



Lagercrantz Group

Stark balansräkning och god förvärvspipeline

Något negativ organisk tillväxt...

Den organiska tillväxten var svagt negativ i Q2, vilket vi bedömer beror på att prishöjningarna, som har varit den främsta drivkraften för organisk tillväxt de senaste åren, har stabiliserats. Vi ser detta som naturligt och bedömer att volymerna är stabila sekventiellt. Dessutom såg orderingången en viss förbättring mot slutet av kvartalet, vilket vi ser som positivt. Med tanke på att förvärv fortsätter att vara den främsta tillväxt drivaren för förvärvsbolag såsom Lagercrantz ser vi inte den svagt negativa tillväxten som dramatisk.

...förvärvspipeline är god och balansräkningen stark

Lagercrantz fortsatte expandera marginalerna under kvartalet (130 punkter y/y), vilket är särskilt imponerande med tanke på den negativa organiska tillväxten. Kassaflödet från den löpande verksamheten mer än fördubblades under de första sex månaderna och balansräkningen är den starkaste i jämförelsegruppen. Samtidigt är förvärvspipeline god och konkurrensen om objekten har minskat. Kombinationen av goda kassaflöden, stark balansräkning och god pipeline ger goda möjligheter att accelerera tillväxten.

Lämnar estimat och motiverat värde i stort oförändrat

Den negativa tillväxten kompenseras av högre marginaler och vi lämnar i stort våra estimat oförändrade. Vi tycker att kursen reagerade omotiverat svagt på den negativa organiska tillväxten och behåller vårt motiverade värde, 133-135 SEK.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	22/23	23/24e	24/25e	25/26e	Motiverat värde	133 - 135 SEK
Totala intäkter	-1,7%	-2,0%	-2,0%	7 246	8 181	8 395	8 647	Aktiekurs	99,8 SEK
EBIT, just.	0,6%	0,1%	0,0%	Tillväxt	32%	13%	3%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	0,6%	0,1%	0,1%	EBITDA, just.	1 451	1 710	1 764	Kursutveckling 12 mån	
				EBIT, just.	1 062	1 280	1 323		
				EPS, just.	3,7	4,4	4,7	Intressekonflikter	
				EPS-tillväxt, just.	32%	18%	6%	Yes No	
				EK/aktie	14,7	17,0	19,4	Likviditetsgarant ✓	
				Utdelning per aktie	1,6	2,0	2,2	Certified adviser ✓	
				EBIT-marginal	14,7%	15,6%	15,8%	Transaktioner 12m ✓	
				ROE, just.	28,9%	27,7%	25,6%		
				ROCE, just.	20,9%	22,5%	23,5%		
				EV/Sales	3,2x	2,8x	2,7x		
				EV/EBITDA	15,8x	13,3x	12,9x		
				EV/EBIT	21,5x	17,7x	17,2x		
				P/E, just.	26,9x	22,8x	21,4x		
				P/EK	6,8x	5,9x	5,1x		
				Direktavkastning	1,6%	2,0%	2,2%		
				FCF yield	4%	6%	6%		
				Nettoskuld/EBITDA	1,6x	1,2x	0,8x		

Kommande händelser

Q3 - rapport	06 februari 2024
Q4 - rapport	17 maj 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	206m
Börsvärde	20 542
Nettoskuld	2 153
EV	22 695
Free float	90%
Daglig handelsvolym, snitt	279k
Bloomberg Ticker	LAGRB SS EQUITY

Analytiker

Markus Almerud
markus.almerud@penser.se

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 multipelarbiterage, 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

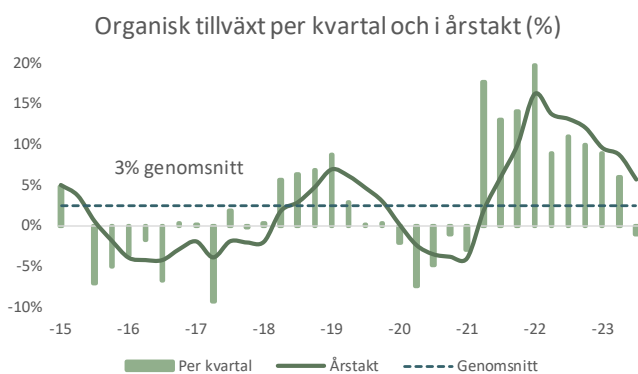
133–135 kr

Kvartalet i korthet

Lagercrantz rapporterade -1% organisk tillväxt i Q1 (Diagram 1). Vi bedömer att merparten av den organiska tillväxten de senaste kvartalerna har varit pris och att takten även fortsättningsvis kommer ned, vilket är helt naturligt. Med fortsatta prishöjningar och minskad press från råmaterialpriser fortsatte marginalen att expandera. EBITA-marginalen nådde sin högsta nivå någonsin (Diagram 2).

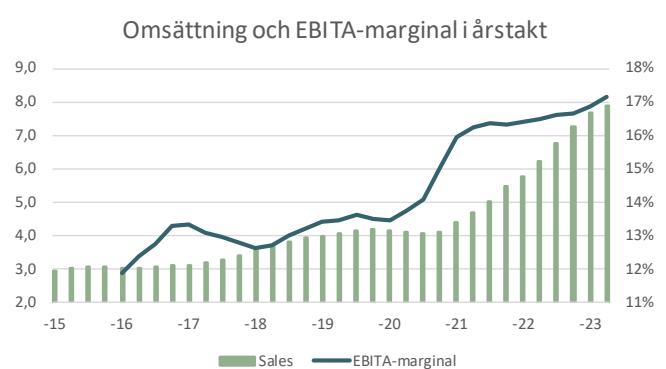
Bolaget har som mål att öka vinsten med 15% per år, vilket innebär en fördubbling var femte år. 2021 specificerade Lagercrantz målet till att vinsten skulle fördubblas från 500 mkr till en miljard. De uppnådde målet på lite mer än två år. Ledningen förtydligar nu målet ytterligare en gång och sätter som mål att bolaget ska nå vinst före skatt på två miljarder inom fem år. Samtidigt höjer de förvärvsambitionen – från 5-8 förvärv per år till 8-12. Därmed räknar ledningen med att en tredjedel av tillväxten ska komma från organisk tillväxt medan två tredjedelar ska komma från förvärv.

Diagram 1: Stark organisk tillväxt för sjunde kvartalet i rad



Källa: Bolaget, EPB

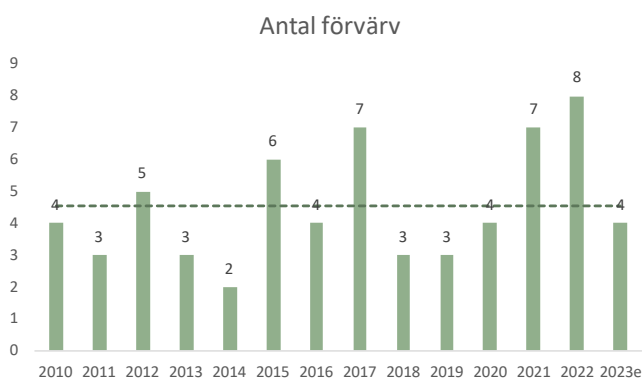
Diagram 2: Marginalen fortsatte expandera



Källa: Bolaget, EPB

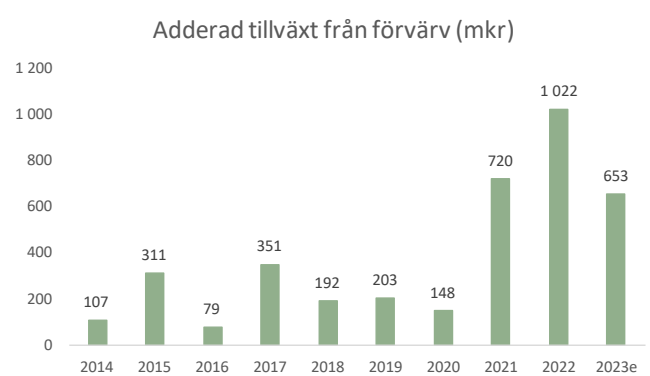
Lagercrantz har adderat fyra förvärv under räkenskapsårets första sex månader (de har brutet räkenskapsår som börjar 1 april). Tillsammans har dess adderat cirka 310 mkr i omsättning. Detta gör att bidraget från förvärv fortsätter vara historiskt högt (Diagram 4). Bolaget beskriver förvärvsmarknaden som intressant och de skriver att de har flera attraktiva affärer under utvärdering. Bolaget har byggt förvärvsorganisation i UK, vilket har givit bra resultat och kan komma att bygga organisation i marknader som Tyskland och DACH kommande år.

Diagram 3: Fyra förvärv hittills i år...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: ...och historiskt högt tillskott



Källa: Bolaget, EPB

Värdering

Diagram 5: Aktiekurs och vinst i och vinst i olika riktningar

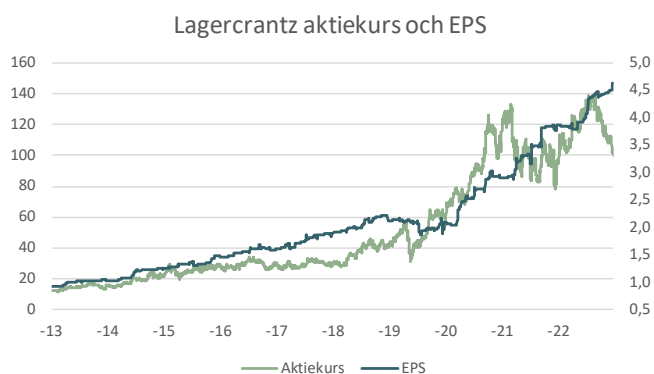


Diagram 6: Värderingen har rekylrat

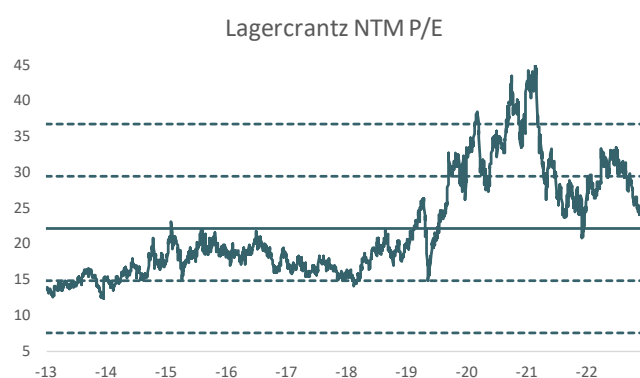


Diagram 7: Hela jämförelsegruppen har sett multipelkontraktion...



Diagram 8: ...trots att vinsttrenden har varit stabil

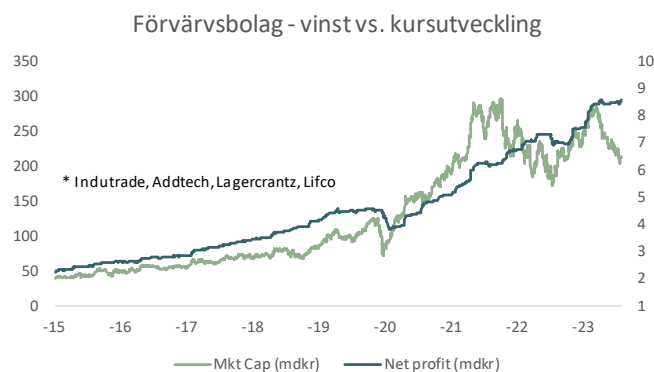


Diagram 9: Stor uppsida om man räknar med förväv...

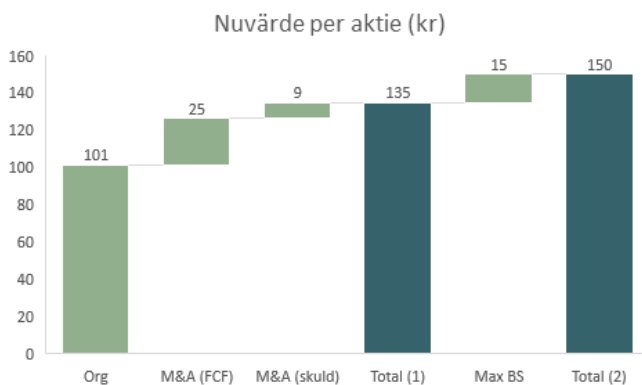
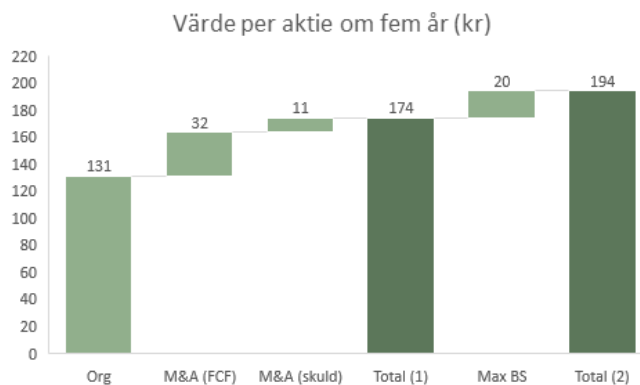


Diagram 10: ...och värdeskapandet kommer fortsätta



Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	12 583	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	21 020	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	17,0%
Företagsvärde (EV)	33 604	Småbolagspremie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	2 153	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	12,2%
Eget kapital	31 451			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	206				
Eget kapital per aktie	153				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	19,0%
	7,0%	160	175	194	219	251		7,0%	174	184	194	204	215
	7,5%	144	156	171	190	213		7,5%	153	162	171	180	189
WACC	8,0%	131	141	153	167	185	WACC	8,0%	137	145	153	160	168
	8,5%	120	128	138	149	163		8,5%	124	131	138	145	151
	9,0%	110	117	125	135	146		9,0%	113	119	125	131	137

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	8 181	8 395	8 647
Totala intäkter	3 410	3 932	4 180	4 091	5 482	7 246	8 181	8 395	8 647
Kostnad sålda varor	-2 171	-2 488	-2 618	-2 513	-3 389	-4 506	-5 008	-5 134	-5 282
Bruttoresultat	1 239	1 444	1 562	1 578	2 093	2 740	3 173	3 261	3 365
Övriga rörelsekostnader	-753	-869	-845	-804	-999	-1 289	-1 463	-1 497	-1 537
EBITDA	486	575	717	774	1 094	1 451	1 710	1 764	1 828
EBITDA, justerad	486	575	717	774	1 094	1 451	1 710	1 764	1 828
Avskrivningar	-50	-56	-152	-158	-199	-246	-270	-281	-295
EBITA, justerad	436	519	565	616	895	1 205	1 440	1 483	1 533
Amortering	-58	-68	-82	-87	-114	-143	-160	-160	-160
EBIT	378	451	483	529	781	1 062	1 280	1 323	1 373
EBIT, justerad	378	451	483	529	781	1 062	1 280	1 323	1 373
Finansnetto	-20	-20	-23	-27	-40	-94	-123	-91	-54
Resultat före skatt	358	431	460	502	741	968	1 156	1 231	1 319
Resultat före skatt, justerad	358	431	460	502	741	968	1 156	1 231	1 319
Total skatt	-72	-89	-94	-114	-169	-210	-254	-271	-290
Nettoresultat	286	342	366	388	572	758	902	960	1 029
Nettoresultat, justerad	286	342	366	388	572	758	902	960	1 029
Intäkstillväxt	-	15%	6%	-2%	34%	32%	13%	3%	3%
Bruttomarginal	36,3%	36,7%	37,4%	38,6%	38,2%	37,8%	38,8%	38,8%	38,9%
EBIT-marginal, justerad	11,1%	11,5%	11,6%	12,9%	14,2%	14,7%	15,6%	15,8%	15,9%
EPS, justerad	1,40	1,68	1,80	1,91	2,80	3,70	4,37	4,66	4,99
EPS-tillväxt, justerad	-	20%	7%	6%	47%	32%	18%	6%	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	1 280	1 323	1 373
Övriga kassaflödesposter	-55	-9	120	117	106	65	52	79	111
Förändringar i rörelsekapital	-41	20	-96	136	-293	-57	-8	-20	-24
Kassaflöde från den operationella verksamheten	282	462	507	782	594	1 070	1 324	1 382	1 460
Investeringar i anläggningstillgångar	-49	-66	-81	-68	-96	-139	-154	-158	-162
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	-180	-184	-188
Fritt kassaflöde	236	389	416	692	482	899	1 144	1 198	1 271
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	-660	-749	-803
Utdelningar	-136	-137	-179	-140	-214	-288	-412	-453	-474
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-224	-384	-438	-658	-429	-759	-1 309	-1 202	-1 276
Kassaflöde	12	5	-22	34	53	140	-165	-4	-5
Nettoskuld	1 102	1 005	1 313	1 315	2 013	2 327	1 986	1 400	766

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	1 486	1 332	1 171
Materiella anläggningstillgångar	251	266	301	340	415	608	662	718	775
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	5 100	5 001	4 898
Varulager	492	528	562	655	949	1 167	1 227	1 259	1 297
Kundfordringar	614	640	682	635	882	1 146	1 294	1 328	1 368
Övriga omsättningstillgångar	172	219	214	168	315	401	413	415	419
Likvida medel och kortfristiga placeringar	134	139	117	151	210	360	195	191	187
Summa omsättningstillgångar	1 412	1 526	1 575	1 609	2 356	3 074	3 129	3 194	3 270
SUMMA TILLGÅNGAR	3 632	3 854	4 349	4 610	6 207	8 033	8 229	8 195	8 168
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	1 303	1 508	1 684	1 855	2 228	3 009	3 499	4 006	4 561
Summa eget kapital	1 303	1 508	1 684	1 855	2 228	3 009	3 499	4 006	4 561
Långfristiga räntebärande skulder	378	978	777	783	1 645	2 282	1 777	1 186	547
Långfristiga leasingkulder	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	2 475	1 884	1 245
Kortfristiga räntebärande skulder	858	166	473	437	249	35	35	35	35
Leverantörsskulder	305	332	329	366	497	588	664	681	702
Kortfristiga leasingkulder	0	0	83	96	113	123	123	123	123
Övriga kortfristiga skulder	575	658	678	684	935	1 298	1 434	1 465	1 501
Summa kortfristiga skulder	1 738	1 156	1 563	1 583	1 794	2 044	2 256	2 304	2 361
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 632	3 854	4 349	4 610	6 207	8 033	8 229	8 195	8 168

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%	13%	3%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	18%	25%	8%	41%	33%	18%	3%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	19%	7%	10%	48%	36%	20%	3%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-	20%	7%	6%	47%	32%	18%	6%	7%
Bruttomarginal	36,3%	36,7%	37,4%	38,6%	38,2%	37,8%	38,8%	38,8%	38,9%
EBITDA-marginal	14,3%	14,6%	17,2%	18,9%	20,0%	20,0%	20,9%	21,0%	21,1%
EBITDA-marginal, justerad	14,3%	14,6%	17,2%	18,9%	20,0%	20,0%	20,9%	21,0%	21,1%
EBIT-marginal	11,1%	11,5%	11,6%	12,9%	14,2%	14,7%	15,6%	15,8%	15,9%
EBIT-marginal, justerad	11,1%	11,5%	11,6%	12,9%	14,2%	14,7%	15,6%	15,8%	15,9%
Vinst-marginal, justerad	8,4%	8,7%	8,8%	9,5%	10,4%	10,5%	11,0%	11,4%	11,9%

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%	24%	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%	35%	35%
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	1,4x	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	1 986	1 400	766
Soliditet	36%	39%	39%	40%	36%	37%	43%	49%	56%
Nettoskultsättningsgrad	0,8x	0,7x	0,8x	0,7x	0,9x	0,8x	0,6x	0,3x	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	4,37	4,66	4,99
EPS, justerad	1,40	1,68	1,80	1,91	2,80	3,70	4,37	4,66	4,99
FCF per aktie	1,16	1,92	2,05	3,40	2,36	4,39	5,55	5,81	6,17
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	17,0	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

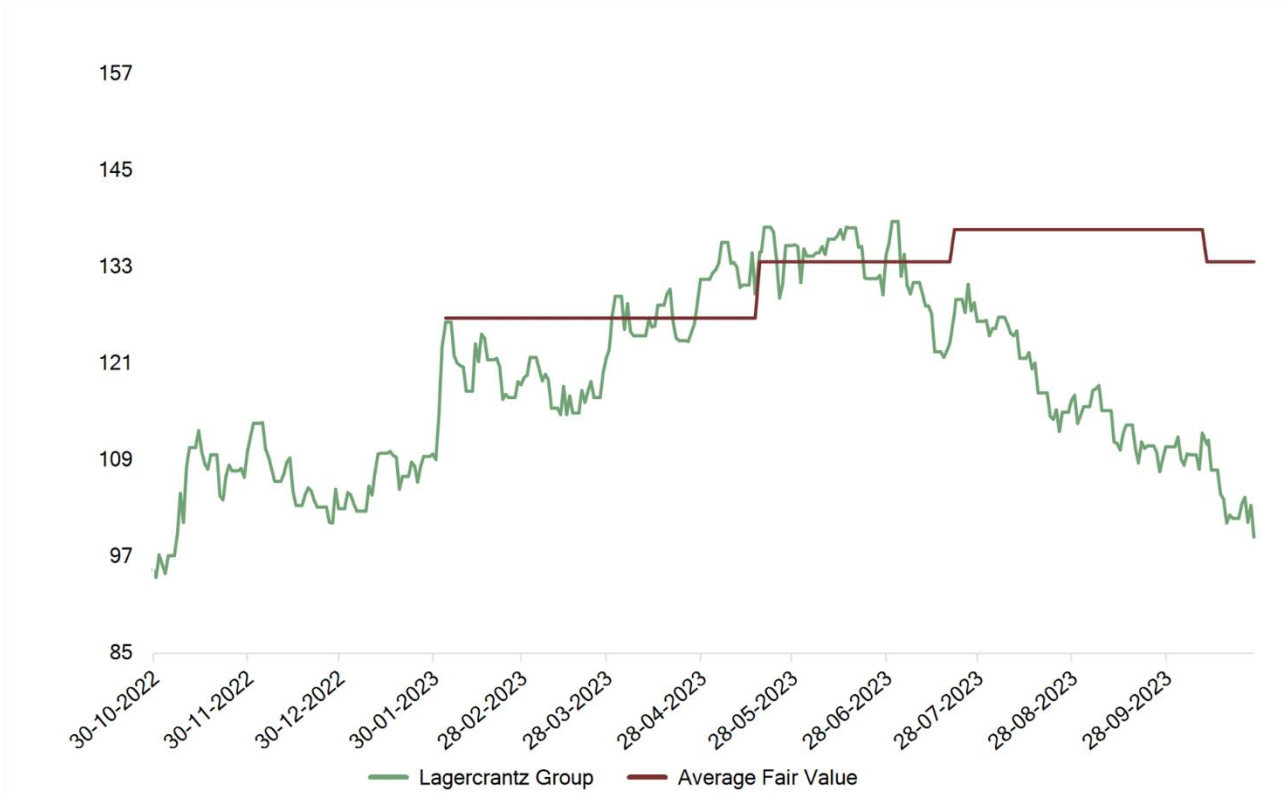
Värdering

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
P/E, justerad	20,4x	29,0x	42,2x	69,9x	36,9x	26,9x	22,8x	21,4x	20,0x
P/EK	4,5x	6,6x	9,2x	14,6x	9,5x	6,8x	5,9x	5,1x	4,5x
P/FCF	24,8x	25,5x	37,1x	39,2x	43,7x	22,7x	18,0x	17,2x	16,2x
FCF-yield	4%	4%	3%	3%	2%	4%	6%	6%	6%
Direktavkastning	2,3%	1,7%	0,9%	0,8%	1,3%	1,6%	2,0%	2,2%	2,3%
Utdelningsandel, justerad	47,5%	49,5%	37,0%	52,5%	46,4%	43,2%	45,7%	47,2%	46,1%
EV/Sales	2,0x	2,0x	2,2x	4,3x	4,3x	3,2x	2,8x	2,7x	2,6x
EV/EBITDA, justerad	13,9x	13,5x	12,8x	22,5x	21,7x	15,8x	13,3x	12,9x	12,4x
EV/EBIT, justerad	17,9x	17,2x	19,0x	32,9x	30,4x	21,5x	17,7x	17,2x	16,5x
EV	6 751	7 774	9 156	17 397	23 752	22 869	22 695	22 695	22 695
Aktiekurs	27,8	33,3	38,6	79,1	107	99,8	99,8	99,8	99,8

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 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.

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 kraftigt 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 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 informations spridning, 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