsiktiga investeraren vill vi poängtera att vi ser fortsatt stadigt växande vinst och att vi ser ett värde om fem år på 174 kr, med potential för ytterligare 20 kr om de uppfyller sina finansiella mål.

Internt genererade medel samt expansion av balansräkningen i linje med historiken…

Lagercrantz har som målsättning att öka vinst före skatt med i snitt 15% per år. Som beskrivet ovan står M&A för två tredjedelar av tillväxten och är därför central för måluppfyllnaden. I mars 2021 satte de målet att öka vinst före skatt (PTP) till 1 mdkr från 500 mkr på fem år, ett mål som uppfylldes på lite mer än två år.

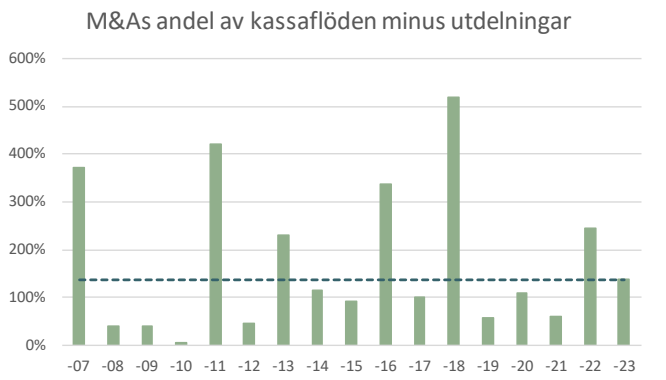
Vi använder därför 1 mdkr som bas och utgår i våra beräkningar från att nästa nivå är ytterligare en fördubbling om fem år eller att PTP om 2 mdkr ska uppnås 2027/28. Detta skulle innebära en uppväxling och frågan är vad som skulle krävas för att uppnå detta. I takt med att marginalen har expanderat strukturellt, har kassaflödena förbättrats (Diagram 31) och vi bedömer att denna trend kommer fortsätta. De har också expanderat skuldsättningen historiskt (Diagram 32) och även denna trend ser vi kommer fortsätta.

Diagram 31: Kassaflödena har förbättrats…



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 32: …och de har ökat skuldsättningen för att finansiera förvärv



Källa: Bolaget, EPB

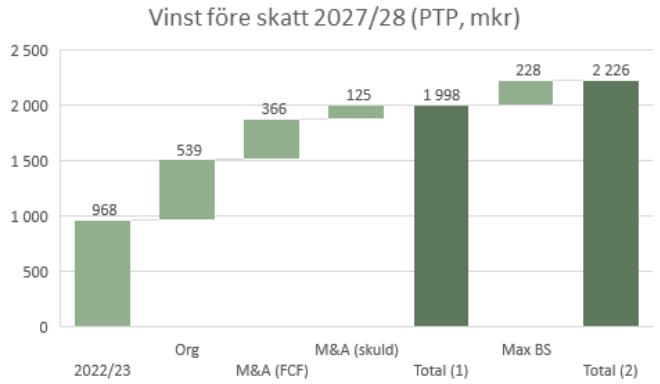
…kan göra att bolaget fördubblar vinsten igen de kommande fem åren

Ju större Lagercrantz blir behöver de antingen göra fler eller större förvärv för att kunna hålla samma tillväxttakt – det är naturligt. Vi bedömer att vi kommer se en kombination av dessa.

I våra beräkningar är vår utgångspunkt att samtliga kassaflöden, exklusive utdelningar, kommer användas till förvärv. För att uppnå 15% tillväxt per år med i genomsnitt 3% organisk tillväxt, med antagandet att de betalar 6,5x EBITA för förvärven och att marginalen expanderar från i snitt 15% till 17%, behöver de använda nästan 140% av sina kassaflöden för att nå 2 mdkr i PTP. I detta scenario skulle skuldsättningen enligt våra beräkningar ligga under 1,3x ND/EBITDA i mars 2028e. 140% av kassaflödena är i linje med historiken. Vi bedömer med andra ord att det är görbart att nå 2 mdkr om fem år (Diagram 33).

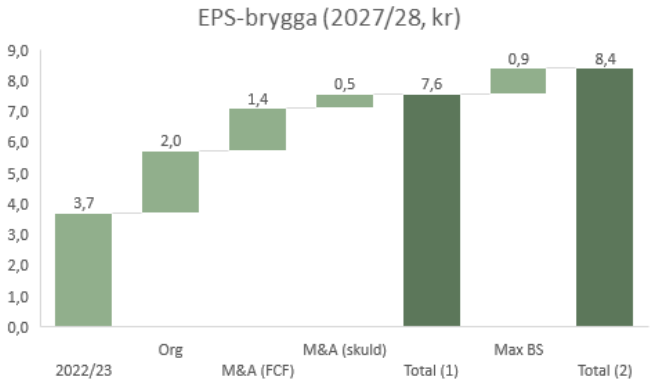
Enligt våra beräkningar skulle ungefär en tredjedel av vinsttillväxten komma från organisk tillväxt medan förvärv skulle bidra med två tredjedelar. Skulle vi anta att de är villiga att expandera balansräkningen till att nå 2,0x i mars 2028e finns det ytterligare lite mer än 10% uppsida på våra estimat enligt våra beräkningar (Diagram 33-34).

Diagram 33: Klarar att fördubbla vinsten igen kommande fem år…



Källa: EPB

Diagram 34: …vilket gör att de skulle tjäna nästan 8 kr per aktie med potential för ytterligare nästan en krona

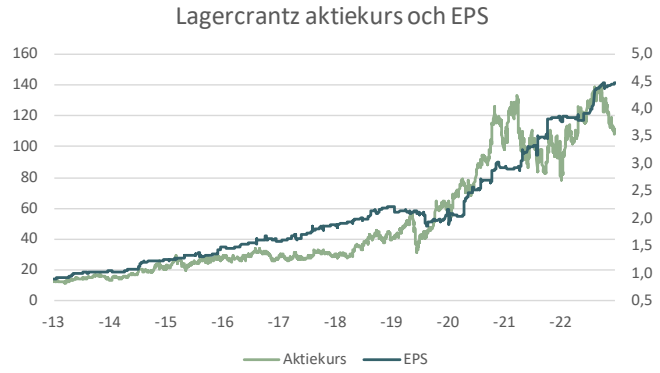


Källa: EPB

Då den drivs av förvärv räknar vi med att vinstrenden kommer fortsätta…

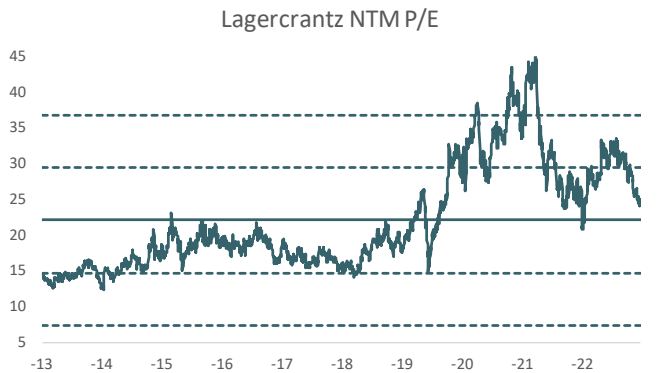
Med undantag för korta perioder har Lagercrantz vinsttrend kontinuerligt vuxit under det senaste decenniet (Diagram 35), vilket är naturligt då förvärv har varit den främsta drivkraften. Detta innebär vidare att vi bedömer att vinsttrenden kommer fortsätta accelerera framöver. Vinst och aktiekurs har divergerat den senaste tiden.

Diagram 35: EPS-trenden har fortsatt…



Källa: Factset, EPB

Diagram 36: …vilket har lett till fortsatt multipelkontraktion

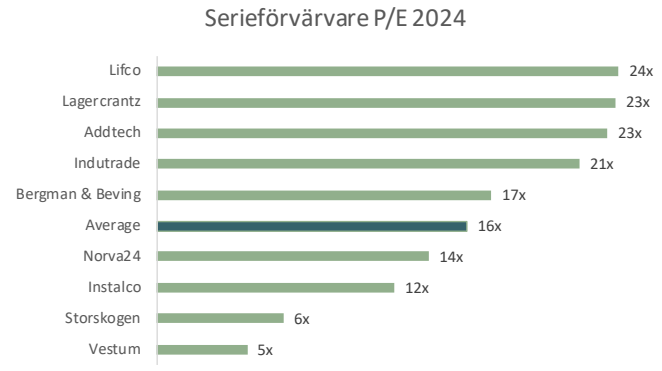


Källa: Factset, EPB

…och med P/E i linje med historiken ser vi signifikant uppsida över tid

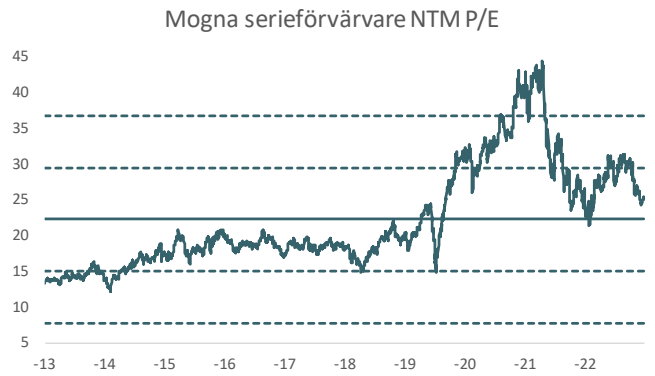
Lagercrantz har i snitt handlats på P/E 22-23x det senaste decenniet (Diagram 36). Från 2019 såg vi en kraftig multipelexpansion, under 2013–2019 var snittet betydligt lägre. Vi hävdar dock att kunskapen om sektorn har ökat och att snittet därför är mer rättvisande än den lägre nivån under första halvan av den senaste tioårsperioden. Snittet är därför basen för våra beräkningar – vi använder P/E 23x. Detta är även i linje med övriga mogna serieförvärvare (Lifco, Addtech, Indutrade, Diagram 37-38).

Diagram 37: De mogna serieförvärvarna handlas på P/E 21x-23x…



Källa: Factset, EPB

Diagram 38: …vilket är nära det historiska snittet

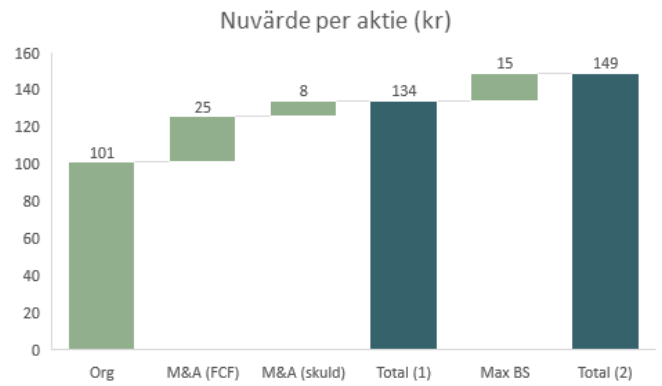


Källa: Factset, EPB

I våra beräkningar använder vi vinsten 2027/28 (dvs om fem år) för att få ett jämnare förvärvsscenario. För att fånga förvärven har vi i våra beräkningar brutit ur värdet av bolaget utan ytterligare förvärv, hur mycket förvärv från internt genererade medel bidrar med och hur mycket som expansion av balansräkningen bidrar med. Med våra beräkningar skulle vi ha en skuldsättning på ca 1,3x EBITDA 2027/28e. Skulle vi låna upp så att vi skulle nå 2,0x finns ytterligare potential.

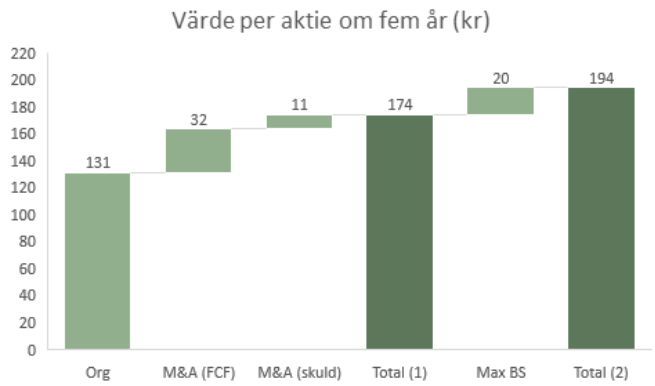
Efter att ha applicerat den historiska multipeln på de olika delarna nuvärdesberäknar vi värdena (Diagram 39), men poängterar samtidigt att värdena på fem års sikt är relevanta för den som äger bolaget på lite längre sikt eftersom vi räknar med att vinsten fortsätter att växa stadigt (Diagram 40).

Diagram 39: En stor del av värdet kommer från förvärv



Källa: EPB

Diagram 40: Värdena på sikt är relevant då vi räknar med en stadig ökning av vinsten



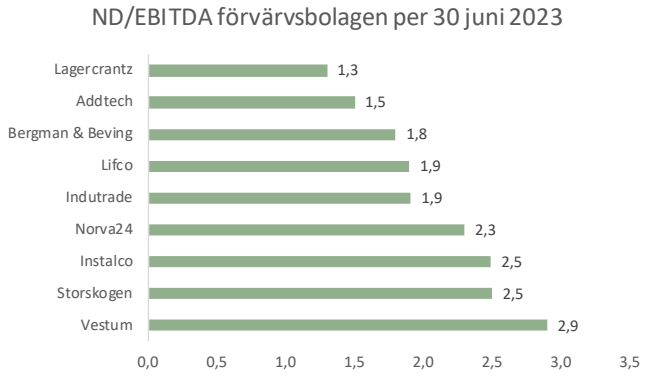
Källa: EPB

Tabell 1: Beräkning av motiverat värde

2027/28e EPS inkl. M&A (kr)	7,6
P/E	23x
Värde per aktie (kr)	174
Nuvärde per aktie (kr)	134
Rabatt/premium	0%
Motiverat värde (kr)	133 - 135

Källa: EPB

Diagram 41: Lagercrantz har den lägsta skuldsättningen i gruppen



Källa:

Lagercrantz faller ut väl i en jämförelse med peers

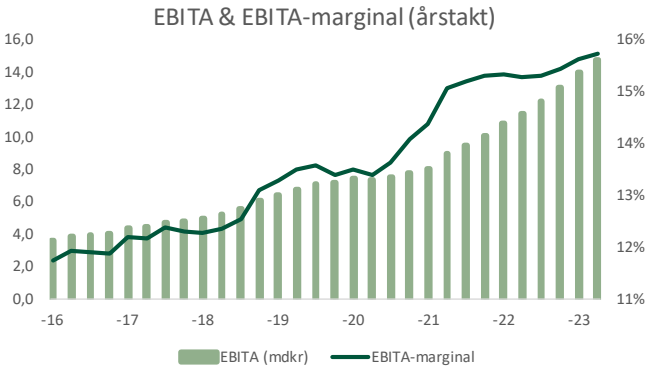
Den organiska tillväxten har mattats av för liknande bolag efter historiskt höga värden de senaste åren (Diagram 42). Den aggregerade omsättningen har samtidigt växt stadigt, oberoende av nivån på den organiska tillväxten (Diagram 43), vilket beror på att förvärv är den främsta drivkraften för försäljningen. Marginalerna har fortsatt öka och är nu på de högsta nivåerna någonsin för samtliga mogna serieförvärvare (Diagram 47).

Även om Lagercrantz tillväxt sedan 2016 har varit något lägre än genomsnittet (Diagram 44-45), har marginalexpansionen varit högre (Diagram 46) och marginalen är dessutom bland de högsta i gruppen (Diagram 47). Med den lägsta skuldsättningen i jämförelsegruppen (Diagram 41) bedömer vi att Lagercrantz förutsättningar för framtida tillväxt är bland de bästa för gruppen.

Diagram 42: Även om den organiska tillväxten har mattats av från höga nivåer…

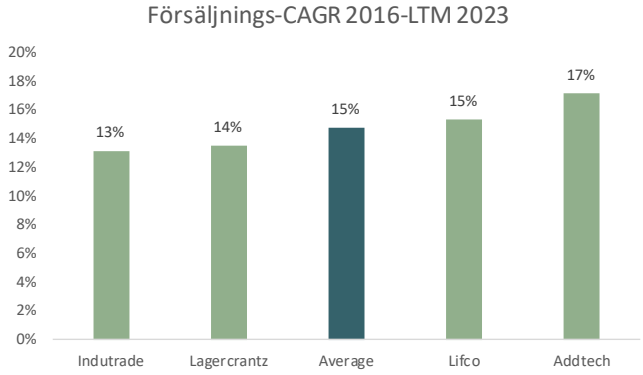
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 43: …har omsättningen fortsatt stiga



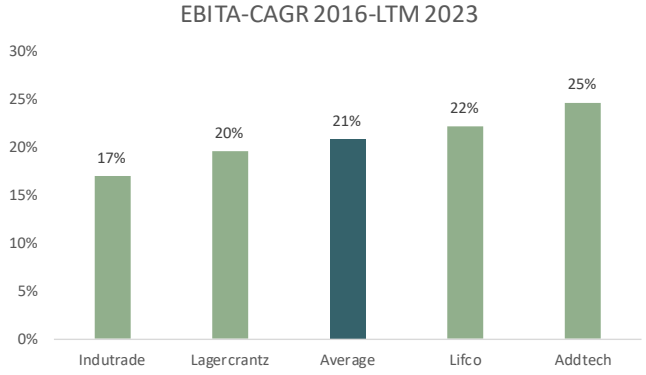
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 44: Lagercrantz tillväxt…



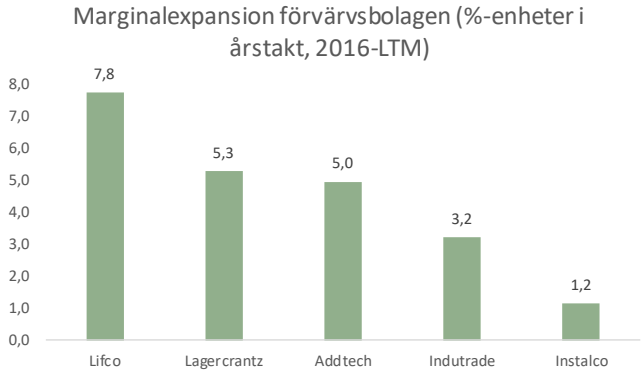
Källa: Bolagen, EPB

Diagram 45: …är något lägre än peer-gruppen…



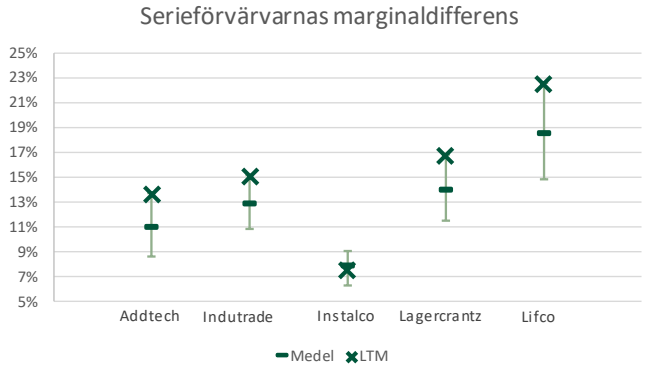
Källa: Bolagen, EPB

Diagram 46: …men marginalexpansionen har varit bland de bästa…



Källa: Bolagen, EPB

Diagram 47: …och marginalen är en av de högsta i jämförelsegruppen



Källa: Bolagen, EPB

Tabell 2: DCF – slutsatser och antaganden

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	13 216
Nuvärdet av terminalvärde	23 263
Företagsvärde (EV)	**36 480**
Nettoskuld, senast rapporterad	2 411
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**34 069**
Antal utstående aktier, full utspädning	206
Eget kapital per aktie	**165**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremie	5,5%
Småbolagspremie	0,0%
Extra risk-premie	0,0%
WACC	**8,0%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	3,0%
Långsiktig EBIT-marginal	17,0%
Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Capex, % av omsättning	3,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	12,2%
Skattesats	22%

Källa: EPB

Tabell 3: DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
	7,0%	174	190	211	238	274
	7,5%	156	169	186	206	233
WACC	8,0%	141	152	165	181	201
	8,5%	129	138	149	162	177
	9,0%	119	126	135	145	158

		Långsiktig EBIT-marginal				
		15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	19,0%
	7,0%	189	200	211	223	234
	7,5%	166	176	186	196	205
WACC	8,0%	148	157	165	174	183
	8,5%	134	141	149	156	164
	9,0%	121	128	135	142	148

Källa: EPB

Resultaträkning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoomsättning	**3 410**	**3 932**	**4 180**	**4 091**	**5 482**	**7 246**	**8 324**	**8 570**	**8 828**
Totala intäkter	**3 410**	**3 932**	**4 180**	**4 091**	**5 482**	**7 246**	**8 324**	**8 570**	**8 828**
Kostnad sålda varor	-2 171	-2 488	-2 618	-2 513	-3 389	-4 506	-5 128	-5 273	-5 424
Bruttoresultat	**1 239**	**1 444**	**1 562**	**1 578**	**2 093**	**2 740**	**3 196**	**3 297**	**3 403**
Övriga rörelsekostnader	-753	-869	-845	-804	-999	-1 289	-1 486	-1 525	-1 566
EBITDA	**486**	**575**	**717**	**774**	**1 094**	**1 451**	**1 710**	**1 772**	**1 837**
EBITDA, justerad	**486**	**575**	**717**	**774**	**1 094**	**1 451**	**1 710**	**1 772**	**1 837**
Avskrivningar	-50	-56	-152	-158	-199	-246	-278	-291	-304
EBITA, justerad	**436**	**519**	**565**	**616**	**895**	**1 205**	**1 432**	**1 482**	**1 533**
Amortering	-58	-68	-82	-87	-114	-143	-160	-160	-160
EBIT	**378**	**451**	**483**	**529**	**781**	**1 062**	**1 272**	**1 322**	**1 373**
EBIT, justerad	**378**	**451**	**483**	**529**	**781**	**1 062**	**1 272**	**1 322**	**1 373**
Finansnetto	-20	-20	-23	-27	-40	-94	-123	-92	-55
Resultat före skatt	**358**	**431**	**460**	**502**	**741**	**968**	**1 149**	**1 229**	**1 318**
Resultat före skatt, justerad	**358**	**431**	**460**	**502**	**741**	**968**	**1 149**	**1 229**	**1 318**
Total skatt	-72	-89	-94	-114	-169	-210	-253	-270	-290
Nettoresultat	**286**	**342**	**366**	**388**	**572**	**758**	**896**	**959**	**1 028**
Nettoresultat, justerad	**286**	**342**	**366**	**388**	**572**	**758**	**896**	**959**	**1 028**
Intäktstillväxt	*-*	*15%*	*6%*	*-2%*	*34%*	*32%*	*15%*	*3%*	*3%*
Bruttomarginal	*36,3%*	*36,7%*	*37,4%*	*38,6%*	*38,2%*	*37,8%*	*38,4%*	*38,5%*	*38,6%*
EBIT-marginal, justerad	*11,1%*	*11,5%*	*11,6%*	*12,9%*	*14,2%*	*14,7%*	*15,3%*	*15,4%*	*15,6%*
EPS, justerad	*1,40*	*1,68*	*1,80*	*1,91*	*2,80*	*3,70*	*4,35*	*4,65*	*4,99*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*20%*	*7%*	*6%*	*47%*	*32%*	*17%*	*7%*	*7%*

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Kassaflödesanalys

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EBIT	378	451	483	529	781	1 062	1 272	1 322	1 373
Övriga kassaflödesposter	-55	-9	120	117	106	65	61	88	119
Förändringar i rörelsekapital	-41	20	-96	136	-293	-57	-22	-23	-24
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**282**	**462**	**507**	**782**	**594**	**1 070**	**1 312**	**1 386**	**1 468**
Investeringar i anläggningstillgångar	-49	-66	-81	-68	-96	-139	-156	-161	-166
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-11	-14	-15	-19	-27	-39	-26	-26	-26
Övrigt Kassaflöde från investeringar	14	7	5	-3	11	7	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-46**	**-73**	**-91**	**-90**	**-112**	**-171**	**-182**	**-187**	**-192**
Fritt kassaflöde	**236**	**389**	**416**	**692**	**482**	**899**	**1 130**	**1 199**	**1 276**
Förvärv och avyttringar	-519	-142	-260	-325	-653	-846	-237	0	0
Nyemission / återköp	-31	-1	-17	-9	-52	155	0	0	0
Förändring av skulder	462	-104	18	-184	490	220	-648	-751	-808
Utdelningar	-136	-137	-179	-140	-214	-288	-412	-453	-474
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**-224**	**-384**	**-438**	**-658**	**-429**	**-759**	**-1 297**	**-1 204**	**-1 281**
Kassaflöde	**12**	**5**	**-22**	**34**	**53**	**140**	**-167**	**-5**	**-5**
Nettoskuld	**1 102**	**1 005**	**1 313**	**1 315**	**2 013**	**2 327**	**2 003**	**1 419**	**783**

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Balansräkning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	1 248	1 327	1 518	1 609	2 006	2 446	2 565	2 565	2 565
Övriga immateriella tillgångar	710	721	758	785	1 085	1 518	1 483	1 325	1 161
Materiella anläggningstillgångar	251	266	301	340	415	608	663	720	778
Finansiella anläggningstillgångar	3	3	4	6	7	10	10	10	10
Övriga anläggningstillgångar	8	11	193	261	338	377	377	377	377
Summa anläggningstillgångar	**2 220**	**2 328**	**2 774**	**3 001**	**3 851**	**4 959**	**5 098**	**4 996**	**4 891**
Varulager	492	528	562	655	949	1 167	1 249	1 286	1 324
Kundfordringar	614	640	682	635	882	1 146	1 316	1 355	1 396
Övriga omsättningstillgångar	172	219	214	168	315	401	415	418	421
Likvida medel och kortfristiga placeringar	134	139	117	151	210	360	193	188	183
Summa omsättningstillgångar	**1 412**	**1 526**	**1 575**	**1 609**	**2 356**	**3 074**	**3 172**	**3 247**	**3 324**
SUMMA TILLGÅNGAR	**3 632**	**3 854**	**4 349**	**4 610**	**6 207**	**8 033**	**8 270**	**8 243**	**8 215**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	1 303	1 508	1 684	1 855	2 228	3 009	3 493	3 999	4 554
Summa eget kapital	**1 303**	**1 508**	**1 684**	**1 855**	**2 228**	**3 009**	**3 493**	**3 999**	**4 554**
Långfristiga räntebärande skulder	378	978	777	783	1 645	2 282	1 791	1 202	561
Långfristiga leasingskulder	0	0	97	150	216	247	247	247	247
Övriga långfristiga skulder	213	212	228	239	324	451	451	451	451
Summa långfristiga skulder	**591**	**1 190**	**1 102**	**1 172**	**2 185**	**2 980**	**2 489**	**1 900**	**1 259**
Kortfristiga räntebärande skulder	858	166	473	437	249	35	35	35	35
Leverantörsskulder	305	332	329	366	497	588	675	695	716
Kortfristiga leasingskulder	0	0	83	96	113	123	123	123	123
Övriga kortfristiga skulder	575	658	678	684	935	1 298	1 454	1 490	1 528
Summa kortfristiga skulder	**1 738**	**1 156**	**1 563**	**1 583**	**1 794**	**2 044**	**2 288**	**2 344**	**2 402**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**3 632**	**3 854**	**4 349**	**4 610**	**6 207**	**8 033**	**8 270**	**8 243**	**8 215**

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Intäktstillväxt	-	15%	6%	-2%	34%	32%	15%	3%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	18%	25%	8%	41%	33%	18%	4%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	19%	7%	10%	48%	36%	20%	4%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-	20%	7%	6%	47%	32%	17%	7%	7%
Bruttomarginal	36,3%	36,7%	37,4%	38,6%	38,2%	37,8%	38,4%	38,5%	38,6%
EBITDA-marginal	14,3%	14,6%	17,2%	18,9%	20,0%	20,0%	20,5%	20,7%	20,8%
EBITDA-marginal, justerad	14,3%	14,6%	17,2%	18,9%	20,0%	20,0%	20,5%	20,7%	20,8%
EBIT-marginal	11,1%	11,5%	11,6%	12,9%	14,2%	14,7%	15,3%	15,4%	15,6%
EBIT-marginal, justerad	11,1%	11,5%	11,6%	12,9%	14,2%	14,7%	15,3%	15,4%	15,6%
Vinst-marginal, justerad	8,4%	8,7%	8,8%	9,5%	10,4%	10,5%	10,8%	11,2%	11,6%

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Avkastning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
ROE, justerad	Neg.	24%	23%	22%	28%	29%	28%	26%	24%
ROCE, justerad	Neg.	17%	17%	16%	20%	21%	22%	23%	25%
ROIC, justerad	Neg.	18%	18%	17%	21%	22%	23%	24%	26%

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Varulager / totala intäkter	14%	13%	13%	16%	17%	16%	15%	15%	15%
Kundfordringar / totala intäkter	18%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Leverantörsskulder / KSV	14%	13%	13%	15%	15%	13%	13%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	59%	34%	45%	48%	41%	35%	35%	34%	34%
Rörelsekapital / totala intäkter	12%	10%	11%	10%	13%	11%	10%	10%	10%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,5x	1,3x	1,2x	1,2x	1,3x	1,5x	1,5x	1,6x

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Finansiell ställning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoskuld	1 102	1 005	1 313	1 315	2 013	2 327	2 003	1 419	783
Soliditet	36%	39%	39%	40%	36%	37%	42%	49%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	0,8x	0,7x	0,8x	0,7x	0,9x	0,8x	0,6x	0,4x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	2,3x	1,7x	1,8x	1,7x	1,8x	1,6x	1,2x	0,8x	0,4x

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Aktiedata

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EPS	1,40	1,68	1,80	1,91	2,80	3,70	4,35	4,65	4,99
EPS, justerad	1,40	1,68	1,80	1,91	2,80	3,70	4,35	4,65	4,99
FCF per aktie	1,16	1,92	2,05	3,40	2,36	4,39	5,48	5,82	6,19
Utdelning per aktie	0,67	0,83	0,67	1,00	1,30	1,60	2,00	2,20	2,30
Eget kapital per aktie	6,40	7,43	8,29	9,11	10,9	14,7	16,9	19,4	22,1
Antal aktier vid årets slut, m	204	203	203	204	204	205	206	206	206
Antal aktier efter utspädning, snitt	204	203	203	204	204	205	206	206	206

Källa: Lagercrantz Group, EPB

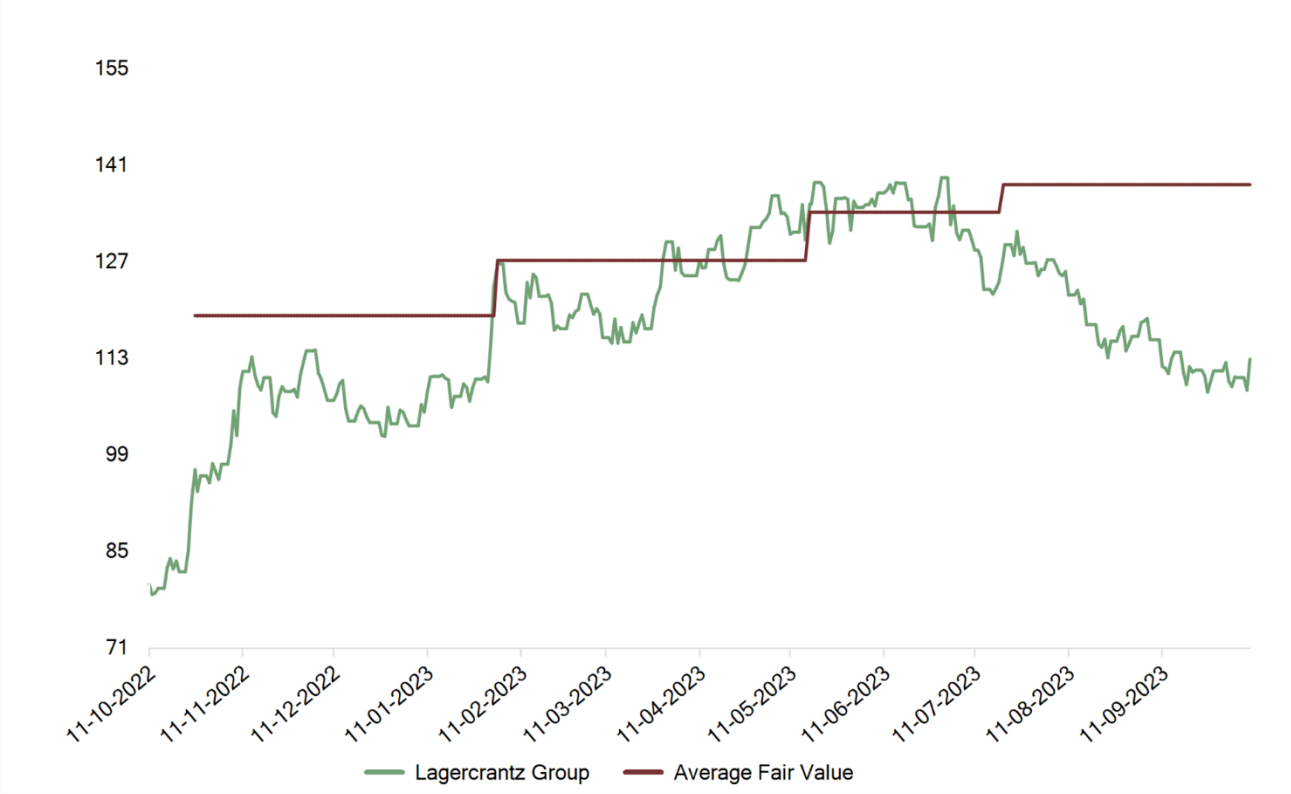
Värdering

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
P/E, justerad	19,8x	19,8x	21,4x	41,5x	38,1x	29,6x	25,2x	23,5x	22,0x
P/EK	4,3x	4,5x	4,7x	8,7x	9,8x	7,4x	6,5x	5,6x	5,0x
P/FCF	24,0x	17,4x	18,9x	23,3x	45,2x	24,9x	20,0x	18,8x	17,7x
FCF-yield	4%	6%	5%	4%	2%	4%	5%	5%	6%
Direktavkastning	2,4%	2,5%	1,7%	1,3%	1,2%	1,5%	1,8%	2,0%	2,1%
Utdelningsandel, justerad	47,5%	49,5%	37,0%	52,5%	46,4%	43,2%	46,0%	47,3%	46,1%
EV/Sales	2,0x	2,0x	2,2x	4,3x	4,3x	3,4x	3,0x	2,9x	2,8x
EV/EBITDA, justerad	13,9x	13,5x	12,8x	22,5x	21,7x	17,1x	14,6x	14,1x	13,6x
EV/EBIT, justerad	17,9x	17,2x	19,0x	32,9x	30,4x	23,4x	19,6x	18,9x	18,2x
EV	6 751	7 774	9 156	17 397	23 752	24 876	24 960	24 960	24 960
Aktiekurs	27,8	33,3	38,6	79,1	107	110	110	110	110

Källa: Lagercrantz Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Lagercrantz Group (LAGRB 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