



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 12 November 2020

Mentice

Orderingång och lönsamhet imponerar

Stark orderingång

Försäljningen i Q3 uppgick till 35,78 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 14% y/y EBITDA uppgick till 4,1 mkr. Försäljningen var något under våra estimat, men pga lägre kostnader, som en följd av Covid-19, överträffar man våra förväntningar på EBITDA med 8 mkr. Orderingången uppgick till 34,6 mkr, en ökning med ca 41% y/y. Ordererna kommer b.l.a. ifrån Abbott, Edwards och Styker, alla världsledande bolag inom medicinteknik.

Fortsatt låg kostnadsbas kommande kvartal

Vi höjer våra EBIT estimat för innevarande år med ca 18 mkr, dessa siffror förklaras vi delvis av sänkta kostnader och att vi med anledning av den höga orderingången höjer försäljningsestimaten med ca 5 mkr för 2020. Vidare bedömer vi att bolaget kommer ha en fortsatt låg kostnadsbas under H1'21 vilket gör att vi höjer våra EBIT estimat med 15 mkr för 2021.

Stark kursresa att vänta

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 110-115 kr. Kvartalets starka orderingång samt att de positiva indikationerna vi ser ifrån partnerskapen gör att vi ser det som sannolikt att bolaget kommer kunna nå sina finansiella mål på sikt. I våra estimat räknar vi dock med att 2021 kommer vara fortsatt präglad av Covid-19. Under kvartalet har två förvärv gjorts, se investment case.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	110.00 - 115.00		
EPS, just 20e	0.42	-0.39	-206.2%	Sales,m	153	169	200	303	Current price	SEK83.00	
EPS, just 21e	0.19	-0.33	-157.7%	Sales Growth	(4.9)%	11.0%	18.2%	51.4%	Riskenivå	Low	
EPS, just 22e	1.34	1.34	0.0%	EBITDA, m	(12.9)	17.1	23.9	59	Kursutveckling 12 mån 		
				EBIT, m	(24.5)	4.2	5.9	40.8			
				EPS, adj	(1.05)	0.42	0.19	1.34			
				EPS Growth	-%	-%	-%	595.3%			
				Equity/Share	7.7	8.6	9.2	11.7			
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00			
				EBIT Marginal	NA%	NA%	2.9%	13.4%			
				ROE (%)	(16.4)%	7.4%	3.3%	18.8%			
				ROCE	(17.1)%	2.7%	3.5%	20.9%			
				EV/Sales	12.89x	11.62x	9.83x	6.49x			
				EV/EBITDA	(152.4)x	115.0x	82.5x	33.5x			
				EV/EBIT	(80.4)x	469.2x	335.5x	48.3x			
				P/E, adj	(79.0)x	199.4x	430.3x	61.9x			
				P/Equity	10.7x	9.7x	9.0x	7.1x			
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
				FCF yield	(1.7)%	2.2%	1.5%	2.3%			
Kommande händelser											
Q4'20 rapport 04/02/2020											
Bolagsfakta (mkr)											
Antal aktier		24.1m									
Market cap		2,004									
Nettoskuld		(36)									
EV		1,968									
Free Float		31.00%									
Avg. No. of Daily Traded Sh.		50.0(k)									
Reuters/Bloomberg		MNTC:SS									

Analytiker

rikard.engberg@penser.se
Analysavdelningen



Sammanfattning

Orderingång och lönsamhet imponerar

Investment Case

Mentice rider på två starka makrotrender. Den första är ökade krav på validering och den andra ett skifte i kirurgin från öppen kirurgi till endovaskulära ingrepp. Båda dessa trender innebär en ökad patientnytta vid behandling av några av de vanligaste livsstilsjukdomarna och dödsorsakerna i västvärlden. Bolaget kan även genom sin unika förmåga att återskapa virtuella patienter vara en viktig partner för andra medicintekniska bolag i resan mot automatiserad kirurgi.

Bolags profil

Mentice tillhandahåller hård- och mjukvara för simulering av endovaskulära ingrepp. Endovaskulära ingrepp innebär att man istället för att "öppna" kroppen för att genomföra ingrepp i nära koppling till hjärtat eller hjärnan för in och styr instrument via blodomloppet. Detta innebär dramatiskt reducerade rehafter och sjukhusvistelser vilket är en nyckel för att möta framtida vårdbehov. Endovaskulära ingrepp kan dessutom genomföras på äldre patienter och mot fler åkommor än öppen kirurgi. Ett stort problem i dagens vårdssystem är misstag som leder till dödliga komplikationer. I USA är medicinska misstag den tredje vanligaste dödsorsaken. Genom simulering kan risken för fel med dödlig komplikation som följd minska med 20-30%.

Mentice jobbar nära bolag i den medicintekniska industrin och tillhandahåller lösningar både för FoU (forskning och utveckling) och försäljningsavdelningar. FoU står för ca 10-15% av budgeten hos kunder. Vi bedömer att Mentice kan ta en större del av denna budget vilket leder till en accelererande tillväxt. I dagsläget har man en marknadsledande ställning med en marknadsandel om ca 50% men kommer genom partnerskap att bredda den adresserbara marknaden vilket gör att bolaget kan nå sina mål om en tillväxt på 30-40%.

Mentice har slutit partneravtal med Philips och Siemens om att simuleringssystemet ska säljas tillsammans med deras cath labs. Dessa två bolag har en marknadsandel om ca 50%. För varje sålt system till dessa kunder får Mentice en återkommande intäkt vilket minskar volatiliteten i intäktbasen. Vi bedömer att på sikt kan simuleringssystem vara en del i samtliga sålda cathlabs.

Vi bedömer att bolaget kommer spela en nyckelroll i övergången till robotassisterad/autonom kirurgi. Detta då man genom sin teknik har möjlighet att skapa en virtuell kopia på en patient. Genom att skapa virtuella kopior på patienter kan man tillhandahålla träningsdata för utveckling och upplärning av kirurgiska robotar. Vi bedömer att detta kommer ske om 3-5 år.

Under kvartalet har två förvärv gjorts.

Vascular Simulations Inc: Mentice förvärvade bolaget för USD 5,6m med en potentiell tilläggsköpeskillning om USD 0,4m. Bolaget möjliggör för Mentice att bredda sitt erbjudande till att tillhandahålla simuleringar på 3D-utskrivna modeller. Detta är vanligt som förberedelse inför mycket komplexa ingrepp. Tekniken kan även användas i produktutveckling.

Equip: Förvärvades för 1,6 mkr med en potentiell tilläggsköpeskillning om ca 0,6 mkr. Bolaget tillhandahåller produkten Myriolog. Produkten ger läkare och vårdgivare ett sätt logga och göra uppföljning på de flesta ingrepp inom interventionell radiologi. Sedan starten har närmare 120 000 fall loggats av omkring 1 000 läkare. Genom att kontrollera "loggböckerna" för kirurger har Mentice möjlighet att se hur ingrepp kan förbättras och vilken typ av ingrepp som utförs.

Värdering



Sammanfattning

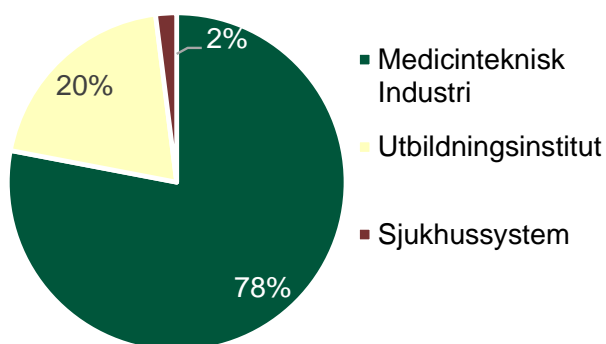
Orderingång och lönsamhet imponerar

Vi har genomfört en DCF-analys samt en multipelvärdering där vi jämfört bolaget med andra snabbväxande mjukvarubolag inom medicinteknik. Våra prognoser indikerar ett värde på 110-115 kr. Vi ser dock ytterligare uppsida i värderingen om bolaget slår våra estimat kring attachment rate i partnerskapen. Skulle denna nå 20% under prognostiden ser vi en betydande uppsida.

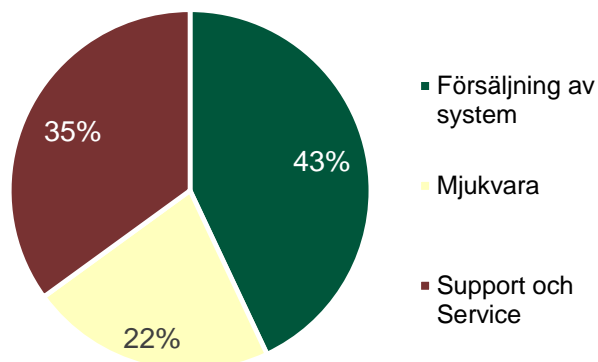
Motiverat värde

Baserat på våra estimat och värderingsantaganden ser vi ett motiverat värde på 110-115 kr.

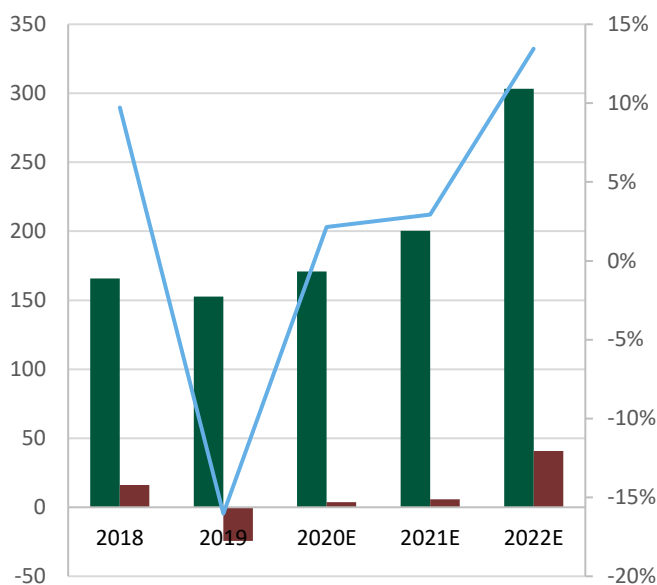
Segment Q3'20



Intäktslag H1'20

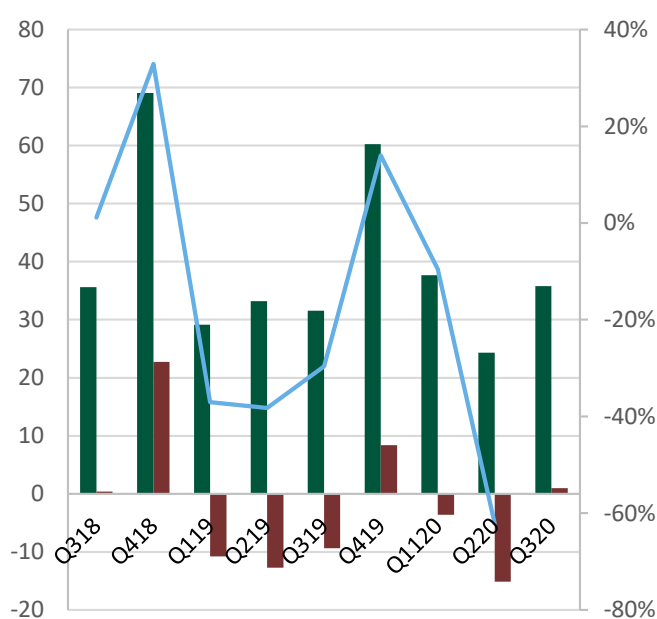


Försäljning och EBIT (y/y)



■ Sales ■ EBIT — EBIT-m

Försäljning och EBIT (q/q)



■ Sales ■ EBIT — EBIT-m

Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Karin Howell-Bidermann	36,0%	36,0%
Bure Equity	15,1%	15,1%
Handelsbanken Fonder	6,2%	6,2%
Fjärde AP-fonden	5,5%	5,5%
Övriga	37,2%	37,2%

Ordförande	Lawrence Howell
Verkställande direktör	Göran Malmberg
Finansdirektör	Elisabet Lund
Investerarkontakt	Göran Malmberg
Hemsida	https://www.mentice.com/

Resultaträkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning							165,8	152,7	165,1	200,3	303,3
Övriga intäkter							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära intäkter											
Kostnad sålda varor							-29,5	-22,5	-26,7	-30,1	-45,5
Bruttovinst							136,3	130,2	138,4	170,3	257,8
Andra externa kostnader							-40,8	-50,8	-56,2	-60,1	-91,0
Personalkostnader							-92,3	-84,6	-102,4	-108,0	-113,7
Extraordinära kostnader											
Rörelseresultat (EBITDA)							20,8	-12,9	-2,4	7,8	58,8
Avskrivningar							-4,7	-11,6	-13,3	-18,0	-18,0
Goodwillnedskrivningar											
Resultat (EBIT)							16,1	-24,5	-15,7	-10,2	40,8
Extraordinära Poster							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)							16,1	-24,5	-15,7	-10,2	40,8
Finansiella intäkter							0,5	0,2	2,9	0,0	0,0
Finansiella kostnader							-2,8	-2,0	-3,6	0,0	0,0
Resultat före skatt							13,8	-26,2	-16,4	-10,2	40,8
Skatter							6,3	5,6	3,4	2,1	-8,4
Minoritetsintressen							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat							20,1	-20,6	-13,1	-8,1	32,4
Nettoresultat (just)							20,1	-20,6	-13,1	-8,1	32,4

Kassaflödesanalys

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat							20,1	-20,6	5,0	-0,1	32,4
Icke kassaflödespåverkande poster							-5,5	-43,0	32,6	25,3	8,5
Förändringar i rörelsekapital							1,4	25,6	-9,9	-13,8	-11,3
Kassaflöde från den operationella verksamheten							16,0	-38,0	27,7	11,3	29,6
Investeringar							-12,4	-4,0	-15,0	-15,0	-15,0
Avyttringar							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde							3,6	-42,0	12,7	-3,7	14,6
Utdelningar							0	0	0	0	0
Nyemission/återköp							-1	72	0	0	0
Förvärv							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde							3	30	13	-4	15
Icke kassaflödespåverkande poster							0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)							-17,8	-48,0	-60,7	-57,0	-71,6

Balansräkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR											
Goodwill							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar							33,4	31,7	33,8	30,8	27,8
Materiella anläggningstillgångar							6,5	7,9	7,9	11,8	14,8
Räntebärande anläggningstillgångar							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar							9,6	32,4	32,4	32,4	33,8
Summa anläggningstillgångar							49,5	72,0	74,1	75,0	76,4
Varulager							5,0	9,3	8,5	10,0	15,2
Kundfodringar							42,3	37,4	42,7	50,1	75,8
Övriga omsättningstillgångar							16,0	20,4	20,4	27,0	39,3
Likvida medel							17,8	48,0	60,7	57,0	71,6
Summa omsättningstillgångar							81,1	115,1	132,3	144,1	201,9
SUMMA TILLGÅNGAR							130,6	187,1	206,4	219,1	278,3
Eget Kapital och skulder											
Eget Kapital							67	126	135	135	167
Minoritetsintressen							0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital							66,7	125,5	135,0	134,9	167,3
Långfristiga finansiella skulder							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder							0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder							0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder							11,4	7,1	8,5	10,0	15,2
Skatteskulder							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder							52,2	54,5	62,9	74,2	95,8
Summa kortfristiga skulder							63,7	61,6	71,4	84,2	111,0
Summa Eget Kapital och skulder							130,6	187,1	206,4	219,1	278,3

Nyckeltal

Aktiedata	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad							0,83	-1,05	0,39	0,00	1,34
EPS Justerad							0,83	-1,05	0,39	0,00	1,34
FCF/aktie							0,15	-1,74	0,52	-0,15	0,61
Utdelning/aktie							0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK/Aktie							2,8	5,2	5,6	5,6	6,9
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)							24,15	24,15	24,15	24,15	24,15
(Choice) Snitt antal aktierefer utspädning											
Värdering											
P/E, justerat							97,1	-77,1	205,7	-17193,2	60,4
P/EK							29,3	0,0	0,0	0,0	0,0
P/FCF							541,3	-46,6	154,5	-532,2	133,7
Direktavkastning							0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerat							0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales							11,9	13,1	11,8	10,0	6,7
EV/EBITDA							95,0	-155,2	121,7	112,7	34,5
EV/EBIT							122,4	-81,9	552,0	-14047,1	49,7
Aktiekurs, årets slut							1973,7	2003,9	2016,5	2012,9	2027,5
Tillväxt och marginaler											
Omsättningstillväxt							44%	-8%	12%	17%	51%
EBIT, tillväxt							n/a	-252%	-115%	-104%	-28568%
EPS just, tillväxt							n/a	-226%	-137%	-101%	-28568%
EBITDA marginal							13%	-8%	10%	9%	19%
EBIT marginal							10%	-16%	2%	0%	13%
Skattesats							-46%	21%	-118%	21%	21%
Lönsamhet											
ROE							30%	-16%	4%	0%	19%
ROCE							12%	-13%	2%	0%	15%

Kvartalsvis data

Resultaträkning	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320
Nettoomsättning						35,6	69,1	29,1	33,2	31,6	60,2	37,7	24,3	35,8
Övriga intäkter						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor						-5,6	-15,1	-4,2	-5,9	-3,2	-9,3	-5,1	-6,1	-5,3
Bruttovinst						30,0	54,0	25,0	27,3	28,4	50,9	32,5	18,2	30,5
Övriga externa kostnader						-8,2	-10,8	-10,9	-12,0	-12,2	-17,2	-10,7	-10,9	-8,1
Personalkostnader						-20,5	-18,9	-22,0	-25,4	-23,0	-21,9	-22,3	-19,4	-18,3
FOU						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kostnader						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Choice) Extraordinära kostnader						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)						1,3	24,3	-7,9	-10,1	-6,7	11,8	-0,5	-12,0	4,1
Avskrivningar						-0,9	-1,6	-2,9	-2,6	-2,7	-3,3	-3,1	-3,2	-3,2
Goodwillnedskrivningar														
Resultat (EBIT)						0,4	22,7	-10,8	-12,7	-9,4	8,4	-3,6	-15,1	1,0
Extraordinära Poster						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)						0,4	22,7	-10,8	-12,7	-9,4	8,4	-3,6	-15,1	1,0
Finansiella intäkter						0	0,2180	0	0,254	0	1,9	0,3	2,6	0,3
Finansiella kostnader						-0,7	-1,8	-0,8	-1,2	-2,0	0,0	-3,3	-0,3	-0,9
Resultat före skatt						-0,3	21,1	-11,6	-13,6	-11,3	10,3	-6,6	-12,9	0,3
Skatter						0,0	6,6	3,1	2,8	2,4	-2,6	1,6	1,8	-0,7
Minoritetsintressen						0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat						-0,3	27,8	-8,5	-10,8	-9,0	7,7	-5,0	-11,1	-0,3
Nettoresultat (just)						-0,3	27,8	-8,5	-10,8	-9,0	7,7	-5,0	-11,1	-0,3

Tillväxt och marginaler

	Q120	Q120	Q120	Q120	Q120	Q120	Q120	Q220	Q320
Omsättningstillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	-11%	-13%	29%	-27%	13%
EBIT, tillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	-63%	nmf	nmf	-110%
Bruttomarginal	84%	78%	86%	82%	90%	84%	86%	75%	85%
EBITDA marginal	2%	40%	nmf	nmf	nmf	20%	nmf	nmf	7%
EBIT marginal	1%	38%	nmf	nmf	nmf	14%	nmf	nmf	2%
Skattesats	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf

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

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde 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 fondhandlarförningens 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 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