



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 13 July 2020

Björn Borg

Handlingskraftighet i prövande tider

Hårt drabbat men hanterar rörelsekostnader

Pandemin har påverkat retailbranschen och Björn Borg har sett kraftiga effekter i egna och externa fysiska butiker. Bolaget har tidigare kommunicerat lönsamhetsförbättrande åtgärder och den senaste åtgärden är varsel som väntas ge besparingar om ca 19 mkr per år. Besparingseffekterna synliggörs med fördröjning och kommer därmed inte bli fullt synbara under Q2, som dessutom är säsongsmässigt svagt.

Estimatjusteringar

Vi ser indikationer från jämförelsebolag och branschdata som gör att vi reviderar våra tillväxt- och lönsamhetsestimater, primärt 2020. Försäljningsprognoser är svåra i rådande läge, men peers har rapporterat kraftiga intäktstapp under Q2 och vi bedömer att detta ger goda indikationer om utvecklingen för Björn Borg. 2020e justerar vi omsättningsestimaten till 661 mkr (728 mkr) och EBITDA-estimaten till 37 mkr (107,5 mkr).

Värden kan synliggöras på lång sikt

Vi bibehåller vår bedömning att Björn Borg har en värderingsmultipel som inte återspeglar värdet i varumärket. Björn Borg handlas i linje med liknande detaljhandelsföretag. En multipel som vi bedömer bättre återspeglar värdet i märket ger ett motiverat värde om 17-18 kr per aktie (20-22 kr). Vi bedömer att Björn Borg har medelhög potential till hög risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	17.00 - 18.00	
EPS, just 20e	-0.44	1.54	-128.6%	Sales,m	757	661	694	735	Current price	13.74
EPS, just 21e	1.13	1.91	-40.8%	Sales Growth	6.7%	(12.7)%	5.0%	6.0%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	1.72	1.76	-2.7%	EBITDA, m	109	37	96	115	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	51.4	(19.0)	38.7	57.4		
				EPS, adj	1.55	(0.44)	1.13	1.72		
				Equity/Share	10.5	10.1	11.2	12.9		
				Dividend	2.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	6.8%	(2.9)%	5.6%	7.8%		
				ROE (%)	14.7%	(4.4)%	10.1%	13.3%		
				ROCE	9.8%	(4.0)%	8.3%	12.5%		
				EV/Sales	0.83x	0.95x	0.90x	0.85x		
				EV/EBITDA	5.8x	17.0x	6.5x	5.4x		
				EV/EBIT	12.2x	(32.9)x	16.1x	10.9x		
				P/E, adj	8.9x	(31.1)x	12.1x	8.0x		
				P/Equity	2.3x	2.4x	2.2x	2.1x		
				Dividend yield	9.3%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	18.4%	(6.1)%	14.9%	15.9%		
				Net Debt/EBITDA	2.4g	6.2g	1.9g	1.2g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q2'20 report	18 augusti 2020		
Q3'20 report	20 november 2020		

Bolagsfakta	
Antal aktier	25.1m
Market cap, mkr	346
Nettoskuld, mkr	279
EV, mkr	625
Free Float	100.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	29.0(k)
Reuters/Bloomberg	BORG.ST/BORG SS

Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se
Analysavdelningen



Sammanfattning

Handlingskraftighet i prövande tider

Investment Case

Björn Borgs omställning från att vara ett bolag inom underkläder till att bli ett företag inom sportkläder har försvårats av pandemin och nedstängningarna i bolagets kärnmarknader. Långsiktigt fortsätter dock hälso- och träningstrenden vara drivande för bolagets tillväxt. Trots bolagets starka varumärke värderas Björn Borg idag i paritet med eller lägre än andra detaljhandelsföretag. Vi anser att en varumärkesvärdering är mer relevant. Givet bolagets lägre lönsamhet samt regionala fokus på enbart Norra Europa motiveras en rabatt, även om dagens rabatt är omotiverad hög.

Bolags profil

Björn Borg är ett svenskt modeföretag som designar och säljer underkläder, skor, sportkläder och övriga produkter under det egna varumärket Björn Borg. Bolagets två största marknader är Holland och Sverige som tillsammans stod för drygt 62 % av varumärkesförsäljningen 2019. Produktområdet underkläder stod 2019 för majoriteten av försäljningen, drygt 59 %, medan sportkläder stod för drygt 14 %.

Värdering

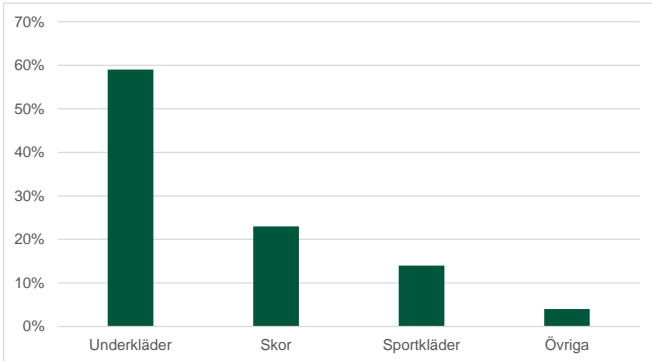
Vi ser att data från retailbolag med inriktning mot sport- och underkläder ger tydliga indikationer på omfattningen av intäktsbortfallet under andra kvartalet. Vi bedömer vidare att effekterna kommer synas under resterande delar av 2020. Vi noterar dock att bolag inom segmentet uppvisat stark tillväxt inom onlinehandeln och bedömer att även Björn Borg kommer uppvisa stark tillväxt inom den onlinebaserade handeln. Andelen intäkter från e-tailers och den egna e-handeln utgjorde 26 % av intäkterna 2019.

Vi ser att Björn Borg har arbetat med att hantera kostnadsbasen, bland annat genom att hantera marknadsföringsutgifter, kostnader för lagerlokaler och personalkostnader. Vissa kostnadsbesparingar förväntas ge snabba effekter samtidigt som andra besparingar blir synbara med fördröjning. Vi bedömer att Björn Borg kommer ha negativt rörelseresultat för helåret 2020 om - 19 mkr. För 2021 och 2022 ser vi i nuläget positivt rörelseresultat om 39 respektive 57 mkr. Värderingsmässigt ser vi fortfarande att Björn Borg har väsentligt lägre värderingsmultiplar än bolag med starka varumärken inom segmentet. Björn Borg handlas till en multipel i linje med andra detaljhandelsföretag. Vår relativvärdering indikerar ett värde i spannet 17-18 kr per aktie.

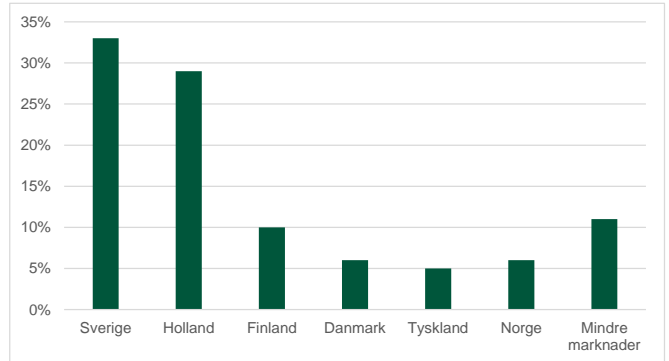
Motiverat värde

17-18 SEK

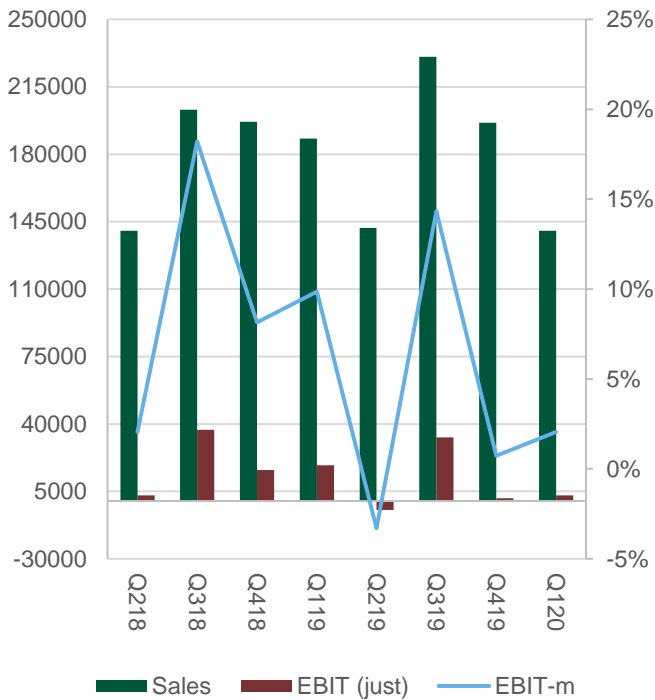
Intäktsfördelning



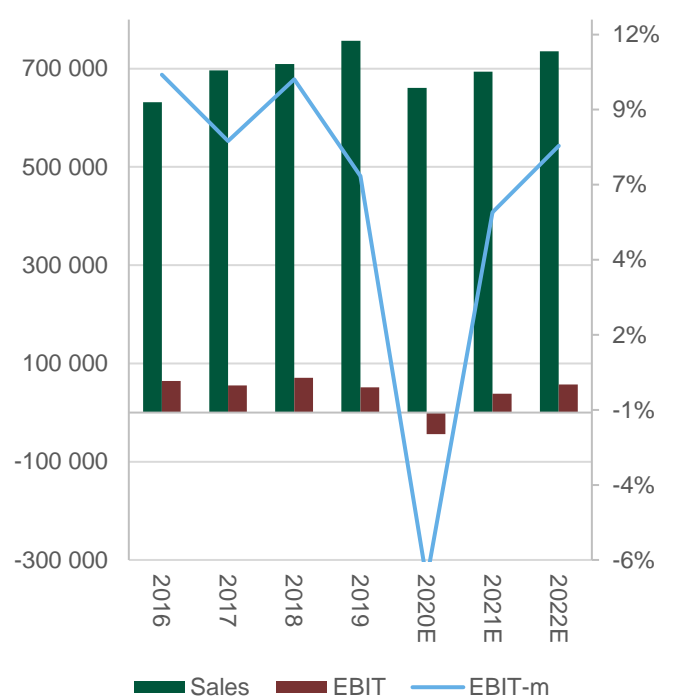
Intäktsfördelning



Intäkter och rörelseresultat



Intäkter och rörelseresultat



Retailmarknaden under Covid-19

Svenska och globala aktörer inom detaljhandeln med fokus på träningskläder har drabbats hårt av nedstängningar och den minskade handeln som följt Covid-19-pandemin. I juni 2020 reviderade HUI, Handels Utredningssinstitut, ned prognosen för huvsällskonsumtion 2020 till -4 % y/y. För helåret justeras tillväxtprognoser i detaljhandel för 2020 till +1,5 % för 2020. Effekterna har enligt HUI varit stora på så kallade socialt betingade köp som kläder och skor. Effekterna har varit störst i fysiska butiker.

Ser man till försäljningskanaler har organisationen Svensk Handel i en enkät under april 2020 undersökt utvecklingen inom försäljningsplattformar bland företag inom dagligvaruhandeln som delvis eller helt bedriver försäljning online. 61 % svarar att den onlinebaserade försäljningen i början av april ökat mer än 40 % y/y, vilket var det vanligaste svarsalternativet. Inget av de tillfrågade företagen hade sett en minskad försäljning, samtidigt som 8 % av företagen sa att försäljningen var oförändrad. I samma undersökning för intäktsestimaten för samtliga försäljningskanaler är fördelningen annorlunda, då 42 % upplever minskad försäljning. Ca 10 % av de tillfrågade svarar att försäljningen minskat med 21-40 %.

Organisationen Svensk Handels Stilindex för maj 2020 indikerar kraftiga intäktstapp inom den svenska klädbranschen för fysiska butiker och e-handel, där den totala försäljningstillväxten för maj var -26,3 % y/y. Björn Borg bedriver onlinebaserad försäljning dels genom egna kanaler (egen onlinehandel) samt externa webbaserade kanaler (som Björn Borg kallar e-tailers, och som vi bedömer är exempelvis Zalando, Sportamore eller Boozt). Tillsammans utgjorde de onlinebaserade försäljningskanalerna 26 % av Björn Borgs intäkter för 2019, 74 % var därmed butiksbaserad. För Q1'20 växte den egna onlinehandeln 17 % y/y, men den totala onlinehandeln var i stort oförändrad. Totalt utgör den svenska marknaden 33 % av bolagets intäkter och är därmed den största marknaden, men vi bedömer att intäktstappet för fysiska butiker i många andra centrala marknader är av liknande omfattning. Under Q2 var samtliga butiker i Benelux nedstängda. Holland är bolagets näst största marknad med 29 % av intäkterna.

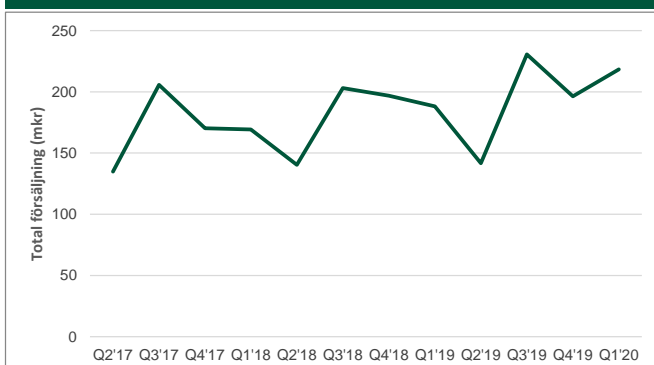
Intäktstapp och konkurrens

Vi bedömer att försäljningssiffror från sektorkollegor ger en indikation om hur Björn Borgs försäljningstillväxt påverkats under pandemin. Försäljningsestimaten förstärks även av branschdata från HUI samt Svensk Handel. För indikationer om hur Björn Borgs försäljning utvecklas fördelar vi intäkterna via online och fysiska butiker, på grund av indikationer att fysiska butiker drabbats hårt samtidigt som onlinehandeln indikerar tillväxt.

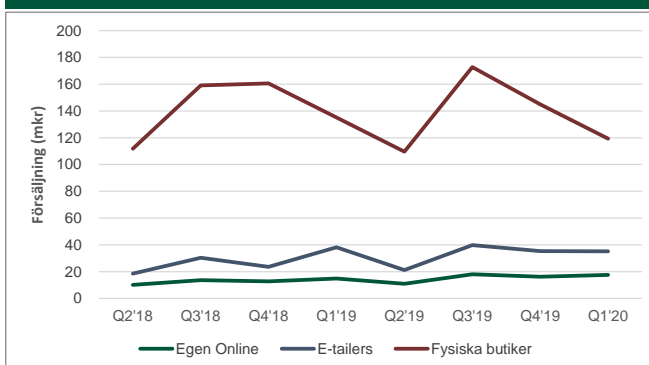
Näthandlaren Zalando, som vi bedömer utgör en stor andel av Björn Borgs e-tailerverksamhet, gjorde en omvänd vinstvarning och kommunicerade förväntningar på försäljning under Q2 som kraftigt överstiger marknadens förväntningar. Näthandlaren Boozt, som säljer Björn Borg-produkter, uppdaterade under juni 2020 sina försäljningsestimat för helåret 2020 till en bedömd försäljningstillväxt om 20-25 % mot tidigare estimat om 10-20 %. Bland övriga stora aktörer inom e-handel av kläder, men som säljer egna produkter, noterade HM en försäljningstillväxt online under andra kvartalet (1 mar - 31 maj) om 36 %.

Sammantaget bedömer vi att Björn Borg kommer tappa stora delar av intäkterna men att e-handeln kommer att växa. Branschdata och sektorkollegor indikerar att onlinehandeln växer samtidigt som butikshandeln drabbats hårt av nedstängningar. För helåret 2020 bedömer vi att Björn Borg-koncernen kommer att minska omsättningen med 12,7 % till 661 mkr. Nedan visas omsättningen hur intäkterna historiskt fördelats mellan onlinebaserad handel (både egen och via e-tailers) och den butiksbaserade. Den totala omsättningen har stigit sedan Q2'17, men de senaste två kvartalen har tillväxten avtagit inom butiksförsäljningen.

Totala intäkter (mkr)



Fördelning försäljningskanaler (mkr)

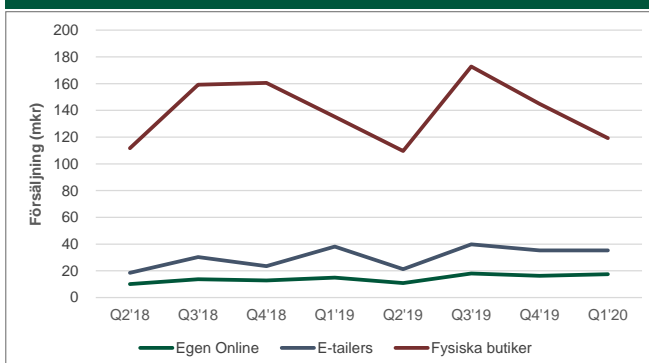


Intäkterna från den egna onlinehandeln och e-tailers har växt även om det finns säsongsmässiga variationer. E-tailers utgör den större andelen av de två onlinebaserade försäljningskanalerna. Historiskt varierar tillväxten kvartalsvis, men långsiktigt är trenden att Björn Borgs totala onlinebaserade försäljning växer. Försäljningen inom e-tailers uppvisar stor variation säsongsmässigt, vilket är i likhet med Björn Borgs försäljning på koncernnivå.

Försäljning e-handel och e-tailers

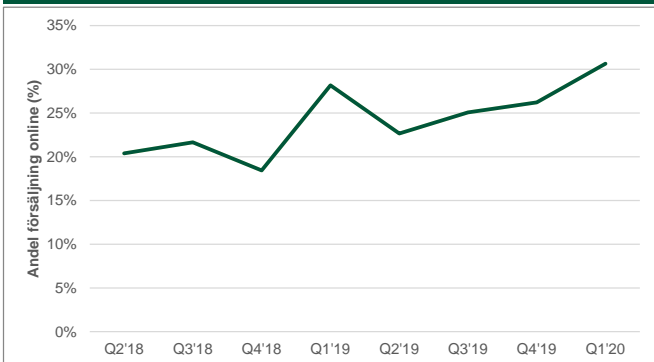


Fördelning onlineförsäljning

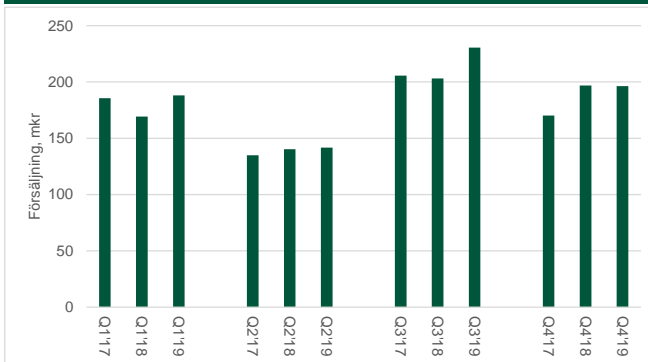


Nedan illustreras tillväxten i onlinebaserad handel som andel av total omsättning. Vi förväntar oss att andelen kommer att fortsätta växa, drivet av bland annat marknadsföring prioriterad mot onlinehandel. Nedan återges även försäljningsutvecklingen kvartalsvis. Intäkterna är starkt säsongsbetonade, där Q2 historiskt är ett svagt kvartal samtidigt som Q3 är det starkaste kvartalet.

Onlineförsäljning, andel av total

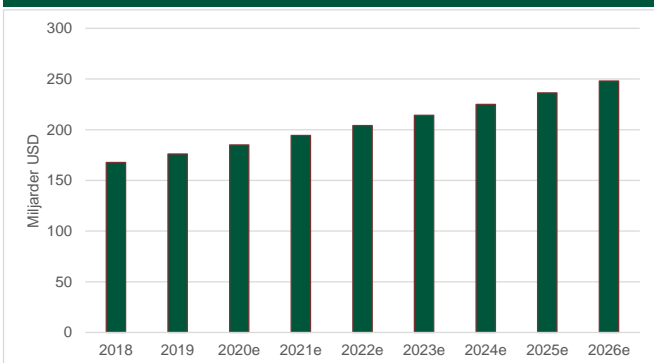


Försäljning kvartalsvis



Långsiktigt bedömer vi att bolaget kommer att kapitalisera på den växande försäljningen inom sportkläder. Marknadsanalyser indikerar att den bedömda tillväxten för försäljning av sportkläder globalt kommer att stiga med 5 % CAGR under perioden 2019 - 2026, vilket illustreras i grafen nedan.

Värde sportklädesmarknaden

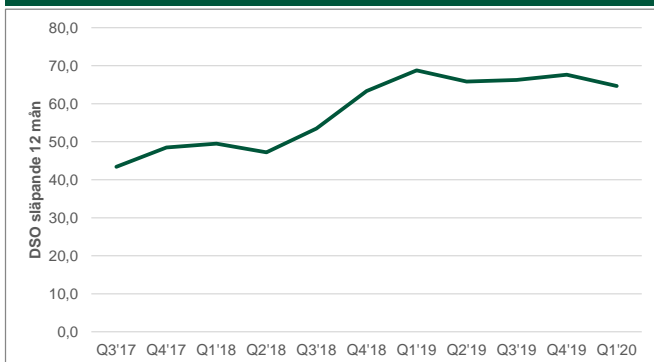


Källa: Allied Market Research, Erik Penser Bank

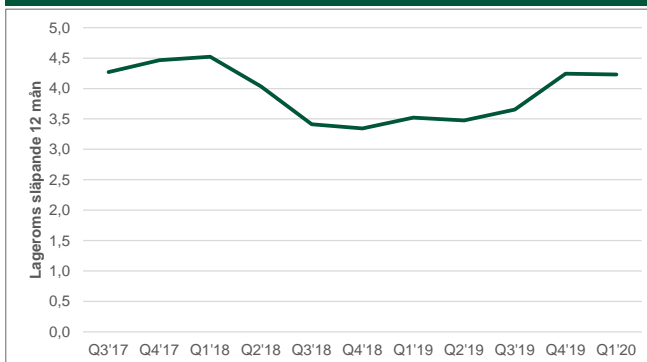
Days Sales Outstanding, DSO, indikerar hur snabbt försäljning genererar kassaflöde och påvisar förmågan att generera kassaflöde från kundfordringar. Trenden sedan 2016 har varit stigande men tillväxten avtog något under 2019. Studerar man trenden kvartalsvis ser man tendens till förbättring under Q1, vilket vi bedömer beror på att man mer aktivt arbetat med att driva in kundfordringarna och att man varit framgångsrika.

Lageromsättningshastigheten förstärktes under Q4'19, men ska betraktas med hänsyn till den stora utförsäljning man gjorde i samband med att man stängde ned ett lager i Holland. Björn Borg flyttade 2019-2020 samtliga lager till ett centrallager i Sverige vilket vi bedömer kommer att effektivisera lagerhållningen och förbättra lageromsättningen framöver.

DSO släpande 12 månader



Lageromsättningshastighet, släpande 12 mån



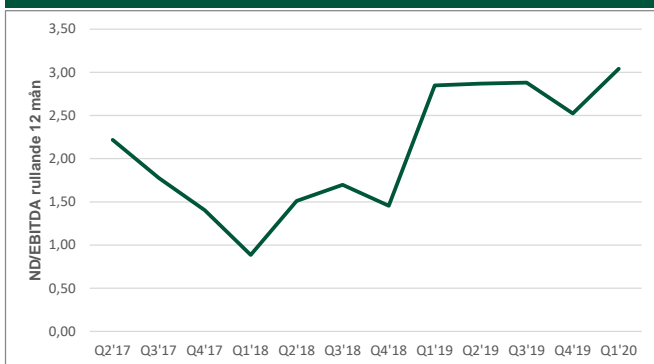
Lönsamhet och kostnadsbesparingar

Björn Borg har varit snabba med att vidta lönsamhetshöjande åtgärder i samband med pandemiutbrottet. Vi ser stora besparingseffekter inom personalkostnader, lokalkostnader och utgifter för marknadsföring. De nyligen annonserade permitteringarna väntas ge besparingseffekter som årligen uppgår till ca 19 mkr, men effekterna kommer inte bli synliga under 2021. Andra poster som marknadsföring och lokalkostnader bedömer vi blir synbara tidigare. För 2020 ser vi en risk för kreditförluster för bolagets kundfordringar. Storleken är svårbedömd men vi ser att de kan bli belastande för lönsamheten under kommande kvartal. Vi bedömer att Björn Borg kommer ha ett negativt rörelseresultat för koncernen för helåret 2020 men återgå till en rörelsemarginal om 5,6 % 2021.

Finansiell ställning

Björn Borg hade vid utgången av Q1'20 en nettoskuld om 279 mkr. Bolaget har även tagit upp ett banklån om 40 mkr efter periodens utgång. Bolaget har temporärt fått tillstånd att förbise de kovenanter man har för skuldsättningen, och undantagen gäller för samtliga kvartal under 2020. Net Debt/EBITDA överskred vid utgången av Q1 3,0x enligt tabellen nedan. Ingen utdelning föreslogs för 2019 och vi anser att det är positivt eftersom det hade försvagat den finansiella ställningen. Utdelningen för 2018 motsvarade utskiftning av 50,3 mkr.

Nettoskuld/EBITDA rullande 12 mån



Finansiella mål

Björn Borg uppdaterade sina finansiella mål under 2019. De nya målen är en årlig omsättningstillväxt om 5 %, en årlig rörelsemarginal om 10 %, en årlig utdelning om minst 50 % av nettoresultatet efter skatt, och en soliditet som inte ska understiga 35 %. Bortsett från 2018 har Björn Borg uppnått tillväxtmålet sedan 2013.

Värdet av ett varumärke

Björn Borg tar upp det egna varumärket till ett värde om 187,5 mkr. Varumärket köptes 2006 för 124 mkr samt ett tilläggsbelopp om minst 7,8 mkr per år under perioden 2007-2016. Totalt bedömer vi att beloppet överskrider 200 mkr. Starka varumärken inom detaljhandelsbranschen medför en prissättningsförmåga, vilket resulterar i högre marginaler och högre lönsamhet.

Björn Borg handlas till EV/EBIT 16x för 2021. Vår grupp av jämförelsebolag inkluderar bolag med varumärken som har hög igenkänningsfaktor, exempelvis Under Armour, Puma, Lululemon, Asics, Adidas och Nike. Genomsnittlig EV/EBIT för jämförelsegruppen är 25,5x. Aspekter som geografisk exponering, tillväxttakt och skillnader i igenkänningsfaktor gör att flera av bolagen i jämförelsegruppen ska ha en högre multipel än Björn Borg, däremot anser vi att det föreligger en rabatt som inte är motiverad i full utsträckning. Björn Borgs multipel om 16x är närmare jämförelsegruppen för detaljhandelsbolag, som inkluderar bolag som GAP, JD Sports, Foot Locker och Sports Direct. Bolagen i den gruppen har ingen prissättningsförmåga som kommer av det egna varumärket och handlas i genomsnitt till EV/EBIT 14,7x för 2021e. Vi bedömer att statusen för varumärket Björn Borg motiverar en högre multipel och att ett mer motiverat värde per aktie är 17-18 kr per aktie. Långsiktigt ser vi att bolaget framgångsrikt kan fortsätta sin omställning till att bli ett sportklädesmärke, och dra nytta av den starka underliggande tillväxten inom träning- och hälsovårdsprodukter. För 2021 bedömer vi att tillväxten kan återvända, och bedömer att omsättningen under 2021 kan växa med 5 %.

Urval av jämförelsebolag inom detaljhandel och bolag med varumärken av värde återges i tabellen nedan. Varumärkesbolag har relativt sett högre multiplar i konsensusestimater för 2021. Estimaterna är konsensusdata och indikerar att bolagen förväntas ha negativ försäljningstillväxt för helåret 2020 men vända till tillväxt 2021.

Bolag	Segment	EBIT-marg 21e (%)	EV/EBIT 21e	Sales-g 20e (%)	Sales-g 21e (%)
Under Armour	Märke	2,05	58x	-27	17,3
Puma	Märke	7,64	23x	-8,3	19
Lululemon	Märke	22,4	34x	-4,3	22,8
Adidas	Märke	10,47	21x	-16,3	16,7
GAP	Detaljhandel	3,91	18x	-22	9,7
JD Sports	Detaljhandel	8,77	16x	-17	19,5
Foot Locker	Detaljhandel	7,18	11x	-21	10,8

Källa: Infront, Erik Penser Bank

Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	696	710	757	661	694	735
Övriga intäkter	8	7	22	27	22	22
Kostnad sålda varor	-320	-303	-351	-325	-312	-324
Bruttovinst	376	407	406	336	382	412
Försäljnings- och administrationskostnader	-319	-334	-320	-326	-308	-319
Övriga rörelsekostnader						
Rörelseresultat (EBITDA)	65,3	79,9	108,6	36,8	95,6	115,4
Avskrivningar	-9,9	-8,9	-57,2	-55,8	-56,9	-58,0
Resultat (EBIT)	55,4	71,0	51,4	-19,0	38,7	57,4
Extraordinära Poster						
Justerat Resultat (EBIT)	55,4	71,0	51,4	-19,0	38,7	57,4
Finansnetto	-4,0	3,0	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7
Resultat före skatt	51,4	74,0	48,7	-8,5	36,0	54,7
Skatter	-14,0	-14,1	-9,7	-2,6	-7,6	-11,5
Minoritetsintressen						
Nettoresultat Rapporterat	37,4	59,9	38,9	-11,1	28,4	43,2
Nettoresultat (just)	37,4	59,9	38,9	-11,1	28,4	43,2

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Resultat före avskrivningar	65	80	109	37	96	115
Förändringar i rörelsekapital	-8	-54	21	-60	0	-10
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	57	20	113	-29	86	91
Finansiella nettokostnader	-2	-3	-3	-3	-3	-3
Betald skatt	-3	-1	-10	-3	-8	-11
Investeringar	15	-16	-13	-4	-5	-5
Fritt Kassaflöde	73	4	100	-33	81	86
Utdelningar	-50	-50	-50	0	0	0
Nyemission/återköp	0	0	0	0	0	0
Förvärv	28	-2	-9	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-13	-14	-4	0	0	0
Kassaflöde	7	-21	-8	-3	44	49
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	90	114	262	226	183	134

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR						
Goodwill	36	35	35	35	35	35
Övriga immateriella tillgångar	193	197	329	273	216	158
Materiella anläggningstillgångar	15	15	18	22	27	32
Övriga anläggningstillgångar	23	23	15	15	15	15
Summa anläggningstillgångar	266	271	397	345	293	240
Varulager	110	140	128	139	139	147
Kundfordringar	91	130	125	126	128	132
Övriga omsättningstillgångar	21	14	20	20	20	20
Likvida medel	53	36	29	26	70	118
Summa omsättningstillgångar	274	320	302	310	357	418
SUMMA TILLGÅNGAR	541	591	699	656	650	658
Eget Kapital och skulder						
Eget Kapital	277	288	265	254	282	325
Minoritetsintressen	0,49	-5,86	0,00	0,00	0,00	0,00
Summa Eget Kapital	277	282	265	254	282	325
Långfristiga finansiella skulder	125	150	150	150	150	150
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder						
Övriga långfristiga skulder	66	47	137	138	101	64
Summa Långfristiga skulder	191	197	287	288	251	214
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	7	3	3	3
Leverantörsskulder	20	38	56	26	35	37
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	52,0	74,8	84,7	84,7	79,7	79,7
Summa kortfristiga skulder	72	112	148	114	117	119
Summa Eget Kapital och skulder	541	585	699	656	650	658

Resultaträkning

	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
Nettoomsättning	140	203	197	188	142	231	196	140
Kostnad sålda varor	-56	-86	-88	-81	-63	-109	-97	-56
Bruttovinst	84	117	109	107	78	121	100	84
Övriga kostnader	-42	-46	-56	-40	-30	-41	0	-47
Rörelseresultat (EBITDA)	5,3	39,2	18,2	31,3	8,2	45,5	20,5	5,3
Avskrivningar	-2,4	-2,2	-2,2	-12,8	-12,9	-12,5	-19,1	-13,0
Resultat (EBIT)	2,9	37,0	16,0	18,5	-4,7	33,1	1,4	2,9
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	2,9	37,0	16,0	18,5	-4,7	33,1	1,4	2,9
Netto finansiella kostnader	0,3	-1,4	0,0	1,4	-1,2	1,1	-4,0	-1,2
Resultat före skatt	3,2	35,6	16,1	19,9	-5,8	34,1	-2,6	3,2
Skatter	-1,7	-6,7	-1,5	-3,1	0,6	-7,1	-0,1	-1,7
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	1,5	29,0	14,6	16,9	-5,3	27,0	-2,7	1,5
Nettoresultat (just)	1,5	29,0	14,6	16,9	-5,3	27,0	-2,7	1,5

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 fransäger 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.

Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

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 berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument 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