



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Semiconductors | Sweden | 21 July 2022

Fingerprint Cards

Kollapsen i Kina är tillfällig - värt att lyfta blicken

Vi ser pressen på Mobile som tillfällig


Kinas nolltolerans mot COVID-19 orsakade att mobilförsäljningen i landet sjönk med 27% under årets första månader. Detta accentuerades av tillverkarnas lagerjusteringar och Fingerprints försäljning sjönk 28% organiskt från Q1'22. Juni och början av juli har dock visat tecken på stabilisering och försäljningsdatan för mobiler i Kina indikerar att botten är nådd. Vi ser turbulensen som tillfällig.

Räknar med att övriga segment står för 25% av försäljningen i år

Medan omsättningen i Mobile sjönk kraftigt fortsatte övriga segment växa och bolaget räknar nu med att övriga segment kommer stå för 25% av omsättningen i år (10% 2020-2021). Förutom att detta gynnar marginalerna då Mobile har lägre marginaler så minskar risken då både PC och Access är mer stabila. Payments växer kraftigt men är fortfarande relativt litet.

Värt att se igenom turbulensen

Vi värderar kapacitiva sensorer till strax över 6 kr per aktie, motsvarande ca 75% av nuvarande kurs. Med redan starka marknadspositioner och en mogen marknad kan detta ses som ett ankare. Vi drar ned vår bruttovinst med i snitt 17% men sänker bara vårt motiverade värde något (till 26-28 kr från 27-29 kr) då förändringarna långt ut i prognosperioden är mindre samt då den svaga dollarn motverkar sänkningen.

Estimate Changes (kr)				Estimates (kr)					Risk and Potential	
	Now	Before			21e	22e	23e	24e	Motivated value	26.0 - 28.0
EPS, adjusted 22e	-0.1	0.2	-147.7%	Sales, mkr	1,356	1,428	2,644	4,045	Current price	SEK7.8
EPS, adjusted 23e	0.3	0.7	-58.1%	Growth	8%	5%	85%	53%	Risk level	High
EPS, adjusted 24e	1.3	1.2	2.9%	EBITDA, mkr	85	88	310	714	<div>One Year Performance Chart</div> 	
				EBIT, mkr	(8)	(14)	143	509		
				EPS, adjusted	(0.0)	(0.1)	0.3	1.3		
				EPS growth	-%	-%	(137)%	953%		
				Equity/share	3.5	3.4	3.5	4.3		
				Dividend/share	0.0	0.0	0.3	0.5	<div>Analysts</div> <p>markus.almerud@penser.se</p>	
				EBIT margin	(0.6)%	(1.0)%	5.4%	12.6%		
				ROE	(0.1)%	(2.1)%	9.1%	32.8%		
				ROCE	(0.1)%	0.1%	10.6%	33.2%		
				EV/Sales	1.8x	1.7x	0.9x	0.6x		
				EV/EBITDA	28.1x	27.2x	7.8x	3.4x	<div>Calendar Events</div> <p>Bolagsstämma 2022-05-24 Delårsrapport Q2 2022 2022-07-18 Delårsrapport Q3 2022 2022-10-19</p>	
				EV/EBIT	(316.2)x	(172.1)x	16.8x	4.7x		
				P/E, adjusted	(2,968.7)x	(108.1)x	25.0x	6.2x		
				P/Equity	2.2x	2.3x	2.3x	1.8x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	1.8%	3.6%		
				FCF yield	(1.2)%	(2.3)%	1.5%	8.5%	<div>Key Figures (mkr)</div> <p>Number of shares 294m Market cap 2,307 Net debt 97 EV 2,403 Average number of daily traded shares 2,524(k) Reuters/Bloomberg FINGb.ST/FINGB:SS</p>	
				Net debt/EBITDA	(0.7)g	0.8g	0.4g	0.0g		

Mobile drabbades av nedstängningarna i Kina...

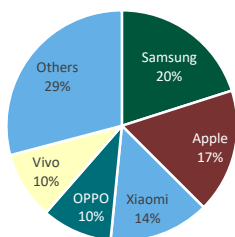
Kinas noll-tolerans mot COVID-19 orsakade nedstängningar av stora delar av Kina under Q2. Enligt China Academy of Information and Communications Technology (CAICT) föll mobilförsäljningen i Kina med 27% y/y januari-maj 2022 och för 2022e estimerar Gartner att försäljningen ska falla med 18% för helåret 2022. Detta accentueras av lagerneddragningar och underleverantörernas volymer drabbas hårdare än mobilförsäljningen. De tre största kinesiska mobiltelefonstillverkarna hade ungefär en tredjedel av marknaden 2021 och då de kinesiska mobiltillverkarna är Fingerprints största kunder inom Mobile är den negativa påverkan naturligtvis signifikant.

Däremot bör påpekas att med brasklappen att vi inte vet hur framtida COVID-utbrott kommer se ut så verkar trenden ha vänt - tillväxttakten bottenade i mars enligt data från CAICT. På telefonkonferensen i samband med rapporten sade Fingerprints att de upplever att situationen ytterligare har förbättrats i juni och juli. Samtidigt är det troligt att vi kommer se nya nedstängningar men förhoppningen är att de inte kommer vara lika omfattande som under H1'22.

Som en följd av inflationen, Rysslands invasion av Ukraina och nedstängningen av Kina drog Gartner ner sitt estimat för den globala mobiltelefonförsäljningen till -7% y/y för 2022 från +2% i juni.

De tre stora kinesiska tillverkarna har ca en tredjedel av marknaden

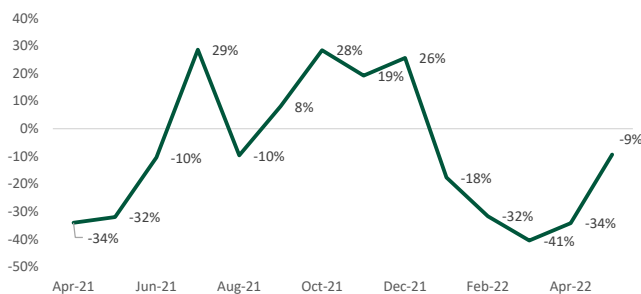
Marknadsandelar mobiltelefoner (2021)



Källa: IDC, EPB

Botten i mobilförsäljningen i Kina verkar vara bakom oss

Försäljning av smartphones i Kina (y/y)



Källa: CAICT, Fingerprints, EPB

...men är tillfällig...

Det är här viktigt att påpeka att vi ser påverkan från nedstängningarna, vilket är den faktor som påverkar Fingerprints mest, som tillfällig. Dessutom fanns ljusglimtar för mobilsegmentet under kvartalet. Bolaget ökade sina marknadsandelar för kapacitiva sensorer och fick sin första design win för optiska sensorer (innebär att en leverantör har beslutat att utveckla och kommersialisera en eller flera produkter som innehåller Fingerprints teknologi). Detta är viktigt då marknaden för optiska sensorer i värde är lika stor som marknaden för kapacitiva. Lyckas de väl borde vi kunna se ett signifikant bidrag till försäljning och vinst kommande år. Detta ligger inte i våra estimat.

PC och Access växer snabbt.....

Även PC-marknaden faller - i juni 2022 sänkte Gartner sitt estimat för PC-försäljningen för 2022 från -4% till -10%. Samtidigt ökar penetrationen för biometrisk autentisering inom PC vilket innebär att försäljningen för Fingerprints växer trots den fallande marknaden. Fyra av sex av de största tillverkarna använder redan bolagets sensorer i sina produkter och under kvartalet introducerades två nya PC-modeller som använder Fingerprints teknik. Inom kort räknar man dessutom att släppa sin första dator med en så kallad Match-on-Chip-lösning (MOC), vilket är den lösning som används av de flesta företagsdatorer. Marknaden för företagsdatorer är cirka halva PC-marknaden.

Payments står fortfarande för en liten del av försäljningen även om segmentet växer kraftigt. Under kvartalet har vi sett ytterligare två kommersiella lanseringar vilket innebär att Fingerprints modul nu har använts i åtta kommersiella lanseringar.

Bolaget estimerar att övriga segment (utanför Mobile) kommer att stå för ca 25% av omsättningen 2022 med fortsatt divergens under 2023e. 2020-2021 stod Mobile för ca 90% av omsättningen.

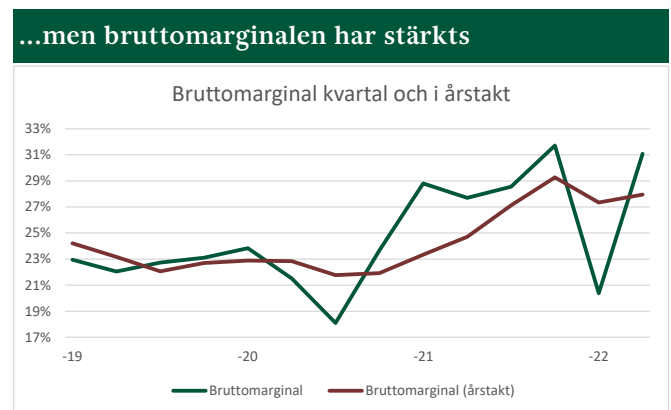
...vilket driver marginalen

Vi tror att bruttomarginalerna i övriga segment är både högre och stabilare än i Mobile. Att övriga segment växer snabbare än Mobile driver därmed marginalerna. Det var en av anledningarna till att vi såg den näst högsta bruttomarginalen sedan 2018 i Q2.

För att möta den fallande telefonförsäljningen i Kina kommer Fingerprints att anpassa sina kostnader och kommer därmed minska personalstyrkan med i storleksordningen 10% samtidigt som vissa projekt senareläggs. Totalt räknar bolaget med att kunna sänka kostnaderna med 80 mkr, motsvarande 20% av de totala kostnaderna, med full effekt från Q4 2022.



Källa: Bolaget, EPB



Källa: Bolaget, EPB

Lägre omsättning drar ner estimaten

Vi hade räknat med en acceleration av omsättningen under Q2-Q4. Även om vi ser effekterna som tillfälliga leder ändå den 24-procentiga sekventiella nedgången i försäljningen i kombination med fortsatt osäkerhet i närtid att vi drar ned vårt omsättningsstatist för 2022e från 1,8 mdkr till 1,4 mdkr. Det bör poängteras att sänkningen i USD är större - den svaga kronan motverkar de lägre estimaten.

Vi antar en bruttomarginal på 30% för de återstående kvartalen vilket är något lägre än de 31% vi såg i Q2 vilket vi ser som en följd av att Mobile borde återhämta sig något - Mobile har lägre marginal än PC och Access. Detta ger en bruttomarginal på 29% för 2022e vilket sedan följs av 30% 2023e. Trots att marginalen hålls uppe på grund av mix leder den lägre omsättningen till att bruttoresultatet går från ca 540 mkr till ca 400 mkr för 2022e och från ca 1 050 mkr till ca 800 mkr 2023e.

Bolagets tidigare guidance, som drogs tillbaka i rapporten, var att de skulle nå en EBITDA-marginal på 14-18% i Q4 2022. Även om de inte kommer nå dit i år tycker vi att det är det en relevant nivå att förhålla sig till. Vi ser nu att kommer att nå denna nivå 2024e med en marginal på 18%.

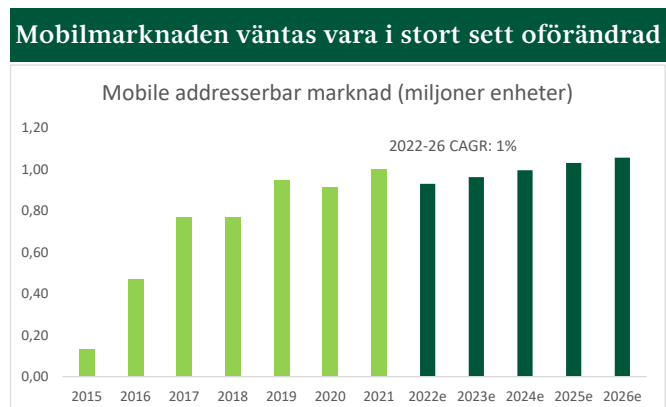
Signifikant värde i rörelsen - värt att se igenom stöket

När en aktie faller kraftigt är det värt att ta ett steg tillbaka och titta på tillgångarna. Som vi diskuterade ovan ser vi den nuvarande nedgången som tillfällig - vår långsiktiga syn har inte ändrats av turbulensen. Vi värderar de kapacitiva sensorerna som säljs till mobiltelefoner till 6 kronor per aktie medan aktien för tillfället kostar strax över 8 kr vilket innebär att optionalteten i bolaget är mycket stor. PC är enligt oss värt 10 kr.

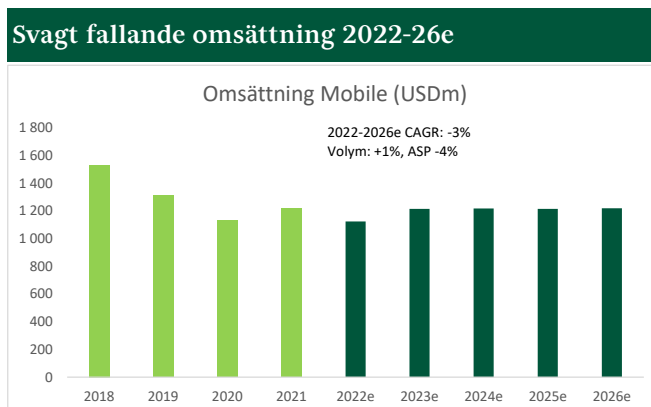
Mobile värt 6 kr

Marknaden för kapacitiva sensorer i mobiltelefoner är mogen - vi tror att penetrationen för biometrisk autentisering är runt 90%. Fingerprints är marknadsledare med cirka 30% marknadsandel förra året men har tagit marknadsandelar under H1'22.

Vi värderar de kapacitiva sensorerna till 2x försäljningen 2026 (eftersom målsättningarna är satt för 2026). Vi tycker att multipeln reflekterar den mogna marknaden och den höga marknadsandelen. Med en omsättning på ca USD 120m eller 1,2 mdkr och en diskonteringsränta på 8% når vi ett värde på de kapacitiva sensorerna på 1,9 mdkr eller cirka 6 kr per aktie. Det bör noteras att den svenska kronans försvagning har höjt värdet på enheten.



Källa: Fingerprints, IDC, Gartner, Fingerprints



Källa: EPB

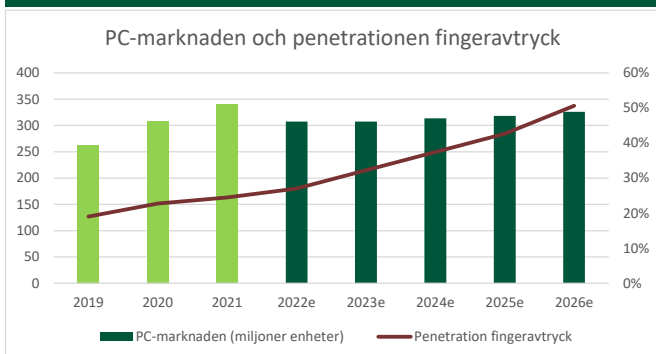
PC värderas till 10 kr

Penetrationen av biometrisk autentisering i PC-marknaden ligger på runt 20% men stiger kraftigt - Fingerprints försäljning till PC-marknaden växte signifikant i Q2 trots fallande PC-volymer. En viktig drivkraft för ökad penetration kommande år är att Microsoft förordar biometrisk autentisering för att komma bort från lösenord. Fyra av de sex största PC-tillverkarna använder Fingerprints teknik och under kvartalet lanserade en Taiwan-baserad PC-tillverkare två nya modeller med Fingerprints lösning. Vi tror att penetrationen kommer öka från runt 20% 2021 till runt 50% 2026.

På grund av tillväxten vi väntar oss värderar vi PC till 4x försäljningen. Med en omsättning på ca USD 100m eller 1 mdkr och en diskonteringsränta på 10% når vi ett värde på PC på cirka 2,9 mdkr eller cirka 10 kr per aktie. PC har högre marginaler än Mobile och marknaden är dessutom mer konsoliderad - de fem största (exklusive Apple) kontrollerar mer än tre fjärdedelar av marknaden vilket ökar sannolikheten för att penetrationen kommer fortsätta öka.

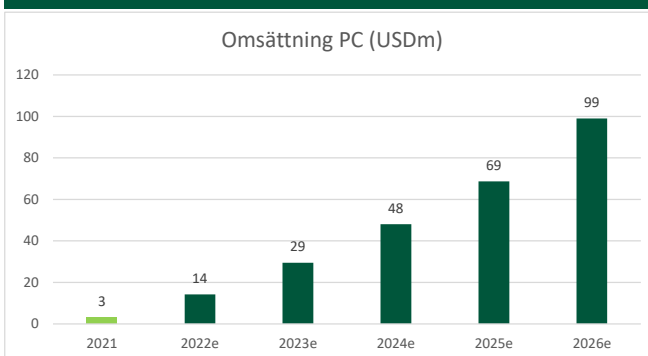
Vi reflekterar varken optiska sensorer i våra estimat eller i vår värdering utan ser det som optionalitet. Marknaden för optiska sensorer är i värde ungefär lika stor som marknaden för kapacitiva sensorer eftersom ASPn är högre. Fingerprints har idag ingen försäljning av optiska sensorer men har nu en konkurrensmässig produkt på marknaden och att de fick en design win under kvartalet ökar sannolikheten för att det kommer fler och att vi kan se ett bra bidrag till försäljningen 2023-2024e. Vi värderar denna optionalitet till 3 kr per aktie.

Även om PC-marknaden minskar ökar penetrationen...



Källa: IDC, Fingerprints, EPB

...vilket leder till kraftig tillväxt till PC-marknaden

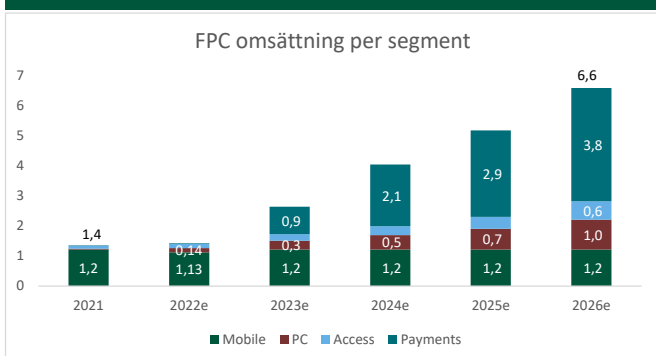


Källa: Gartner, IDC, FPC, EPB

Totalt värde 27 kr i vår SOTP

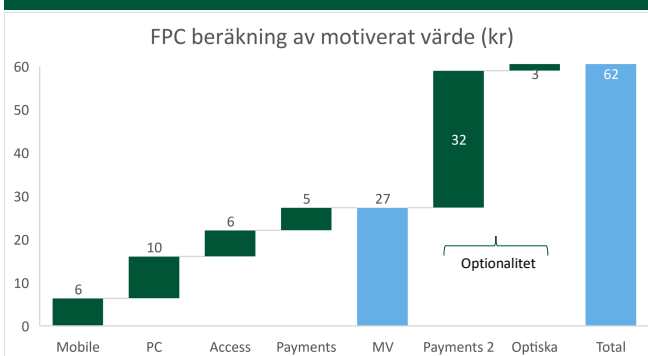
Vi värderar vidare Access till 6 kr per aktie och Payments till 37 kr, varav det mesta är optionalitet. Vi värderar Payments till 4x omsättningen och diskonterar till 15% men vi använder även främsta konkurrenten IDEX i Norge som referens.

6,6 mdkr i omsättning 2026...



Källa: EPB

...och ett värde i vår SOTP på 27 kr



Källa: EPB

DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	4 732	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	5 305	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	13,0%
Företagsvärde (EV)	10 037	Extra riskpremium	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	97	Beta	1,2	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital	13,9%	Rörelsekapital, % av omsättning	6,8%
Eget kapital	9 940	Räntekostnad (före skatt)	3,0%	Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	294	Skattesats	22%	Terminalvärde, % av EV	53%
Eget kapital per aktie	34	Belåningsgrad	15%		
		WACC	12,2%		

EPB

DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	11,2%	36	38	39	41	43
	11,7%	34	35	36	38	40
	12,2%	31	32	34	35	37
	12,7%	29	30	32	33	34
	13,2%	28	28	29	31	32

		Långsiktig EBIT-marginal				
		6,0%	8,0%	13,0%	12,0%	14,0%
WACC	11,2%	23	28	39	37	42
	11,7%	22	26	36	34	38
	12,2%	21	24	34	32	36
	12,7%	19	23	32	30	33
	13,2%	18	22	29	28	31

EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1 256	1 356	1 428	2 644	4 045	5 179	6 592
% tillväxt, y/y	-14%	8%	5%	85%	53%	28%	27%
Mobile		1 220	1 125	1 216	1 219	1 216	1 220
PC		25	143	295	480	687	990
Access		98	136	221	295	404	613
Payments		12	25	912	2 051	2 871	3 769
Kostnad sålda varor	-981	-959	-1 019	-1 844	-2 594	-3 274	-4 122
Bruttoresultat (rapporterat)	275	397	409	800	1 451	1 905	2 470
Brutto-marginal	22%	29%	29%	30%	36%	37%	37%
Försäljning och administration	-215	-262	-297	-502	-769	-984	-1 253
Forskning och utveckling	-95	-138	-121	-146	-160	-176	-194
Övriga rörelsekostnader	-332	-4	-5	-9	-13	-17	-21
EBIT (rapporterat)	-366	-8	-14	143	509	728	1 002
Jämförelsestörande poster	-341	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	-25	-8	-14	143	509	728	1 002
EBIT-marginal	-2%	-1%	-1%	5%	13%	14%	15%
Avskrivningar	-77	-93	-102	-167	-205	-240	-273
EBITDA (rapporterat)	-289	85	88	310	714	968	1 275
EBITDA (justerat)	52	85	88	310	714	968	1 275
EBITDA-marginal	4%	6%	6%	12%	18%	19%	19%
Finansiella intäkter	0	7	15	15	15	15	15
Finansiella kostnader	-16	0	-28	-40	-46	-34	-10
Resultat före skatt	-381	-1	-27	118	478	709	1 007
Skatter	40	1	6	-26	-105	-156	-222
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-340	0	-21	92	373	553	785
Nettoresultat (justerat)	-36	-1	-21	92	373	553	785

Källa: Bolaget, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	502	555	555	555	555	555	555
Övriga immateriella tillgångar	258	283	333	347	358	364	363
Materiella anläggningstillgångar	32	31	31	31	31	31	32
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	47	54	54	54	54	54	54
Summa anläggningstillgångar	838	923	972	987	998	1 004	1 004
Varulager	136	159	171	317	485	621	791
Kundfordringar	196	280	300	555	849	1 088	1 384
Övriga omsättningstillgångar	28	63	63	73	85	94	106
Likvida medel	377	374	374	374	374	374	691
Summa omsättningstillgångar	737	876	909	1 320	1 794	2 178	2 973
SUMMA TILLGÅNGAR	1 575	1 799	1 881	2 307	2 792	3 181	3 976
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	1 183	1 027	1 006	1 025	1 251	1 583	2 074
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	1 183	1 027	1 006	1 025	1 251	1 583	2 074
Långfristiga finansiella skulder	10	304	433	499	365	104	12
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	21	17	17	17	17	17	17
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	30	321	450	516	382	121	28
Kortfristiga finansiella skulder	13	11	11	11	11	11	11
Leverantörsskulder	201	222	186	344	526	673	857
Skatteskulder	2	14	14	14	14	14	14
Övriga kortfristiga skulder	146	204	215	398	608	779	991
Summa kortfristiga skulder	362	451	426	767	1 159	1 477	1 874
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 575	1 799	1 881	2 307	2 792	3 181	3 976

Källa: Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoresultat (rapporterat)	-340	0	-21	92	373	553	785
Icke kassaflödespåverkande poster	411	119	102	167	205	240	273
Förändringar i rörelsekapital	87	-95	-58	-70	-81	-66	-82
Kassaflöde från den operationella verksamheten	158	24	23	188	496	727	976
Investeringar i anläggningstillgångar	-119	-91	-116	-128	-155	-179	-207
Fritt kassaflöde	39	-67	-93	60	342	549	769
Förvärv och avyttringar	0	0	0	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	-74	-147	-221	-294
Nyemission / återköp	-190	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-19	58	93	13	-195	-328	-159
Kassaflöde	-170	-8	0	0	0	0	317
Omräkningsdifferenser i likvida medel	-17	6	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	-354	-59	70	136	2	-259	-668

Källa: Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Omsättningstillväxt	-14%	8%	16%	70%	53%	28%	26%
EBIT-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	-3168%	251%	43%	36%
EPS-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	-766%	303%	51%	37%
Bruttomarginal	22%	29%	29%	30%	36%	37%	37%
EBITDA-marginal (justerad)	4,1%	6,3%	6,5%	11,7%	17,6%	18,7%	19,3%
EBIT-marginal (justerad)	-2,0%	-0,6%	-0,3%	5,5%	12,6%	14,0%	15,1%
Skattesats	11%	110%	22%	22%	22%	22%	22%

Källa: Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	-2%	0%	-2%	9%	33%	39%	43%
ROCE, justerad	-2%	0%	0%	11%	33%	45%	54%
ROIC	-2%	-1%	-1%	10%	33%	44%	57%
Investeringar / omsättning	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Varulager / omsättning	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Rörelsekapital / omsättning	1%	6%	9%	8%	7%	7%	7%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	0,8x	0,8x	1,1x	1,4x	1,6x	1,7x

Källa: Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-354	-59	70	136	2	-259	-668
Soliditet	75%	57%	53%	44%	45%	50%	52%
Nettoskuldsättningsgrad	-30%	-6%	7%	13%	0%	-16%	-32%
Nettoskuld / EBITDA	-6,9x	-0,7x	0,8x	0,4x	0,0x	-0,3x	-0,5x

Källa: Bolaget, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS, rapporterad	-1,10	0,00	-0,07	0,31	1,27	1,88	2,67
EPS, justerad	-0,12	0,00	-0,07	0,31	1,27	1,88	2,67
FCF per aktie	0,13	-0,23	-0,32	0,20	1,16	1,87	2,62
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00
Eget kapital per aktie	3,8	3,5	3,4	3,5	4,3	5,4	7,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	308,8	295,4	294,2	294,2	294,2	294,2	294,2

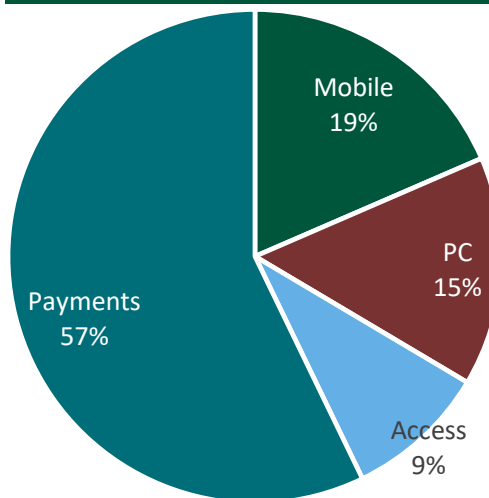
Källa: Bolaget, EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Johan Carlström	7,1%
Legal & General	5,7%
Avanza Pension	3,1%
Blackrock	2,2%
Svenska Handelsbanken	1,7%
Ordförande	Dimitrij Titov
Verkställande direktör	Christian Fredrikson
Finansdirektör	Per Sundqvist
Investerarkontakt	Stefan Pettersson
Hemsida	https://www.fingerprints.com

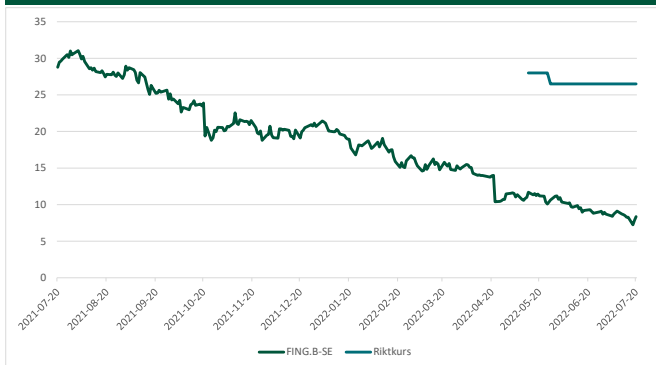
Källa: Bolaget, Holdings, EPB

Försäljning per segment 2026e



Källa: EPB

Aktiekurs och motiverat värde



Factset, EPB

This publication ("the Publication") has been compiled by Erik Penser Bank ("the Bank") exclusively for clients of the Bank. The contents are based on information from publicly available sources which have been deemed reliable. No guarantee is extended as to the accuracy and completeness of the contents of the document or the forecasts and recommendations provided therein. The Bank may permit employees of another department or analysed company ("the company") to read facts or series of facts in order to verify the same. The Bank does not disclose conclusions or assessments included in the Publication in advance. Opinions stated in the Publication are those of the analyst at the time the Publication was prepared and such opinions are subject to change. No assurance is provided that future events will be in accordance with opinions stated in the Publication.

The information in the Publication must not be understood as encouragement or recommendation to enter into transactions. The information does not take into account an individual recipient's investment knowledge and experience, financial situation, or investment goals. The information thus does not constitute a personal recommendation or investment advice.

The Bank disclaims all liability for direct or indirect loss that may be based upon the Publication. Investments in financial instruments are associated with financial risk. The investment may go up or down in value or become entirely worthless. Past favourable performance of an investment is not a guarantee of future performance.

Fair value and risk

The fair value reflects a value for the share on the day the analysis is published in a range corresponding to approximately 5-10%. The Bank uses several different valuation models to value financial instruments, such as cash flow models, valuation of multiples and breakup value analysis.

The valuation method and the approach for determining the fair value should be apparent in the analysis and may vary from company to company. Significant assumptions used in valuations are based on currently available market data and a scenario for the company's future development that we consider reasonable. As regards risk, the share is classified on a High-Medium-Low scale based on a number of known parameters relevant to the company. A general guideline for being classified as low risk is that the company has positive cash flow and that no individual factor affects net sales by more than 20%. The corresponding general description of high risk is that the company has not achieved positive cash flow or that an individual factor affects net sales by more than 50%.

The research presented in the Publication was performed in accordance with the terms and conditions of the "Penser Access" service that the Bank performs on behalf of analysed companies. The analysed company remunerates the Bank for the aforementioned service. The fair value and risk classifications are continuously updated. Click here <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> to view the history of investment recommendations issued by the Bank.

General

The Bank's consent is required to copy or disseminate the Publication in whole or in part. The Publication must not be disseminated or made available to any natural or legal person in the United States of America (other than as provided under Rule 15a-16, Securities Exchange Act of 1934), Canada, or any other country that imposes statutory restrictions on the dissemination and availability of the contents of the material.

The Bank has prepared an Ethics Policy and a Conflicts of Interest Policy. The aim of these policies is to protect against and prevent conflicts between the interests of clients and departments within the Bank. The approach used by the Bank to prevent conflicts of interest includes restrictions on communications (Chinese Walls). The Research Department is physically separated from the Corporate Finance department, which occupies separate premises. The Corporate Finance department is not permitted to participate in the production of a Publication or to express opinions on a Publication. However, there may from time to time exist a client relationship or advisory situation between a company covered in a Publication and a department of the Bank other than the Research Department. The Bank has drawn up internal restrictions concerning when employees are permitted to conduct trades in a financial instrument that is the subject of an Investment Recommendation.

From time to time, the Bank performs assignments for a company that is mentioned in a Publication. The Bank may, for example, be acting as an advisor or issuer agent to the company or as the liquidity guarantor for one of the company's securities. If such is the case, this has been stated in the Publication. The Bank, its owners, directors, or employees may own shares in companies mentioned in the Publication. All employees of the Bank must report their holdings in securities and must report all transactions. The Bank and its employees comply with guidelines issued by the Swedish Securities Dealers Association concerning employee transactions. The analyst who has prepared Investment Research as referred to in Chapter 11, section 8 of the Swedish Financial Supervisory Authority's Regulations regarding securities (FFFS 2007:16) and others involved in this work are not permitted to trade on their own account in the covered Financial Instrument or related Financial Instruments in contravention of the applicable recommendation. The Bank's Compliance Department monitors all employee transactions.

The Bank pays salaries to analysts, which may also consist of a share of the Bank's profits but which is never linked to the financial performance of another department. Neither the Bank nor the individuals who compiled the Publication have holdings (long or short) in the financial instruments issued by the analysed company that exceed 0.5% of the analysed company's share capital.

For the company in question, the Bank also conducts research in accordance with the terms of the "Penser Access" paid-for service. Click here <https://epaccess.penser.se/> for more information about this service.

Erik Penser Bank is authorised to conduct securities operations and is under the supervision of the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)

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