



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 24 Augusti 2022

OptiCept Technologies

Rapport för Q2

Ett Q2 med royaltyintäkter från Dagab


Omsättningen för Q2 uppgick till 3,5 mkr och 7,5 mkr för H1. Bolaget genererar royaltyintäkter via APH-avtalet för OptiBoost, där Dagab i Q2 beslutade att behandla alla sina rosor i Sverige med OptiBoost. Under Q2 tillträdde Thomas Lundqvist som VD, och bolaget säkrade en kreditfacilitet efter Q2 om motsvarande 55 mkr.

Samtidigt under förväntningar

Vi bdömer att OptiCepts nuvarande kundbas kan generera omsättning som motsvarar våra tidigare estimat för 2022, men bedömer att OptiCept inte kommer att nå upp i de försäljningsvolymerna. Mot bakgrund av att kommersialiseringen tagit längre tid än vi räknat med, byter vi prognosmetod från en top-down till en bottom-up-ansats som utgår från de företag bolaget idag har avtal med och inte eventuella framtida tillskott.

Fortsatt stor potential

Vi är fortsatt positivt inställda till bolaget, och ser stor potential i bl.a. OptiBoost i Storbritannien samt Balder-försäljning kring medelhavet. Vi noterar dessutom närliggande triggers såsom beskedet från utvärderingarna med Flamingo under Q3. Våra estimatrevideringar får dock väsentlig effekt på estimat och motiverat värde. Vi ser ett nytt motiverat värde om 68-70 kr per aktie (118 - 120kr).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	68.0 - 70.0
EPS, justerad 22e	-2.6	4.9	-153.9%	Omsättning, mkr	4	28	67	110	Aktiekurs	36.8
EPS, justerad 23e	-1	10.1	-109.9%	Tillväxt	1,532%	532%	138%	66%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	0.1	15.8	-99.5%	EBITDA, mkr	(36.5)	(35.9)	(8.8)	13.6	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
				EBIT, mkr	(47)	(52)	(20)	2		
				EPS, justerad	(2.9)	(2.6)	(1.0)	0.1		
				EPS tillväxt	97%	(9)%	(62)%	(108)%		
<div>Kommande händelser</div> <div>Q32022-11-15</div>				EK/aktie	20.4	17.9	16.9	17.1	<div>Analytiker</div> <div>hjalmar.jernstrom@penser.se</div>	
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(1,061.4)%	(185.8)%	(29.6)%	1.9%		
				ROE (%)	(11.6)%	(14.7)%	(5.9)%	0.4%		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier20m</div> <div>Börsvärde731</div> <div>Nettoskuld(22)</div> <div>EV709</div> <div>Free float95%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt37(k)</div>				ROCE	(9.6)%	30.0%	38.1%	41.3%		
				EV/Sales	159.8x	25.3x	10.6x	6.4x		
				EV/EBITDA	(19.4)x	(19.8)x	(80.8)x	52.2x		
				EV/EBIT	(15.1)x	(13.6)x	(35.9)x	339.4x		
				P/E, justerad	(12.7)x	(14.0)x	(36.7)x	479.1x		
				P/EK	1.8x	2.0x	2.2x	2.2x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(689.6)%	(165.1)%	(15.1)%	25.0%		
				Nettosk./EBITDA	1.7g	0.9g	1.9g	(2.8)g		



Sammanfattning

Rapport för Q2

Investment Case

OptiCepts patenterade Cept-teknologi har en stor marknadspotential för tillämpning inom livsmedel och växter. Vi ser det som attraktivt att bolaget har en teknik med väldokumenterade effekter, en bred branschkunskap inom respektive marknad, samt attraktiva prissättningsmodeller med återkommande intäkter. OptiCept har en ledning med lång erfarenhet av arbete inom respektive sektorer, och vi ser att branschkunskapen hos bl.a. styrelseordförande Ulf Hagman är en betydande tillgång. Bolagets applikationer medför stora besparingar genom minskat svinn och lägre produktionskostnader, och vi bedömer att samtliga applikationer har korta återbetalningstider.

OptiCept har ett försäljningsmål om 45 maskiner till och med 2022. Vi bedömer att dessa mål primärt baseras på OptiBoost, bolagets applikation för behandling av snittblommor. Utöver det tillkommer övriga applikationer inom växter och livsmedel, där bolaget sålt ett stort antal OliveCept-applikationer, samtidigt som vi bland övriga applikationer ser att JuiceCept och WineCept är centrala och har mycket stor potential. Vi bedömer att bolaget är välpositionerat att uppnå bred försäljning inom flera applikationer och därigenom bli en betydande aktör inom Food och Plant Tech. Vi ser dessutom att OptiCept har en framstående ESG-profil, då applikationerna medför minskat svinn och har stora effekter på distributionskedjorna för flera världsomfattande industrier.

Bolagsprofil

OptiCept Technologies är ett teknikföretag med en patenterad teknologi som tillämpas på råvaror inom växt- och livsmedelsindustrin och som bland annat tillför egenskaper som utökad hållbarhet och bibehållen arom. Tekniken kallas CEPT och har breda tillämpningsområden inom de huvudsakliga segmenten växter och livsmedel.

Cept-systemet nyttjar en process som kallas elektroporation, en biologisk process som medför utökad extraktionsförmåga ur råvara, samt högre kvalitet och längre hållbarhet för slutprodukten. Effekterna av processen är väldokumenterade och systemet medför effektivitet och besparingar för företagets kunder. Processen är till stora delar patenterad, samtidigt som bolaget har en stor branschkunskap, och insikter i finjustering av system och processer för olika tillämpningsområden. Detta medför att potentiella konkurrenter får hantera utdragna produktutvecklingscykler, vilket skapar stora inträdesbarriärer på bolagets marknader.

OptiBoost tillämpas för förlängd hållbarhet och högre kvalitet för snittblommor. OliveCept används inom olivoljeindustrin för ökad extraktion och högre kvalitet i slutprodukten. JuiceCept och JuiceCept+ är bolagets applikationer för utökad utvinning respektive förlängd hållbarhet för fruktjuicer. Inom JuiceCept faller även Cept-applikationen för havredryck, där tekniken används för förbättrad kvalitet och lägre behov av att tillsätta enzymer. Till övriga applikationer hör OptiBoost för skogssticklingar och prydnadsblommor, samt OptiFresh som förlänger hållbarhet och bibehåller arom för frukt och grönsaker.

Värdering

Vår värderingsansats är en DCF-modell för perioden 2022-2032. Vi bedömer att en DCF-modell bäst återger värdet i bolagets tillväxtpotential. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 68-70 kr per aktie. Vi



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 24 Augusti 2022

Sammanfattning

Rapport för Q2

värderar även bolaget med en multipelansats som indikerar ett värde om 67 kr per aktie. Se detaljer under värderingssegmentet.

Riskprofilen blir fortsatt hög. Vi bedömer att bolaget är attraktivt positionerat med unika produkter och en stor branschkunskap, men noterar att tillväxten i våra och bolagets prognoser lämnar ett begränsat utrymme för motgångar.

Kvartalet i detalj

OptiBoost

Intäkterna i Q2 uppgick till 7 mkr, med ett rörelseresultat om -22 mkr. Under H1'22 genererade bolaget nettoomsättning om 7,5 mkr, varav OliveCept var 2,5 mkr, JuiceCept 0,9 mkr, DryCept 0,9 mkr samt OptiBoost-intäkter om 1,1 mkr. Ledningen kommunicerar att man för tillfället driver hög säljaktivitet i Sydamerika. På snittblomsidan kommenterar bolaget att man fortsatt inväntar resultat från utvärderingarna med Porta Nova och Flamingo, och att resultat förväntas under kommande kvartal. Kassaflöde från löpande verksamhet för Q2 var -12 mkr och bolaget har en kassa om 26 mkr, samt en kreditfacilitet som tillkom efter Q2 om 55 mkr.

Estimatförändringar

Efter Q2-rapporten väljer vi att byta prognosansats och estimerar framtida försäljning med en bottom-up-ansats, efter att tidigare ha prognosticerat försäljningen top-down. Detta betyder att våra intäktsestimat för tillfället begränsas till bolagets nuvarande kunder och avtalsmotparter, och eventuella framtida avtal inkluderas därmed inte i vår bedömda försäljning för 2022-2024. Vi anser trots detta att OptiCept har en stark kundbas, med potential att motivera en uppsida från dagens kursnivåer. Våra estimat baseras i huvudsak på försäljning av OliveCept och OptiBoost (royaltyintäkter) 2022-2024.

Vår huvudsakliga estimatansats är antaganden kring investeringstakten hos befintliga kunder (mätt som Capex/sales) för OliveCept. För OptiBoost baserar vi våra estimat på befintliga avtalsmotparter, där vi gör en bottom-up-analys för Syngentas & MM Flowers kundlista.

OptiBoost

Vi värderar storlek på den adresserbara marknaden för OptiBoost genom en bottom-up-ansats som utgår från potentialen hos de motparter som OptiCept för tillfället har kommersiella avtal eller utvärderingsavtal med. Potentialen värderar vi genom att utgå från uppskattade behov hos avtalsmotparter. OptiCept har avtal om utvärderingar av OptiBoost i Afrika, Sydamerika och Europa, där Dagab-avtalet via APH är en stark referens. Utöver detta har bolaget flera utvärderingsavtal inom OptiBoost, men vi bedömer att avtalen med MM Flowers och Flamingo är av avgörande betydelse.

Nedan sammanfattas urval från Flamingos kundlista i UK. Vi noterar att MM Flowers och Flamingo båda har avtal med flera av kunderna, t.ex. Tesco och Marks & Spencer, där man tillsammans står för majoriteten av snittblommorna som kedjorna säljer. Detta ger MM Flower och Flamingo en dominerade position i snittblomsmarknaden i UK. Nedan sammanfattas Flamingos kundlista av dagligvaruhandlare. Vi bedömer att MM Flowers har en liknande kundbas med motsvarande potential. 50% av snittblomsförsäljningen i UK går via dagligvaruhandlare, och ca 30% går via florister (CBI).

Kundlista Flamingo Group	
<u>Kund</u>	<u>Omsättning (GBP md)</u>
TESCO	58
Sainsbury's	29
Marks & Spencer	11
Waitrose	7
COOP	38
Wilko	1,3
Moonpig	0,4
Morrisons	18
Interflora	0,3
B&Q	4,2

Källa: Flamingo, company reports

Vi antar inledningsvis att samtliga kunder på Flamingo Groups kundlista ovan i genomsnitt kan ha behov av två maskiner, vilket medför en total potential om ca 20 maskiner. Vi antar vidare att MM Flowers har motsvarande potential. Totalt medför detta att potentialen i UK är 40 maskiner. Vi antar att OptiCept kan täcka den svenska marknaden med 4 maskiner, samt att övriga samarbetsparter har en potential om 10 maskiner.

För att estimerar OptiCepts andel av den totala potentialen i nuvarande kundstock, utgår vi från den svenska marknaden och referensavtalet med APH. Vi bedömer att OptiCept för tillfället har ca 25% av den svenska marknaden. Vi antar inledningsvis med APH och Sverige som referenspunkt att OptiCept kommer nå 25% av den totala potentialen i hos MM Flowers och Flamingo, samt att man totalt når en penetration om 75% av den svenska

marknaden från dagens 25%. Bland övriga kunder antar vi att man konverterar ca 25% till kommersiella avtal. Totalt sammanfattas våra antaganden kring potentiell marknad som genomslag nedan.

Avtalsmotpart	Potential (antal maskiner, EPB est)	Andel avtal (%)	Total prognos
APH	4	75%	3
MM Flowers	20	25%	5
Flamingo	20	25%	5
Övriga	10	50%	5
Källa: EPB est.		Totalt est (2023e)	18

Totalt bedömer vi därmed att OptiCept kommer kunna sälja 17 ytterligare maskiner till befintliga kunder under 2023 (utöver APH-maskinen). Vi bibehåller i övrigt våra tidigare antaganden kring nyttjandegrad och royaltynivåer. För 2024 bedömer vi att bolaget kan addera 5 maskiner, vilket enligt våra estimat kan uppnås via bolagets befintliga kunder.

Olivecept

Bottom-up-estimat baseras på befintliga samarbetspartners

I likhet med OptiBoost värderar vi storleken på den adresserbara marknaden för OliveCept genom en bottom-up-ansats som utgår från potentialen hos de olivodlare som OptiCept för tillfället har samarbetsavtal med. Potentialen värderar vi genom att anta att samtliga olivodlare på sikt kommer att nå samma nivå av investeringar (mätt som Capex/Sales). Baserat på tillgängliga data har vi bedömt att snittet för Capex/sales uppgår till 4% i snitt över en treårsperiod.

Nedan sammanfattas tillgänglig data för Deoleo (ESP) och Cobram estate olives (AU). Vi antar vidare att ca 40% av investeringarna är offensivt inriktade, till skillnad från rena underhållsinvesteringar. Sammantaget har vårt urval ett genomsnittligt investeringar/omsättning om 4%, vilket är utgångspunkten för våra estimat om tillgänglig marknad.

Företag	Marknad	Omsättning 2021	CAPEX/sales 3-y average
Deoleo [OLE-ES]	ESP	EUR 703m	1,0%
Cobram estate olives [CBO-AU]	AUS	AUD 138m	20,0%
Avg. offensive CAPEX/sales est.			4,0%

Källa: EPB, bolagsrapporter

Nedan sammanfattas våra antaganden för de avtal som OptiCept ingått under 2022. Avtalen omfattar utvärderingar, vinstdelningar och försäljningar av Balder, Odin och Thor. Vi antar att större aktörer (omsättning över 1 mdkr) investerar ca 1% av omsättningen i offensiva investeringar, samtidigt som mindre aktörer investerar 4% av omsättningen. Detta genererar totala investeringar om EUR 4,2m, samt USD 2,7m, vilket totalt genererar en potential i Opticepts kundlista från 2022 som uppgår till 73 mkr. Utöver detta tillkommer även potential för Jaen Coop, och Agioi Apostoloi. Vi räknar med att OptiCept kommer realisera ca 30% av detta, vilket ger intäkter strax under 20 mkr för 2023e.

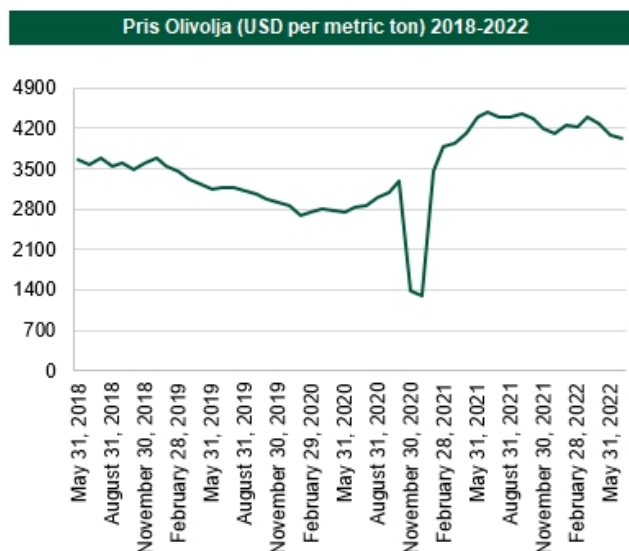
Avtalspartner OptiCept (2022)	Marknad	Applikation	Omsättning 2021 (est)	Potentiella investeringar @ 4% CAPEX/sales
Agropecuaria de Herrera SCA	ESP	Balder	EUR 15 m	USD 0,6 m
Aceites del sur (Acesur)	ESP	Balder	USD 210m	USD 8m
Almazara de Muela	ESP	Odin	EUR 11m	EUR 0,5 m
NUESTRA SEÑORA DE GUADALUPE (Jaén Coop)	ESP	Balder	N/A	
Lagar Herdade Vale Formoso (Vale)	POR	Balder	EUR 270m	EUR 10,8 m
De Prado	POR	Balder	EUR 12m	EUR 0,5 m
LongNan Tianyuan	CN	Thor	N/A	
Moulin de l'olivette	FRA	Thor	EUR 1m	EUR 0,1m
Ayachyi Group	TUN	Thor	EUR 30m	EUR 1,2 m
Azienda Agricola Mannelli	ITA	Thor	EUR 5m	EUR 0,2m
Agioi Apostoloi (kooperativ)	GRE		N/A	
			Tot EUR pot. CAPEX	4,2
			Tot USD pot. CAPEX	2,7
			Tot SEK pot investeringar (m)	72,7

Källa: EPB, bolagsrapporter

Stark start för Balder

OptiCepts nya applikation Balder är den senaste versionen av OliveCept som lanserades under 2022. Balder har en kapacitet om 10 ton/timme, vilket är högre än Odin, som tidigare var OptiCepts starkaste applikation med kapacitet om 6 ton/timme. Med Balder kan OptiCept adressera större odlare, då vi bedömer att kapaciteten tidigare varit

en begränsande faktor för större, mer innovativa olivoljeproducenter. För tillfället har OptiCept fem utvärderingar av OliveCept tillsammans med kunder i Spanien och Portugal. Framgångar för Balder är i våra estimat centralt för acceleration av OliveCept-försäljningen. Den starka prisutvecklingen av olivolja sedan 2021 har enligt vår bedömning medfört starkare kassaflöden för Europeiska olivodlare, vilket skapar ytterligare underlag för offensiva investeringar.



Källa: IMF

Våra estimatjusteringar sammanfattas nedan.

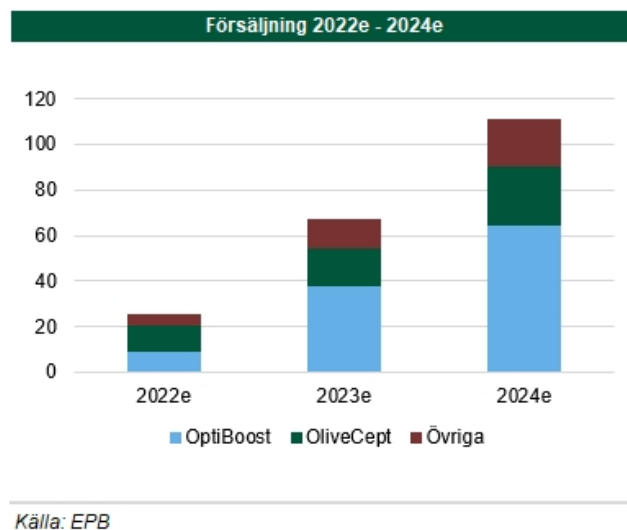
Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	28	67	110
Tillväxt	532%	138%	66%
EBIT	(52,1)	(19,7)	2,1
Rörelsemarginal	-185,8%	-29,6%	1,9%
EPS	(2,69)	(1,00)	0,08

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	202	478	727
Tillväxt	4439%	137%	52%
EBIT	97,9	252,2	395,9
Rörelsemarginal	48,6%	52,7%	54,5%
EPS	4,87	10,07	15,81

Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	-86%	-86%	-85%
EBIT	-153%	-108%	-99%
EPS	-155%	-110%	-100%

Källa: EPB

Nedan sammanfattas våra estimat och fördelningen mellan OliveCept, OptiBoost och övriga system:



Värdering

DCF-modell med antaganden

Nedan sammanfattas våra värderingsmodeller. Vår DCF-modell baseras på antaganden enligt nedan. I likhet med tidigare ansats värderar vi bolaget med en modell för 2022-2032. Tillväxten efter 2024 avtar för att nå 2% evig tillväxt efter prognosfönstret. Långsiktig EBIT-marginal bedömer vi till 30%.

Diskonteringsränta

Diskonteringsräntan baseras på en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5%. Utöver det adderar vi en extra riskpremie om 3%, som baseras på ett antal faktorer. Trots lång historik som företag, har bolaget ingen lång historik inom OptiBoost, som i vår analys är den största värdedrivaren. Vi bedömer dock att den patenterade tekniken, tillsammans med kunskap om finjustering av tekniken medför att det finns inträdesbarriärer i branschen, åtminstone för bolag i samma storlek som OptiCept. Branschmässigt noterar vi vissa riskfaktorer, såsom att flera marknader inom växter och livsmedel generellt har låga marginaler och låg nivå på expansionsinvesteringar. En styrka i bolaget är en stark kundbas som ensamt kan driva bolagets egna försäljningsmål om 45 maskiner. Sammantaget innebär detta att vi adderar en extra riskpremie om 3%. Totalt medför detta en diskonteringsränta om 13%.

Valuation output		WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	720	Risk free nominal rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	661	Risk premium	5,5%
Enterprise value	1 381	Extra risk premium	3,0%
Latest net debt	-22	Beta	1,4
Minority interests & other	0	Cost of equity	14,0%
Equity value	1 403	Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)	20	Tax rate	22%
Equity value per share (SEK)	71	Target debt/(debt + equity)	10%
Källa: EPB		WACC	13%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	30,0%
Depreciation (% of sales)	5,0%
Capex (% of sales)	5,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Nedan sammanfattas hur värderingen är känslig för antaganden kring diskonteringsränta, långsiktig tillväxt och långsiktig rörelsemarginal.

Sensitivity analysis						
Long-term growth rate						
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	12%	75	78	80	83	87
	12%	71	73	75	78	81
	13%	67	69	71	73	75
	13%	63	64	66	68	71
	14%	59	61	62	64	66
Long-term EBIT margin						
		25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
WACC	12%	72	76	80	85	89
	12%	67	71	75	79	84
	13%	63	67	71	74	78
	13%	59	63	66	70	73
	14%	56	59	62	66	69

Källa: EPB

Relativvärdering med option på stort genomslag

Nedan sammanfattas vår relativvärdering. Vi värderar bolaget mot jämförelsebolag i Foodtech-sektorn, men noterar att bolagets starka prognosticerade tillväxt och potential för starka marginaler motiverar en premie. Vi applicera en multipel om 6x försäljningen 2024e.

Vi väljer dock att addera ett extravärde för att reflektera potentialen i ett fullt genomslag i UK samt på övriga marknader. Vi ser potential för upp till 90 ytterligare maskiner som kan säljas till bl.a. UK, samt länder i Sydamerika och Afrika. Vi applicerar en sannolikhet om 15% för dessa potentiella intäkter, och samma multipel som övrig försäljning. Detta ger ett optionsvärde om 31 kr för försäljning utöver den som i nuläget ligger i våra prognoser. Sammantaget ger multipelvärderingen samt optionsvärdet ett motiverat värde om 67 kr per aktie.

Option på fullt genomslag för OptiBoost	
Marknad	Antal maskiner
UK	30
Övriga marknader	60
Summa	90
Pot. Royaltyintäkter per år och maskin	7,5
Totala övriga intäkter	675
Sannolikhet	15%
Sannolikhetsjusterade intäkter 2024e	101
Multipel	6
Värde per aktie (baserat på option i UK + övriga marknader)	31
Källa: EPB	

Valuation output	
Aktier	19,9
Nettoskuld	(22)
EBIT 2024e	2,1
Sales 2024e	110
Målmultipel EV/Sales 24e x	6
EV	685,0
Price per share	36
Sannolikhetsjusterad försäljning (värde per aktie)	31
Motiverat värde per aktie (SEK)	67 kr per aktie
Källa: EPB	

Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde per aktie om 68-70 kr per aktie, vilket underbyggs av DCF-modellen och multipelvärderingen.

Potential

Våra estimat baseras på OptiCepts förmåga att växa med befintliga kunder, men även på antagnanden kring en penetration om 25% av potentialen hos MM Flowers och Syngenta. Vi bedömer att det finns potential för snabb expansion inom någon av dessa motparter, ifall flera dagligvarukedjor i UK samtidigt fattar beslut om implementering. Nedan sammanfattas hur stor omsättningen blir givet antal maskiner som bolaget säljer under 2023, och som genererar full royalty 2024. Tabellen antar olika grad av nyttjande, vilket återges på Y-axeln. Tabellen under sammanfattar vad samma omsättning skulle innebära för vår värdering, givet en multipel om 5x omsättningen.

Intäkter 2024: känslighetstabell						
		Antal maskiner sålda 2023				
		18,00	30,00	50,00	70,00	90,00
Nyttjandegrad per maskin (%)	0%	82	82	82	82	82
	25%	100	112	132	152	172
	50%	110	130	162	193	225
	75%	107	124	152	180	207
	100%	154	201	281	361	441

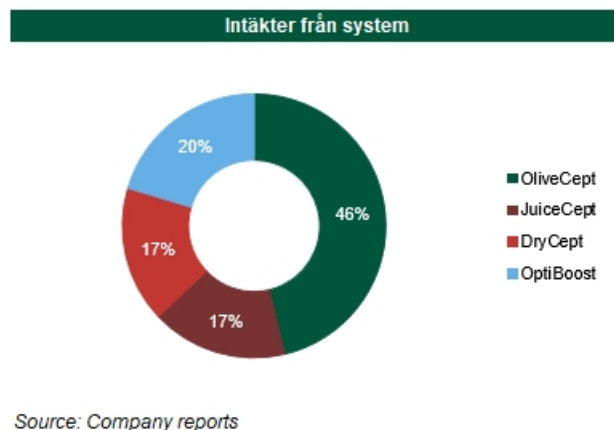
Källa: EPB

Motiverat värde: känslighetstabell @ 6x EV/Sales						
		Antal maskiner sålda 2023				
		18,00	30,00	50,00	70,00	90,00
Nyttjandegrad per maskin (%)	0%	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7
	25%	31,2	34,8	40,8	46,8	52,8
	50%	34,4	40,2	49,8	59,4	69,1
	75%	33,3	38,4	46,8	55,2	63,6
	100%	47,4	61,8	85,9	110,0	134,0

Källa: EPB

Share ownership		
Shareholders	Votes	Shares
Avanza Pension	8,4%	8,4%
Nordnet Pension	3,7%	3,7%
Railroad Ranch	2,7%	2,7%
Nordic Cross	2,6%	2,6%
Other	83%	83%
Chairman		Ulf Hagman
CEO		Thomas Lundqvist
CFO		Mats Narfeldt
Contact		Thomas Lundqvist
Website		www.opticept.se

Source: OptiCept



Resultaträkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	0	4	28	67	110
Övriga intäkter	0	1	1	1	1
Kostnad sålda varor	(1)	(15)	(19)	(8)	(12)
Bruttovinst	(1)	(11)	9	59	99
Aktiveringar	2	16	10	5	5
Övriga externa kostnader	(7)	(27)	(37)	(28)	(29)
Personalkostnader	(3)	(16)	(27)	(26)	(27)
EBITDA	(9)	(37)	(36)	(9)	14
Avskrivningar materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	(1)	(4)	(16)	(11)	(12)
EBIT	(18)	(47)	(52)	(20)	2
Finansnetto	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
Resultat före skatt	(18)	(47)	(54)	(20)	2
Skatter	0	0	0	0	(0)
Nettoreultat Rapporterat	(18)	(47)	(54)	(20)	2
Nettoreultat (just)	(18)	(47)	(54)	(20)	2

Källa: EPB, bolagsrapporter

Balansräkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR					
Goodwill	0	257	257	257	257
Övriga immateriella anläggningstillgångar	12	74	68	62	55
Materiella anläggningstillgångar	3	7	7	7	7
Summa anläggningstillgångar	15	338	332	326	319
Varulager	1	16	20	20	3
Kortfristiga fordringar	1	13	3	7	11
Likvida medel	22	68	37	22	44
Summa omsättningstillgångar	24	98	60	49	59
SUMMA TILLGÅNGAR	39	436	392	375	378
Eget Kapital och skulder					
Eget Kapital	35	406	356	336	338
Summa eget kapital	35	406	356	336	338
Långfristiga skulder	1	10	34	34	33
Kortfristiga skulder	4	20	2	5	7
Summa eget kapital och skulder	39	436	392	374	378

Källa: EPB, bolagsrapporter

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	(9)	(43)	(52)	(20)	2
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet	1	12	16	11	12
Förändringar i rörelsekapital	1	0	(11)	(1)	14
Betald skatt	0	0	0	0	(0)
Övriga poster	(0)	(0)	1	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	(7)	(31)	(45)	(10)	28
Investeringar	(4)	(18)	(10)	(5)	(5)
Fritt Kassaflöde	(12)	(49)	(55)	(15)	23
Nyemission	25	83	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	(1)	(6)	25	(1)	(1)
Kassaflöde	12	46	(31)	(15)	22
Kassa	22	68	37	22	44

Källa: EPB, bolagsrapporter

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