



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 01 September 2022

Codemill

Ytterligare ett bra kvartal

Fortsatt god tillväxt

Codemill rapporterade en nettoomsättning på 14,5 mkr (8,5) motsvarande en total tillväxt om 71% y/y, i tillväxten ingår förvärvet av Cantemo. Tillväxten drevs av ökade intäkter från både produktportföljen samt konsultverksamheten. Bruttomarginalen steg något jämfört med föregående år, anledningen är de ökade intäkterna från produktportföljen. EBITDA uppgick till -1,5 mkr (-4,9) vilket motsvarar en marginal om -10% (-58%).

Nya avtal

Under Q2 har Codemill annonserat ett antal nya avtal, majoriteten rör konsultverksamheten. För att nämna två avtal vill vi lyfta fram de fördjupade samarbetena med Paramount Global och Amazon. Paramount Global har sedan tidigare köpt produkterna och nu annonserades ett konsultavtal till ett värde av USD 650k. Amazon och Codemill har samarbetet under flera år och nu väljer Amazon Codemill för att utveckla deras arbetsflöden.

Minska kostnaderna

Under slutet av maj annonserade Codemill att de ämnar genomföra betydande besparingsåtgärder i syfte att effektivisera organisationen samt öka lönsamheten och stärka kassaflödet. Besparingsåtgärderna ska minska kostnaderna på årsbasis med ca 20 mkr. Besparingarna väntas ge effekt under Q3 och ge full effekt under Q4 2022.

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk		
Delårstapport Q3 2022	2022-11-18	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	-	
Bokslutskommuniké 2022	2023-02-14							
Rating		Omsättning, mkr	35	54	60	69	Aktiekurs	SEK6.0
Potential	<div><div></div></div> 3	Tillväxt	15%	56%	12%	14%	Riskenivå	High
Risk	<div><div></div></div> 2,5	EBITDA, mkr	(17.2)	(0.2)	14.5	16.3	<div>Kursutveckling 12 mån</div>	
Finansiell ställning	<div><div></div></div> 2	EBIT, mkr	(28)	(16)	(3)	(1)		
Historik & meriter	<div><div></div></div> 2	EPS, justerad	(2.1)	(1.2)	(0.3)	(0.2)		
		EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
		EK/aktie	4.6	3.3	3.0	2.9		
		Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
		EBIT-marginal	(49.9)%	(21.1)%	(4.4)%	(1.6)%		
		ROE (%)	(53.4)%	(38.6)%	(10.3)%	(6.4)%		
		ROCE	(54.7)%	(29.8)%	(7.9)%	(3.3)%		
		EV/Sales	2.1x	1.4x	1.2x	1.1x		
Bolagsfakta (mkr)		EV/EBITDA	(4.3)x	(309.6)x	5.1x	4.5x	<div>Analytiker</div> <p>hugo.lisjo@penser.se</p>	
Antal aktier	14m	EV/EBIT	(2.6)x	(4.5)x	(21.4)x	(55.1)x		
Börsvärde	81	P/E, justerad	(2.8)x	(4.8)x	(19.6)x	(33.2)x		
Nettoskuld	(8)	P/EK	1.3x	1.8x	2.0x	2.1x		
EV	73	Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Free float	0%	FCF yield	(64.0)%	(31.0)%	(1.5)%	0.5%		
Daglig handelsvolym, snitt	6(k)	Nettosk./EBITDA	1.1g	(32.2)g	0.6g	0.5g		



Sammanfattning

Ytterligare ett bra kvartal

Investment Case

Trenden att video som media växer är tydlig. Streamingtjänsterna vill ha exklusivt material och producerar mer innehåll själva, vilket leder till ett ökat antal produktioner och ett utökat utbud, marknadsföringsbranschen gör fler kundanpassade filmer för att nå vald kundgrupp, stora företag använder video i marknadsföring och för intern utbildning. Detta är bara några av alla trender som leder till att videoproduktionen ökar.

Videomarknaden har inte kommit lika långt som många andra branscher vad gäller flytt till moln- och webbaserade tjänster. Samtidigt blir filerna större och tyngre p.g.a. förbättrad bildkvalitet, och kan idag vara för stora för att skickas. Därför sparas filerna oftast på en intern server, vilket kan skapa problem när fler personer ska arbeta i samma fil och/eller från olika geografier. Tack vare Codemills produkter kan flera personer arbeta simultant i en webbvänlig version med mindre filstorlek än originalfilen.

Codemill har lyckats få några av världens största video- och mediebolag som kunder. Penetrationen hos befintlig kundstock är idag relativt låg då fokus varit att upparbeta goda relationer att bygga vidare på. Bolaget har nyligen släppt nyheter om att fler av världens största techbolag valt deras produkter och att ett flertal kunder valt att utöka avtalen.

Bolagsprofil

Codemill är en pionjär inom sin nischade marknad. Bolaget levererar sin egenutvecklade modulära webbaserade mjukvara, för att effektivisera produktion och distribution av video och film. Modulerna innehåller mjukvara som underlättar allt från redigering, klippning till kvalitetskontroll av video, ljud, undertexter m.m. Produkterna har integrerad AI för att automatisera annars tidsödande steg i produktionen. Målgruppen är stora bolag med minst 200 anställda inom video- och mediebranschen, men kan även vara storbolag inom andra branscher som producerar eget videomaterial eller marknadsföringsbyråer. Idag kommer intäkterna till ca 50% från konsultverksamheten och 50% är återkommande intäkter från licens- och supportavtal. Konsultavtalen är klassiska IT-konsulttjänster, men blir mer och mer av en understödsverksamhet till mjukvaruportföljen.

Värdering

Eftersom Codemill är en blandning av ett mjukvarubolag med stabila återkommande intäkter och en IT-konsult inom media- och videomarknaden består värderingsgruppen av IT-konsulter, SaaS-bolag och företag med koppling till videomarknaden. Videobolagen är noterade på amerikanska börsen men vi anser att dessa ändå är relevanta eftersom drygt hälften av intäkterna kommer från USA och den typen av kunder.

IT-konsulterna värderas till ett snitt EV/S för 2022 på 1,2x vilket är lägst av de tre undergrupperna. Bland bolagen med video-koppling sticker Adobe ut som betydligt högre värderad med EV/S 2022 9,9x medan de andra, vilka är mer jämnt värderade, landar i snitt på 3,3x. Högst värderade är SaaS bolagen där Fortnox är dyrast med EV/S 26,9x för 2022. Övriga har en jämnare värdering, med ett snitt på 6,9x för 2022. Med våra estimat handlar Codemill på EV/S 2022 1,4x. Tabeller och diagram med mer utförlig data finns i slutet av analysen.

Tillväxt och nya avtal

Codemill fortsätter att visa fin tillväxt inom båda segmenten. För produktportföljen, licens- och supportavtal, fortsatte tillväxten både i årligt återkommande intäkter (ARR) samt intäkterna under kvartalet. Under kvartalet tillkom SVT som ny kund för Codemills produkter samt att UKTV ökar användarantalet med 33%.

Konsultintäkterna fortsatte att växa och kom in högre än vi förväntat oss. På grund av de sedvanliga säsongvariationerna i konsultverksamheten förväntar vi oss lägre intäkter under Q3 än vad Q2 levererade. Under kvartalet har fler avtal slutits vilket borgar för en fortsatt fin tillväxt under kommande år. Under kvartalet annonserades fördjupat avtal med Paramount Global. Codemill och Paramount har haft en långtgående relation som fördjupas i och med detta avtal. Avtalet uppgår till åtminstone USD 650k och intäkterna förväntas under 2023.

Kostnadsbesparingarna

Besparingsåtgärderna innebär en minskad kostnad på 20 mkr på årsbasis och förväntas vara fullt genomförda under Q4. Kostnadsbesparingarna rör främst lokaler, personal, minskad utveckling samt effektiviserad säljkanal. Lokalkostnaderna sjunker då de gör sig av med lokalen i Stockholm, vilken medföljde förvärvet av Cantemo. Under Q3 kommer bolaget att byta lokal i Umeå, kostnadsbesparingen kommer alltså inte att synas förens Q4.

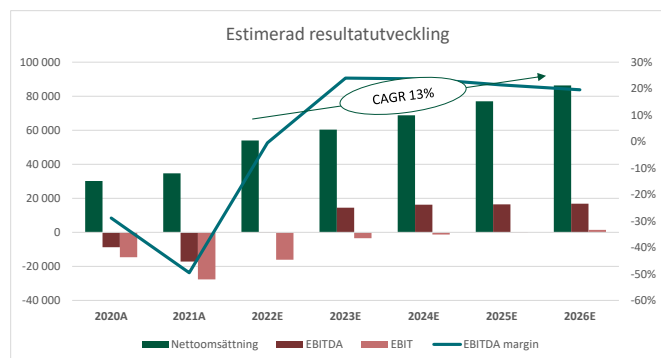
Besparingarna innefattar även en slimmad och effektiviserad organisation. Under Q2 ökade antalet anställda något, det beror på ett par rekryteringar som genomfördes innan kostnadsbesparingarna beslutades. Dessa personer har provanställning som förväntas att sluta senast under Q4. Effektiviseringen innebär också en minskad säljorganisation. Partnerstrategin med återförsäljare och teknikbolag såsom SDVI har visat sig vara en kostnadseffektiv försäljningskanal.

Produktutvecklingen är i slutfasen och kostnaderna kopplade till utvecklingen kommer successivt att minska framöver. Produktutvecklingen kommer alltid att vara en viktig del i Codemills tillväxt och utvecklingen kommer inte att sluta, men utvecklingstakten behöver inte vara lika hög framöver.

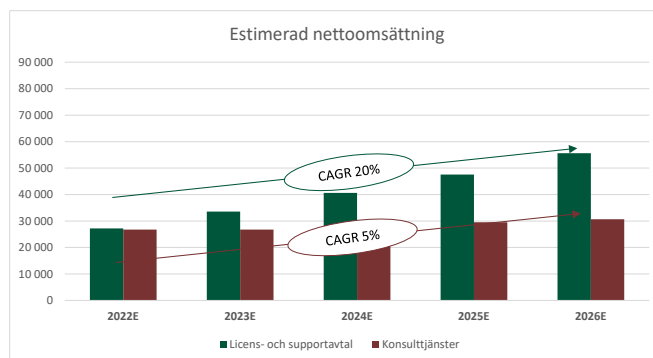
Prognoser

Codemills resultat kom in i linje med våra prognoser, varför vi behåller våra tidigare prognoser. Vi räknar med att konsulttjänsterna minskar under Q3 jämfört med H1, till följd av semestrar. I bilderna nedan kan ni följa vår prognostiserade utveckling.

OBS, det som ser ut som prognosförändringar på framsidan, beror på att vi bytt från total omsättning till nettoomsättning då det tydligare visar bolagets utveckling.



Källa: EPB, Codemill



Källa: EPB, Codemill

Peer tabell och diagram

Värdering	MCAP (MSEK)	EV (MSEK)	EV / Sales			EV / EBITDA		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Codemill	81	73	1,5x	1,4x	1,2x	(7,4x)	(310x)	5,1x
TietoEVRY	31 692	39 666	1,3x	1,3x	1,2x	7,8x	8,5x	7,5x
Knowit	7 307	7 783	1,3x	1,2x	1,1x	10,3x	9,5x	8,4x
Avid Technology, Inc.	12 925	14 628	3,3x	3,2x	2,9x	23,8x	15,9x	14,0x
Netflix, Inc.	1 050 744	1 164 385	3,5x	3,4x	3,2x	5,5x	17,3x	15,3x
Adobe Inc.	1 879 657	1 873 386	10,5x	9,9x	8,7x	25,3x	19,9x	17,6x
FormPipe Software	1 505	1 573	3,4x	3,2x	2,9x	17,6x	19,8x	13,4x
Upsales Technology	1 101	1 058	9,5x	8,1x	6,1x	45,6x	35,3x	22,0x
Lime Technologies	3 985	4 185	9,3x	8,7x	7,5x	32,3x	27,4x	23,3x
Vitec Software Group	13 925	14 576	8,6x	7,6x	6,6x	23,5x	21,3x	17,5x
Fortnox	29 249	29 297	26,9x	23,0x	17,2x	62,3x	49,8x	36,1x
Blackbird	916	761	29,5x	-	-	-	-	-

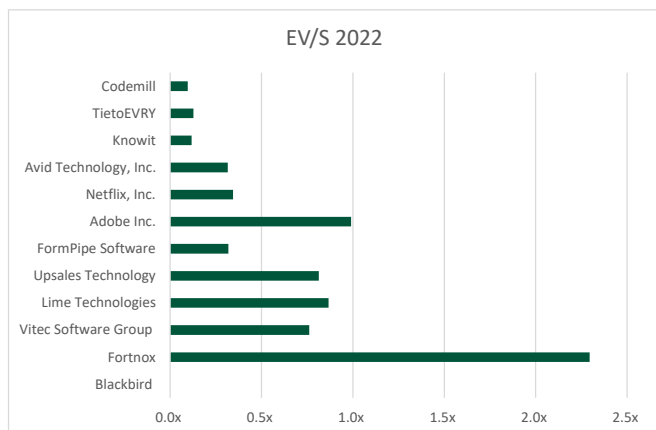
Källa: EPB, Factset

Marginaler	Bruttomarginal			EBITDA			EBIT		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Codemill	89%	95%	97%	-14%	0%	18%	-32%	-21%	-4%
TietoEVRY	19%	83%	83%	17%	15%	17%	11%	11%	12%
Knowit	8%	12%	12%	12%	12%	13%	8%	8%	9%
Avid Technology, Inc.	64%	66%	67%	13%	20%	21%	12%	18%	19%
Netflix, Inc.	41%	40%	41%	62%	20%	21%	19%	17%	18%
Adobe Inc.	87%	89%	90%	41%	50%	49%	36%	45%	45%
FormPipe Software	8%	88%	89%	19%	16%	21%	8%	5%	11%
Upsales Technology	15%	-	-	21%	23%	28%	15%	18%	22%
Lime Technologies	21%	-	-	29%	32%	32%	18%	19%	20%
Vitec Software Group	18%	100%	97%	37%	36%	38%	18%	18%	20%
Fortnox	34%	93%	92%	43%	46%	48%	34%	37%	40%
Blackbird	70%	-	-	-84%	-	-	-106%	-	-

Källa: EPB, Factset

Tillväxt	Sales			EBITDA			EBIT		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Codemill	71%	56%	12%	-14%	0%	18%	-32%	-21%	-4%
TietoEVRY	3%	3%	3%	-26%	-17%	14%	-34%	-10%	8%
Knowit	68%	37%	8%	82%	46%	12%	54%	32%	17%
Avid Technology, Inc.	9%	6%	9%	5%	14%	13%	8%	19%	14%
Netflix, Inc.	12%	7%	8%	11%	-7%	13%	-2%	-10%	14%
Adobe Inc.	15%	12%	14%	16%	9%	13%	16%	9%	15%
FormPipe Software	5%	4%	12%	-31%	-41%	48%	-40%	-59%	167%
Upsales Technology	36%	40%	34%	10%	52%	60%	32%	16%	65%
Lime Technologies	23%	20%	16%	8%	15%	18%	-8%	21%	28%
Vitec Software Group	17%	22%	15%	17%	19%	22%	13%	18%	24%
Fortnox	38%	37%	33%	37%	46%	38%	38%	46%	46%
Blackbird	32%	-	-	-1%	-	-	1%	-	-

Källa: EPB, Factset



Källa: EPB, Factset

Resultaträkning

(tkr)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Licens- och supportavtal	0	0	5 168	27 189	33 571	40 636	47 538	55 613
Konsulttjänster	0	0	5 938	26 755	26 775	28 114	29 519	30 700
Nettoomsättning	44 468	30 197	34 637	53 945	60 346	68 750	77 058	86 313
<i>Tillväxt</i>	-6%	-32%	15%	56%	11,9%	13,9%	12,1%	12,0%
Aktiverat arbete för egen räkning	0	13 641	17 459	18 113	16 000	14 000	12 000	10 000
Övriga rörelseintäkter	708	1 854	3 214	4 074	2 100	1 700	1 600	1 400
Kostnad sålda varor	-5 280	-5 676	-6 922	-4 083	-2 156	-3 438	-4 049	-4 920
Bruttoresultat	39 896	40 016	48 388	72 049	76 290	81 012	86 609	92 794
<i>Brutto-marginal</i>	88%	88%	87%	95%	97%	96%	96%	95%
Övriga externa kostnader	-7 316	-9 587	-14 968	-15 039	-9 430	-9 932	-10 780	-11 743
Personalkostnader	-34 904	-37 593	-49 455	-55 114	-50 297	-52 269	-56 572	-61 026
Övriga rörelsekostnader	-6	-1 547	-1 127	-2 132	-2 088	-2 558	-2 760	-3 153
EBITDA	-2 330	-8 711	-17 162	-236	14 476	16 253	16 497	16 871
<i>EBITDA-marginal</i>	-5%	-19%	-31%	0%	18%	19%	18%	17%
Avskrivningar	-181	-5 893	-10 449	-15 838	-17 889	-17 581	-16 683	-15 402
EBIT	-2 511	-14 604	-27 611	-16 074	-3 413	-1 328	-186	1 469
<i>EBIT-marginal</i>	-6%	-32%	-50%	-21%	-4%	-2%	0%	2%
Finansiella intäkter	1 756	0	785	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-527	-684	-685	-577	-706	-699	-699	-699
Resultat före skatt	-1 282	-15 288	-27 511	-16 651	-4 119	-2 027	-885	770
Skatter	-398	-335	-1 313	-113	-22	-421	-420	-433
Nettoresultat	-1 680	-15 623	-28 824	-16 764	-4 142	-2 448	-1 305	337

Källa: Codemill, EPB

Balansräkning

(tkr)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
TILLGÅNGAR							
Immateriella anläggningstillgångar	35 053	52 797	55 095	53 207	49 626	44 943	39 541
Materiella anläggningstillgångar	124	68	139	139	139	139	139
Finansiella anläggningstillgångar	0	615	615	615	615	615	615
Summa anläggningstillgångar	35 177	53 480	55 849	53 961	50 380	45 697	40 295
Kundfordringar	4 943	10 545	9 336	11 127	12 455	13 981	15 685
Övriga fordringar	1 397	2 563	3 601	4 292	4 804	5 393	6 050
Övriga omsättningstillgångar	1 533	3 670	5 738	6 504	7 072	7 724	8 452
Likvida medel	27 180	28 570	5 508	5 356	5 783	7 539	12 179
Summa omsättningstillgångar	35 053	45 348	24 183	27 278	30 113	34 636	42 366
SUMMA TILLGÅNGAR	70 230	98 828	80 032	81 239	80 493	80 332	82 661
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	38 635	62 382	45 534	41 392	38 944	37 639	37 977
Summa eget kapital	38 635	62 382	45 534	41 392	38 944	37 639	37 977
Långfristiga finansiella skulder	11 061	6 799	10 820	11 905	11 905	11 905	11 905
Övriga långfristiga skulder	1 931	1 976	300	300	300	300	300
Summa långfristiga skulder	12 992	8 775	11 120	12 205	12 205	12 205	12 205
Kortfristiga finansiella skulder	2 156	2 301	2 301	2 301	2 301	2 301	2 301
Leverantörsskulder	2 777	3 139	1 102	2 918	3 660	3 642	3 618
Övriga kortfristiga skulder	13 671	22 231	19 976	22 422	23 383	24 545	26 560
Summa kortfristiga skulder	18 604	27 671	23 379	27 641	29 344	30 488	32 479
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	70 231	98 828	80 032	81 239	80 493	80 332	82 661

Kassaflödesanalys

(tkr)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Resultat före skatt	-15 288	-27 673	-16 651	-4 119	-2 027	-885	770
Betald skatt	-488	252	-501	-22	-421	-420	-433
Avskrivningar	5 893	10 449	15 838	17 889	17 581	16 683	15 402
Förändringar i rörelsekapital	5 158	2 392	-5 541	1 016	-706	-1 623	-1 098
Övriga förändringar från den op. verksamheten	90	-956	-85	0	0	0	0
Kassaflöde från den op. verksamheten	-4 635	-15 536	-6 941	14 763	14 427	13 756	14 641
Investeringar i anläggningstillgångar	-13 380	-36 396	-18 208	-16 000	-14 000	-12 000	-10 000
Fritt kassaflöde	-18 015	-51 932	-25 149	-1 237	427	1 756	4 641
Utdelningar	0	-3 534	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	44 243	59 820	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-2 080	-2 962	2 087	1 085	0	0	0
Kassaflöde	24 148	1 392	-23 062	-152	427	1 756	4 641

Kvartalsdata

(tkr)	Q1-20A	Q2-20A	Q3-20A	Q4-20A	Q1-21A	Q2-21A	Q3-21A	Q4-21A	Q1-22A
Licens- och supportavtal	0	0	0	0	0	0	0	5 168	6 479
Konsulttjänster	0	0	0	0	0	0	0	5 938	7 202
Nettoomsättning	7 200	7 823	6 429	8 745	6 327	8 487	8 717	11 106	13 681
<i>Tillväxt</i>	-	-	-	-	-12%	8%	36%	27%	116%
Aktiverat arbete för egen räkning	4 024	3 179	2 487	3 951	4 612	4 454	3 837	4 556	4 891
Övriga rörelseintäkter	189	469	290	906	646	395	871	1 302	1 315
Kostnad sålda varor	-1 137	-1 014	-1 039	-2 486	-1 335	-1 290	-2 145	-2 152	-1 589
Bruttoresultat	10 276	10 457	8 167	11 116	10 250	12 046	11 280	14 812	18 298
<i>Brutto-marginal</i>	92%	95%	92%	88%	94%	93%	90%	95%	99%
Övriga externa kostnader	-1 703	-1 962	-2 077	-3 845	-3 583	-4 050	-3 390	-3 945	-4 265
Personalkostnader	-9 843	-9 515	-8 130	-10 105	-11 424	-12 702	-11 006	-14 323	-14 482
Övriga rörelsekostnader	-322	-334	-372	-519	-58	-222	-50	-797	-536
EBITDA	-1 592	-1 354	-2 412	-3 353	-4 815	-4 928	-3 166	-4 253	-985
<i>EBITDA-marginal</i>	-14%	-12%	-27%	-26%	-44%	-38%	-25%	-27%	-5%
Avskrivningar	-1 526	-1 430	-1 554	-1 383	-2 392	-2 158	-2 786	-3 113	-3 215
EBIT	-3 118	-2 784	-3 966	-4 736	-7 207	-7 086	-5 952	-7 366	-4 200
<i>EBIT-marginal</i>	-43%	-36%	-62%	-54%	-114%	-83%	-68%	-66%	-31%
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	523	262	0
Finansiella kostnader	-119	-212	-255	-98	-454	-231	0	0	-169
Resultat före skatt	-3 237	-2 996	-4 221	-4 834	-7 661	-7 317	-5 429	-7 104	-4 369
Skatter	0	0	0	-335	0	0	0	-1 313	0
Nettoresultat	-3 237	-2 996	-4 221	-5 169	-7 661	-7 317	-5 429	-8 417	-4 369

Källa: Codemill, EPB

KPI underlag

Potential

Bedömning sker utifrån den oberoende synen på bolagets operationella potential. Bedömningsunderlaget kommer att anpassas utifrån bolagets möjligheter och barriärer. Potential bedöms utifrån vår framåtblickande bedömning av olika KPI:er för att visa bolagets potentiella intäkter. Exempel på KPI:er som härrörs är: marknadsstorlek, inträdesbarriärer, lönsamhetspotential, skalbarhet med flera. Om potentialen bedöms som stor får bolaget en hög rating. Rating setts utifrån den sammanlagda bedömningen av bolagets uppfyllnad av ovanstående punkter, hög rating innebär stor potential.

Risk

Riskvärdering bedöms utifrån framåtblickande data inom tre huvudområden: legal risk, operationell risk och finansiell risk. Legal risk är en framåtblickande med syfte att fånga upp de potentiella legala risker som verksamheten kan möta. Legal risker kan exempelvis vara: patent risk, krävs det specialtillstånd för att driva verksamheten med mera. Operationell risk syftar till att belysa risker som kan drabba själva verksamheten. Riskerna kan exempelvis vara leverantörsrisk, råvaruexponering, kompetens med mera. Finansiell risk belyser risker som valutaexponering, kreditrisk i form av refinansiering och liknande. En hög rating innebär att vi bedömer att ovanstående risker är stora.

Historik och meriter

Bedömningen grundar sig i tillbakablickande data för att belysa bolagets historiska utveckling och prestationer. Bedömning sker på KPI:er som historisk tillväxt, historiska marginaler, ägarbild med flera. Uppvisar bolaget historiskt hög tillväxt med goda marginaler med stabila ägare genererar det en hög rating. Bedömning sker oberoende utifrån bolagets historiska utveckling.

Finansiell ställning

Bedömningen baseras på av bolaget redovisade datapunkter och vår bedömning av framtida verksamhet. Syftet är att belysa vår vy av hur robust bolaget står finansiellt, klarar sig bolaget med befintliga medel eller krävs tillskott. Finansiell ställning bedöms utifrån balansräkning, kassaflöde, kassaställning, historiska eller kommande kapitalanskaffningar med mera. Om bolaget bedöms som starkt finansiellt innebär det en hög rating. Rating setts utifrån den sammanlagda bedömningen av bolagets uppfyllnad av ovanstående punkter.

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 analytikernas 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

Estimat och risk

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 Future" 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 Instru-ment 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

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 målfaldigas 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 be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment 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