



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Finland | 23 April 2021

Loudspring

Tillväxt för Eagle ger ökat kapitalbehov

Stark tillväxt för Eagle i Q1

Loudsprings största portföljbolag Eagle Filters visade stark tillväxt under Q1, med kombinerade intäkter + ordergång på EUR 3,0m, vilket överstiger hela 2020 års intäkter. Detta betyder att sannolikheten för att nå vårt estimat om försäljning på 6,2m under året är relativt god i våra ögon. Eagle är också i slutfasen med att förhandla ett kontrakt med en stor detaljhandelskedja avseende andningsmasker.

Blandad bild för övriga innehav

ResQ Club visar god tillväxt på ~35% yoy avseende ordervärden och noterade även lönsamhet under kvartalet. Nuuka har det lite tuffare med att stänga affärer och noterade en tillväxt i intäktsbasen på ~10% yoy, vilket är under Loudsprings tillväxtmål för bolaget på helåret, men rapporterar stort intresse för de nya AI-baserade lösningar man nyligen lanserat. I Sofi Filtration är aktiviteten fortsatt låg pga pandemin.

Ökat kapitalbehov betyder lägre motiverat värde

Utvecklingen för Eagle Filters innebär högre kapitalbehov än vad vi räknat med, och vi gör också smärre nerjusteringar av lönsamhets- och tillväxtestimat för vissa portföljbolag, samtidigt som vi sett över de värderingsmultiplar som vi använder. Tillsammans betyder detta att vi justerar ner motiverat värde marginellt till EUR 0,53-0,55 (0,55-0,57), motsvarande 5,40-5,60 kr. Medelhög risk kvarstår.

Estimatändring (EUR)				Prognos (EUR)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	0.53 - 0.55	
EPS, just 21e	-0.02	-0.02	0.0%	Sales,m	0	0	0	0	Current price	0.33
EPS, just 22e	-0.02	-0.02	0.0%	Sales Growth	(6.9)%	5.3%	0.0%	-%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	-0.02	-0.02	0.0%	EBITDA, m	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)		
				EBIT, m	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)		
				EPS, adj	(0.03)	(0.02)	(0.02)	(0.02)		
				Equity/Share	0.0	0.2	0.2	0.2		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				ROE (%)	(14.0)%	(7.8)%	(7.7)%	(7.6)%		
				P/Equity	64.1x	1.4x	1.3x	1.3x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Kommande händelser										
Interim report Q2 2021		2021-08-31								
Interim report Q3 2021		2021-10-29								
Bolagsfakta (EURm)										
Antal aktier		43.3m								
Market cap		14								
Nettoskuld		4								
EV		18								
Free Float		77.20%								
Avg. No. of Daily Traded Sh.		59.1(k)								
Reuters/Bloomberg		LOUDS.ST/LOUDS SS								
									Kursutveckling 12 mån	
									Analytiker	
									oscar.holm@penser.se	



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Finland | 23 April 2021

Sammanfattning

Tillväxt för Eagle ger ökat kapitalbehov

Investment Case

Loudspring är ett investmentbolag vars mål är att investera i och bidra till att bygga lönsamma och konkurrenskraftiga företag för effektivt utnyttjande av naturresurser och som löser globala utmaningar. Bolaget fokuserar på investeringar i företag med stort genomslag på marknaden samt en skalbar och kapitaleffektiv affärsmodell. Portföljen består av fem kärnnehav samt ett antal mindre innehav.

Eagle Filters

Eagle Filters tillverkar högeffektiva gasturbinfilter för gaskraftverk som ger kunden stora besparingar med mycket kort återbetalningstid. Efter covid-19-pandemins utbrott under 2020 har bolaget också anpassat sin verksamhet för att med stöd i sin expertis inom filter även börja tillverka andningsmasker. Bolaget redovisade intäkter på EUR 2,5m under 2020, med en EBITDA på -1,4m. Loudsprings ägarandel uppgår till 85%.

Enersize

Enersize erbjuder mjukvarubaserade analysverktyg för energibesparing inom tryckluftssystem. Bolaget redovisade intäkter på EUR 0,4m under 2019, med en EBITDA på -1,4m. Enersize är noterat på Nasdaq First North och Loudsprings ägarandel uppgår till 20%.

Nuuka Solutions

Nuuka Solutions erbjuder molnbaserade fastighetsförvaltningslösningar till större fastighetsförvaltare, städer och detaljhandelskedjor. Den adresserbara marknaden är mycket stor och affärsmodellen skalbar. Bolaget redovisade intäkter på EUR 1,3m under 2020, med en EBITDA på -1,3m. Loudsprings ägarandel uppgår till 42%. Övriga delägare är bl.a. YIT Ventures.

ResQ Club

ResQ Club är en marknadsplats online som erbjuder konsumenter möjligheten att köpa mat från restauranger och caféer som annars hade kasserats. Bolaget är idag ledande i Finland och fokus ligger på vertikal och geografisk expansion. Bolaget redovisade ett gross merchandise value (i.e. värde av sålda varor genom plattformen) på 8,9m under 2020, vilket genererade intäkter på EUR 1,6m. EBITDA uppgick till -0,3m för 2019. Loudsprings ägarandel uppgår till 24%. Övriga delägare är bl.a. Ananda Impact Ventures.

Sofi Filtration

Sofi Filtration är specialiserat på industriell vattenrening, med ett självrengörande automatiskt mikrofiltreringssystem som använder en korsflödande filtreringsteknik för kostnadseffektiv filtrering av stora mängder vatten. Bolaget redovisade intäkter på EUR 0,1m under 2020, med en EBITDA på -0,6m. Loudsprings ägarandel uppgår till 21%. Övriga delägare är bl.a. Emerald Technology Ventures.

Värdering

Motiverat värde per aktie beräknas till EUR 0,53-0,55 (motsvarande 5,40-5,60 kr) utifrån en sum of the parts-modell (SOTP), med utgångspunkt i Loudsprings kommunicerade mål för de onoterade portföljbolagen och där noterade innehav värderas till marknadsvärde. Vi ser en medelhög risk, vilket främst beror på att portföljbolagen ännu är små och överlag inte har nått stabil lönsamhet, innebärande att det kan uppstå ytterligare finansieringsbehov i bolagen samt även i Loudspring centralt.

Kvartalet i detalj

Eagle Filters noterade en bra start på året för den traditionella industrifilteraffären, medan försäljningen av andningsmasker var låg. Bolaget har insourcat produktionen av industrifilter och har i samband med detta upplevt förseningar i produktionen, vilket tillsammans med den starka orderingången lett till ett högre rörelsekapitalbehov. Kapitalbehovet uppskattas av oss till EUR 1-2m och vi tolkar det som att bolaget föredrar en lånelösning i Eagle Filters, men det kan inte uteslutas att det kommer krävas en nyemission i Loudspring för att lösa behovet.

Bolaget och vi har ju hoppats mycket på att försäljningen av andningsmasker skulle ta fart efter att CE-märkning erhållits, men detta har tagit längre tid än väntat och tyngets av hård priskonkurrens i sektorn. Eagles andningsmasker är kvalitetsprodukter som inte primärt ska konkurrera med pris, men man ser nu över produktionskapaciteten för att framöver sänka produktionskostnaden väsentligt och därmed kunna konkurrera även på lägre prispunkter.

Två signaler på att tillväxten kan komma att ta fart under året är att man dels är i slutfasen avseende förhandlingar med en stor detaljhandelskedja, och dels att Eagle Filters rekryterat en ny COO som tidigare var VD för Lifa Air, en av bolagets största konkurrenter inom andningsmasker. Lifa Air har under 2020 erhållit stora volymorders från finska myndigheter (på 50-100 miljoner enheter enligt mediauppgifter) och den relation med myndigheterna som den nya COO:n har bedöms bli värdefull för Eagle Filters när nya orders ska förhandlas.

Estimatförändringar

Vi ökar den antagna belåningen i Eagle Filters från EUR 1m till 2m, för att möta ett högre rörelsekapitalbehov. EBITDA-marginalen antas fortsatt kunna nå 20% år 2022e, men osäkerheten kring detta har ökat med tanke på prispressen i marknaden, och hänger på att bolaget växer volymerna av sålda andningsmasker väsentligt samtidigt som man lyckas sänka produktionskostnaderna som planerat.

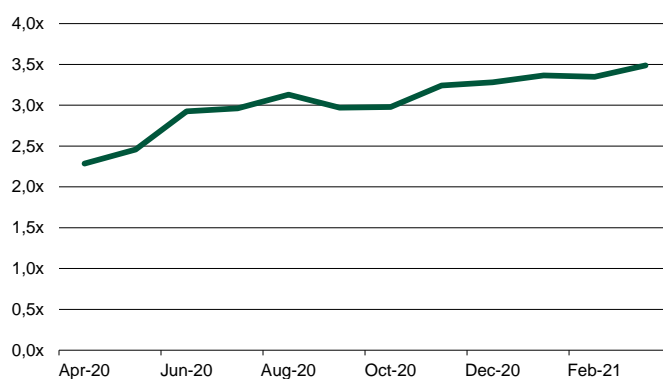
Avseende Nuuka så sänker vi omsättningen för 2021e till 2,0m (från 2,4) och för 2022e till 2,5m (från 3,0) till följd av den svaga starten på 2021.

I övrigt behåller vi estimaten oförändrade.

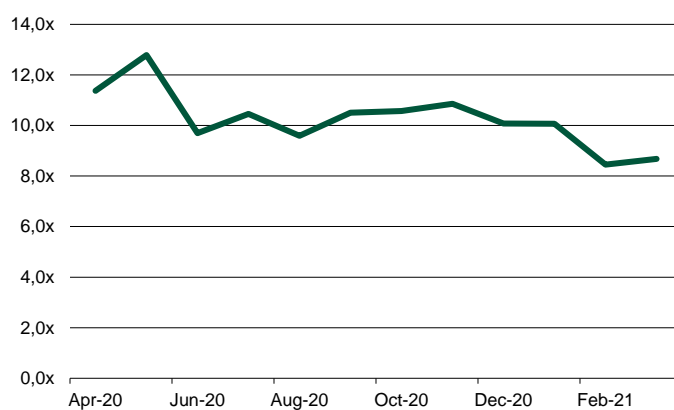
Värdering

Vi justerar ner värderingsmultipeln vi använder oss av i värderingen för ResQ Club p.g.a. lägre värderingsnivåer i marknaden. Antagen EV/Sales-multipel är nu 8x (10x). För övriga portföljbolag har värderingsmultiplarna överlag ökat för Eagle Filters jämförelsegrupp medan Nuukas grupp är tillbaka på samma nivåer som för ett år sedan efter att ha fallit under en längre tid. Vi gör ingen uppjustering av antagen multipel för Eagle på grund av den ökande osäkerheten kring marginalerna.

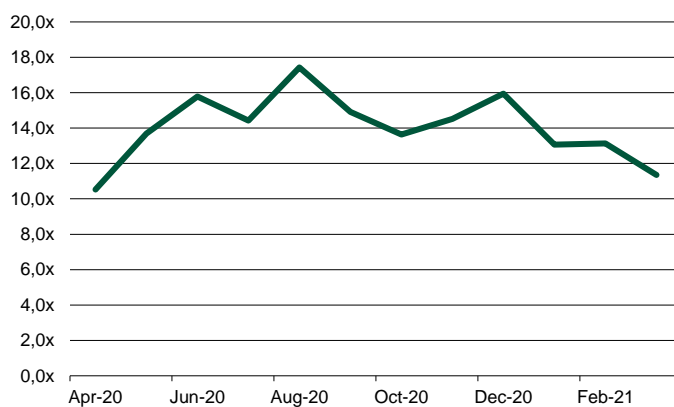
Eagle Filters: EV/Sales LTM för jämförbara bolag senaste året



ResQ Club: EV/Sales LTM för jämförbara bolag senaste året



Nuuka Solutions: EV/Sales LTM för jämförbara bolag senaste året



Källa samtliga diagram: FactSet, EPB

I kombination med estimatförändringarna betyder ovanstående att vi nu ser ett lägre värde på Nuuka och ResQ Club, medan övriga portföljbolag har i stort oförändrade värderingar.

För att adressera kapitalbehovet adderar vi ett antaget tillskott på EUR 1m i Loudspring, eftersom vi bedömer att det kommer behövas mer eget kapital om Eagle ska kunna låna mer, eftersom verksamheten ännu inte är lönsam. Vi har också kalibrerat avkastningskravet för moderbolagskostnaderna så att det matchar det vi använder för att värdera portföljbolagen (dvs 20%), vilket innebär lägre antagen belastning avseende dessa kostnader i vår SOTP-kalkyl.

Sammanfattningsvis resulterar ovanstående i att vi justerar ner motiverat värde till EUR 0,53-0,55 (tidigare 0,55-0,57), motsvarande 5,40-5,60 kr.

Loudspring SOTP (EURm)

Kärninnehav	EV/Sales 2022e	Aktievärde 100%	Loudsprings andel	Värde till Loudspring
Eagle Filters	2,8x	19,1	85%	16,3
Enersize	n/a	5,8	20%	1,1
Nuuka Solutions	10,0x	18,4	42%	7,8
ResQ Club	8,0x	18,8	24%	4,5
Sofi Filtration	7,0x	7,7	21%	1,6
Subtotal				31,3
Övriga innehav				1,0
Tillgångsvärde brutto				32,3
Nettokassa / (-skuld) + Ytterligare kapitalbehov				(4,3)
Moderbolagskostnader*				(4,8)
Tillgångsvärde netto				23,2
Utestående aktier (miljoner)				43,3
NAV per aktie (EUR)				0,54

*Evig kostnad @ 20% avkastningskrav. Implicit NAV-rabatt på 17%

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning (EURm)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttovinst	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Försäljningskostnader								
Administrationskostnader								
Forskning- och utvecklingskostnader	-1,2	-1,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Övriga rörelsekostnader och -intäkter								
EBITDA	-1,1	-1,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Av- och nedskrivningar	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (justerad)	-1,3	-1,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Jämförelsestörande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-1,3	-1,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Finansiella intäkter	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Finansiella kostnader	-0,6	-2,0	-3,3	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Resultat före skatt	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Nettoresultat (justerat)	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8

Balansräkning (EURm)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	20,0	10,8	8,0	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	20,3	10,9	8,1	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga omsättningstillgångar	1,0	1,6	2,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Likvida medel	3,6	0,1	0,5	0,7	0,8	1,0	1,2	0,4
Summa omsättningstillgångar	4,6	1,6	2,4	0,9	1,1	1,3	1,5	0,7
SUMMA TILLGÅNGAR	24,9	12,6	10,5	14,3	14,5	14,7	14,9	14,1
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	22,7	10,9	6,6	10,2	10,4	10,6	10,8	10,0
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	22,7	10,9	6,6	10,2	10,4	10,6	10,8	10,0
Långfristiga finansiella skulder	0,0	1,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	1,5	1,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Kortfristiga finansiella skulder	0,3	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Leverantörsskulder	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	0,1	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Summa kortfristiga skulder	0,6	0,7	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	24,9	12,6	10,5	14,3	14,5	14,7	14,9	14,1

Kassaflödesanalys (EURm)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Icke kassaflödespåverkande poster	0,4	1,8	3,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Förändringar i rörelsekapital	0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1,0	-1,9	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Investeringar	-1,1	-3,6	-1,6	-4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	-2,1	-5,5	-2,6	-5,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission / återköp	5,0	0,0	1,0	4,9	1,0	1,0	1,0	0,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,3	2,0	2,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	3,1	-3,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,8
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	-3,3	1,4	3,1	3,3	3,1	2,9	2,7	3,5

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT-tillväxt (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS-tillväxt, justerad	24%	116%	10%	-76%	-53%	-6%	-6%	-3%
Bruttomarginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT-marginal (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Skattesats	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Finansiell ställning (EURm)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-3,3	1,4	3,1	3,3	3,1	2,9	2,7	3,5
Soliditet	91%	87%	63%	71%	72%	72%	72%	71%
Nettoskuldsättningsgrad	-15%	13%	46%	32%	29%	27%	25%	35%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-7%	-21%	-48%	-16%	-8%	-8%	-8%	-8%
ROCE, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Investeringar	1,1	3,6	1,6	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kundfordringar / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Leverantörsskulder / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kapitalomsättningshastighet	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Nyckeltal per aktie (EUR)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-0,07	-0,15	-0,16	-0,04	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
EPS, justerad	-0,07	-0,15	-0,16	-0,04	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
FCF per aktie	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,95	0,45	0,24	0,24	0,23	0,22	0,21	0,19
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	23,9	24,2	27,5	43,3	46,1	48,8	51,6	51,6

Värderingsmultiplar

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
P/EK	2,7x	0,7x	1,4x	1,9x	1,5x	1,5x	1,6x	1,7x
P/FCF	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Aktiekurs, årets slut (EUR)	2,55	0,34	0,33	0,46	0,33	0,33	0,33	0,33
EV, årets slut (EURm)	57,8	9,5	12,2	23,0	18,2	19,0	19,8	20,6

Halvårsdata (EURm)

	H1 '17	H2 '17	H1 '18	H2 '18	H1 '19	H2 '19	H1 '20	H2 '20
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttovinst	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Försäljningskostnader								
Administrationskostnader	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5
Forskning- och utvecklingskostnader								
Övriga kostnader								
EBITDA	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
Av- och nedskrivningar	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4
Jämförelsestörande poster	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT (justerad)	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4
Finansiella intäkter	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,3
Finansiella kostnader	-0,2	-0,4	-0,3	-1,7	-0,1	-3,2	-0,1	-0,8
Resultat före skatt	-0,7	-0,9	-1,0	-2,5	-0,6	-3,5	-0,5	-0,9
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	-0,7	-0,9	-1,0	-2,5	-0,6	-3,5	-0,5	-0,9
Nettoresultat (justerat)	-0,7	-0,9	-1,0	-2,5	-0,6	-3,5	-0,5	-0,9
	H1 '17	H2 '17	H1 '18	H2 '18	H1 '19	H2 '19	H1 '20	H2 '20
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT-tillväxt (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Bruttomarginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT-marginal (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Skattesats	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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 på <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