



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Halvledare &amp; Halvledarutrustning | Sverige | 26 september 2022

# Sivers Semiconductors

## Kapitalmarknadsdag

### Spännande produktportfölj och exponering mot tillväxtmarknader

På Sivers Semiconductors kapitalmarknadsdag den 26/9 2022 uppvisade bolaget en mångfald av styrkor. Produktportföljen är stark, tillväxten i de segment som bolaget verkar inom; Photonics och Wireless, väsentlig, och kundlistan imponerade. Två av bolagets kunder, ALL SPACE och AyarLabs bidrog med presentationer och var tydliga med hur väl Sivers komponenter möjliggör kommersialisering av högteknologiska produkter. En fördel som lyftes fram när det gäller Satellitmarknaden, de delar som drivs av försvarsapplikationer, är Sivers produktion och utveckling som är beläget i NATO-länder.

### Ledningen fortsatt optimistisk om framtiden, men få konkreta bevis

Både vi och marknaden förväntar sig en väsentlig ökning av försäljning och därmed en resultatförbättring de närmaste åren. I vår modell drivs denna prognosförbättring av kommande volymorders inom framför allt Photonics. Även om ledningen är fortsatt positiv kring tillväxt samt resultat- och kassaflödesförbättring, framkom inga konkreta tecken på detta. Vi väljer därmed att hålla våra prognoser oförändrade.

### Lägre motiverat värde på grund av lägre industrimultiplar och högre avkastningskrav

Sedan vår senaste uppdatering handlas Sivers konkurrenter i framför allt Photonics till en väsentligt lägre multipel, median 2,1x EV/S 2022e jämfört med 3,1x i anslutning till Q2 rapporten. Även Peers inom Wireless handlas till lägre multiplar, median 3,5x på 2022e jämfört med 4,1x i juli 2022. Vi har även förändrat avkastningskravet i linje med analysavdelnings nya ramverk kring värdering. Sammantaget ger detta ett nytt motiverat värde på 9,5-10,5 (11,5-12,5). Vår DCF-beräkning ger ett värde på 7 kr per aktie. Viktigt att notera är att de konkurrenter vi använder i vår multipelvärdning idag är lönsamma, EBIT-marginaler på 20-25% inom Photonics och 30-35% inom Wireless de närmaste åren.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	22e	Δ%	23e	Δ%	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	9,5 - 10,5 kr	
Totala intäkter	246	0,0	776	0,0	Totala intäkter	154	246	776	1 110	Aktiekurs	8,0 kr
EBIT, just.	-130	0,0	14	0,0	Intäktstillväxt	8%	59%	215%	43%	Riskenivå	High
EPS, just.	-0,6	0,0	0,1	0,0	EBITDA, just.	-107	-30	116	247	<div style="background-color: #006666; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
Kommande händelser				EBIT, just.	-141	-130	14	141			
				Q1 - rapport	27 oktober 2022		EPS, just.	-0,8	-0,6		
Q4 - rapport	16 februari 2023		EPS-tillväxt	36%	31%	115%	502%				
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	5,0x	5,6x	5,7x	6,2x			
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Antal aktier	214		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	1,8%	12,7%				
Börsvärde	1 709		ROE, just.	Neg.	Neg.	1,5%	8,6%				
Nettoskuld	-86		ROCE, just.	-5,0%	-2,9%	0,3%	2,8%				
EV	1 623		EV/Sales	17,4x	6,6x	2,1x	1,5x				
Free float	67%		EV/EBITDA	-25,0x	-54,6x	14,2x	6,7x				
Daglig handelsvolym, snitt	254(k)		EV/EBIT	-19,0x	-12,5x	115,2x	11,7x				
Analytiker				P/E, just.	-24,0x	-14,3x	94,5x	15,7x			
				P/EK	3,9x	1,4x	1,4x	1,3x			
Orjan Roden	orjan.rodén@penser.se		FCF yield	-6%	-8%	-2%	-5%				
Nettoskuld/EBITDA			4,1x	2,9x	-0,5x	-0,2x					
<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <span>Intressekonflikter</span> <span>Yes</span> <span>No</span> </div>											
Likviditetsgarant										✓	
Certified adviser										✓	
Transaktioner 12m										✓	

## Investment case

Sivers affärsområden har starka positioner på marknader som förväntas uppvisa väsentlig tillväxt kommande år. För att bygga ut mobila nätverk för 5G kommer millimetervåg, i kombination med Fixed Wireless Access (FWA), att växa starkt. Sivers är idag den enda aktör som kan erbjuda full bandbredd i millimetervåg med sina chipset. Denna konkurrensfördel har möjliggjort de stora orders som Sivers tagit under 2020 inom FWA-marknaden.

Sivers utmaning är att konvertera redan tagna orders till ökad försäljning och förbättrat resultat, för att på sikt skapa ett kassaflöde som täcker kostnader för utveckling och drift. Vi förväntar oss även uppbyggnad av produktionskapacitet för att hantera redan tagna orders, vilket sannolikt kommer att kräva ytterligare extern finansiering.

I ett längre perspektiv behöver Sivers även konvertera Design wins till ökat orderintag, försäljning och förbättrat, och klart positivt resultat, för att nå våra prognoser och därmed utvecklas mot vårt motiverade värde.

## Bolagsprofil

Sivers Semiconductors omfattar två affärsområden inom kommunikation: Wireless och Photonics. Både Wireless och Photonics har lyckats karva ut varsin nisch inom vilken konkurrensen är begränsad. Wireless har flera konkurrenter som tillverkar chip, men få som är verksamma inom millimetervåg och högfrekvens. Photonics är ett av få bolag som har tillverkning av optiska komponenter separat, snarare än totallösningar.

## Värdering

Vårt motiverade värde är 9,5-10,5 kr per aktie. Sivers har flera projekt som börjar generera större intäkter längre fram i tiden och vi baserar därför vår värdering på bolagets intjäningsförmåga om några år; vi har utgått från vår bedömning av försäljningen 2025. En värdering i linje med liknande bolag om 2,5x sales och drygt 1,3 mdkr i intäkter 2025, diskonterat till nuvärde med en WACC på 11%, ger ett värde om 10 kr per aktie. Detta motiverade värde är högre än av vår DCF-modell som visar på ett värde av 7 kr.

Enligt våra prognoser kommer Sivers att uppvisa ett negativt fritt kassaflöde för både 2022 & 2023, där förvärvet av MixComm har en stor påverkan, men därefter bedömer vi att bolaget vänder till ett positivt fritt kassaflöde i takt med ökade intäkter och därmed kraftigt förbättrat resultat.

Tabell 1: Känslighetsanalys multipelvärdering

EV/S	WACC		
	9,0%	11,0%	13,0%
2	9	8	8
2,5	11	10	9
3	13	12	11
3,5	15	14	13

Källa: EPB

Tabell 2: DCF

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis																																																																																											
Sum of PV of FCF (explicit period)	402			Risk free nominal rate	2,5%	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2" rowspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th>2,0%</th> <th>2,5%</th> <th>3,0%</th> <th>3,5%</th> <th>4,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th rowspan="5">WACC</th> <th>10,0%</th> <td>7</td> <td>8</td> <td>8</td> <td>9</td> <td>10</td> </tr> <tr> <th>10,5%</th> <td>6</td> <td>7</td> <td>8</td> <td>8</td> <td>9</td> </tr> <tr> <th>11,0%</th> <td>6</td> <td>6</td> <td>7</td> <td>7</td> <td>8</td> </tr> <tr> <th>11,5%</th> <td>6</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>7</td> <td>7</td> </tr> <tr> <th>12,0%</th> <td>5</td> <td>5</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>7</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2" rowspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th>15,0%</th> <th>17,5%</th> <th>20,0%</th> <th>22,5%</th> <th>25,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th rowspan="5">WACC</th> <th>10,0%</th> <td>6</td> <td>7</td> <td>8</td> <td>10</td> <td>11</td> </tr> <tr> <th>10,5%</th> <td>5</td> <td>6</td> <td>8</td> <td>9</td> <td>10</td> </tr> <tr> <th>11,0%</th> <td>5</td> <td>6</td> <td>7</td> <td>8</td> <td>9</td> </tr> <tr> <th>11,5%</th> <td>4</td> <td>5</td> <td>6</td> <td>7</td> <td>8</td> </tr> <tr> <th>12,0%</th> <td>4</td> <td>5</td> <td>6</td> <td>7</td> <td>8</td> </tr> </tbody> </table>								Long-term growth rate					2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	WACC	10,0%	7	8	8	9	10	10,5%	6	7	8	8	9	11,0%	6	6	7	7	8	11,5%	6	6	6	7	7	12,0%	5	5	6	6	7			Long-term EBIT margin					15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%	WACC	10,0%	6	7	8	10	11	10,5%	5	6	8	9	10	11,0%	5	6	7	8	9	11,5%	4	5	6	7	8	12,0%	4	5	6	7	8
		Long-term growth rate																																																																																															
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%							4,0%																																																																																					
WACC	10,0%	7	8	8	9							10																																																																																					
	10,5%	6	7	8	8							9																																																																																					
	11,0%	6	6	7	7							8																																																																																					
	11,5%	6	6	6	7							7																																																																																					
	12,0%	5	5	6	6							7																																																																																					
		Long-term EBIT margin																																																																																															
		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%							25,0%																																																																																					
WACC	10,0%	6	7	8	10	11																																																																																											
	10,5%	5	6	8	9	10																																																																																											
	11,0%	5	6	7	8	9																																																																																											
	11,5%	4	5	6	7	8																																																																																											
	12,0%	4	5	6	7	8																																																																																											
PV of terminal value (perpetuity formula)	972			Risk premium	5,5%																																																																																												
<b>Enterprise value</b>	<b>1 373</b>			Extra risk premium	4,0%																																																																																												
Latest net debt	-104			Beta	1,0																																																																																												
Minority interests & other	-			Cost of debt	12,0%																																																																																												
<b>Equity value</b>	<b>1 477</b>			Cost of debt (pre-tax)	2,0%																																																																																												
No. of shares outstanding (millions)	214,0			Tax rate	20%																																																																																												
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>7</b>			Target debt/(debt + equity)	10%																																																																																												
				WACC	11,0%																																																																																												
Implicit multiples				Terminal value assumptions																																																																																													
	2025	2026	2027	Long term growth rate	3,0%																																																																																												
EV/Sales	1,0	1,0	1,0	Long term EBIT margin	20,0%																																																																																												
EV/EBITDA	4	5	4	Depreciation (% of sales)	3,0%																																																																																												
EV/EBIT	4	5	5	Capex (% of sales)	3,0%																																																																																												
EV/NOPLAT	5	6	6	Working cap. (% of sales)	13%																																																																																												
				Tax rate	20%																																																																																												
Current Share price																																																																																																	
	<b>8</b>																																																																																																
Unsold / Plannade %				-14%																																																																																													

Källa: Silvers Semiconductors, EPB:

Historisk aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EPB

## Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>18</b>	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>96</b>	<b>96</b>	<b>91</b>	<b>177</b>	<b>705</b>	<b>1 035</b>
Övriga rörelseintäkter	6	13	17	10	9	7	8	11	16
<b>Totala intäkter</b>	<b>35</b>	<b>96</b>	<b>137</b>	<b>150</b>	<b>143</b>	<b>154</b>	<b>246</b>	<b>776</b>	<b>1 110</b>
Kostnad sålda varor	-5	-27	-45	-40	-26	-31	-60	-353	-507
<b>Bruttovinst</b>	<b>30</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>110</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>186</b>	<b>423</b>	<b>603</b>
Övriga rörelsekostnader	-50	-89	-145	-158	-172	-231	-215	-307	-356
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-53</b>	<b>-48</b>	<b>-55</b>	<b>-107</b>	<b>-30</b>	<b>116</b>	<b>247</b>
Avskrivningar	-6	-32	-17	-30	-30	-34	-100	-102	-106
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-26</b>	<b>-51</b>	<b>-70</b>	<b>-78</b>	<b>-85</b>	<b>-141</b>	<b>-130</b>	<b>14</b>	<b>141</b>
<b>EBIT</b>	<b>-26</b>	<b>-51</b>	<b>-70</b>	<b>-78</b>	<b>-85</b>	<b>-141</b>	<b>-130</b>	<b>14</b>	<b>141</b>
Finansiella poster	0	-1	-10	-9	-116	2	7	0	-7
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-26</b>	<b>-52</b>	<b>-80</b>	<b>-87</b>	<b>-201</b>	<b>-139</b>	<b>-123</b>	<b>14</b>	<b>134</b>
Skatter	0	6	8	11	6	5	7	4	-26
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-26</b>	<b>-46</b>	<b>-72</b>	<b>-76</b>	<b>-196</b>	<b>-134</b>	<b>-116</b>	<b>18</b>	<b>109</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-26</b>	<b>-46</b>	<b>-72</b>	<b>-76</b>	<b>-196</b>	<b>-134</b>	<b>-116</b>	<b>18</b>	<b>109</b>

Källa: EPB

## Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	-26	-51	-70	-78	-85	-141	-130	14	141
Övriga kassaflödespåverkande poster	1	-1	14	7	33	13	-4	-1	0
Förändringar i rörelsekapital	-5	-10	8	-8	-23	-9	-16	-38	-165
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-39</b>	<b>-43</b>	<b>-40</b>	<b>-102</b>	<b>-48</b>	<b>77</b>	<b>49</b>
Investeringar	-1	-7	-15	-9	-2	-36	-16	-48	-60
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-42</b>	<b>-55</b>	<b>-104</b>	<b>-95</b>	<b>-79</b>	<b>-195</b>	<b>-125</b>	<b>-39</b>	<b>-91</b>
Nyemission / återköp	0	82	70	88	274	389	0	0	0
Förvärv	0	-9	0	0	0	-19	-206	0	0
Förändringar av lån	-3	33	0	20	19	-4	0	0	100
Övriga poster	14	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-30</b>	<b>51</b>	<b>-30</b>	<b>13</b>	<b>206</b>	<b>163</b>	<b>-335</b>	<b>-39</b>	<b>9</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-19</b>	<b>-29</b>	<b>-5</b>	<b>-9</b>	<b>-245</b>	<b>-436</b>	<b>-86</b>	<b>-61</b>	<b>-60</b>

Källa: EPB

## Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	3	138	135	135	135	135	396	396	396
Övriga immateriella tillgångar	27	63	104	132	148	184	868	856	856
Materiella anläggningstillgångar	2	29	45	58	61	102	114	141	175
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>32</b>	<b>229</b>	<b>283</b>	<b>324</b>	<b>344</b>	<b>421</b>	<b>1 378</b>	<b>1 393</b>	<b>1 428</b>
Varulager	5	16	14	10	15	23	43	95	88
Kundfordringar	6	23	22	19	20	23	43	143	176
Övriga omsättningstillgångar	1	0	6	7	0	0	2	6	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	19	62	42	52	250	456	106	80	79
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>35</b>	<b>119</b>	<b>96</b>	<b>100</b>	<b>304</b>	<b>531</b>	<b>236</b>	<b>444</b>	<b>525</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>67</b>	<b>348</b>	<b>380</b>	<b>424</b>	<b>647</b>	<b>951</b>	<b>1 614</b>	<b>1 837</b>	<b>1 953</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	56	197	274	289	532	799	1 188	1 220	1 318
<b>Summa eget kapital</b>	<b>56</b>	<b>197</b>	<b>274</b>	<b>289</b>	<b>532</b>	<b>799</b>	<b>1 188</b>	<b>1 220</b>	<b>1 318</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	33	35	0	0	11	9	9	9
Övriga långfristiga skulder	1	85	3	5	17	7	2	2	2
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>119</b>	<b>51</b>	<b>28</b>	<b>62</b>	<b>49</b>	<b>201</b>	<b>201</b>	<b>301</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	40	0	4	4	4	4
Leverantörsskulder	3	12	21	14	14	22	36	95	117
Övriga kortfristiga skulder	4	5	13	31	13	6	143	239	117
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>11</b>	<b>33</b>	<b>55</b>	<b>107</b>	<b>53</b>	<b>104</b>	<b>225</b>	<b>416</b>	<b>333</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>67</b>	<b>348</b>	<b>380</b>	<b>424</b>	<b>647</b>	<b>951</b>	<b>1 614</b>	<b>1 837</b>	<b>1 953</b>

Källa: EPB

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	174%	43%	9%	N.m.	8%	59%	215%	43%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	1%	N.m.	8%	N.m.	N.m.	72%	491%	113%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	8%	111%	888%
EPS-tillväxt, justerad	-	17%	N.m.	1%	N.m.	36%	31%	115%	502%
Bruttomarginal	85,1%	72,3%	67,5%	73,3%	81,6%	80,1%	75,5%	54,5%	54,3%
EBITDA-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,0%	22,3%
EBITDA-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,0%	22,3%
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%	12,7%
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%	12,7%
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,3%	9,8%

Källa: EPB

## Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%	9%
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	3%
ROIC, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	12%

Källa: EPB

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	13%	17%	10%	7%	10%	15%	17%	12%	8%
Kundfordringar / totala intäkter	16%	24%	16%	13%	14%	15%	17%	18%	16%
Leverantörsskulder / KSV	56%	45%	47%	35%	54%	71%	59%	27%	23%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	21%	37%	38%	68%	31%	45%	104%	136%	94%
Rörelsekapital / totala intäkter	15%	25%	-1%	-13%	1%	-16%	-37%	-6%	11%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,4x	0,4x	0,5x	0,3x	0,2x	0,2x	0,6x	0,8x

Källa: EPB

## Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-19	-29	-5	-9	-245	-436	-86	-61	-60
Soliditet	83%	57%	72%	68%	82%	84%	74%	66%	68%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,1x	0,0x	0,0x	-0,5x	-0,5x	-0,1x	0,0x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,0x	1,5x	0,1x	0,2x	4,4x	4,1x	2,9x	-0,5x	-0,2x

Källa: EPB

## Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0,59	-0,49	-0,61	-0,60	-1,27	-0,81	-0,56	0,08	0,51
EPS, justerad	-0,59	-0,49	-0,61	-0,60	-1,27	-0,81	-0,56	0,08	0,51
FCF per aktie	-0,96	-0,59	-0,87	-0,75	-0,51	-1,18	-0,60	-0,18	-0,42
Eget kapital per aktie	1,29	2,11	2,31	2,29	3,71	4,97	5,55	5,70	6,16
Antal aktier vid årets slut, m	43,5	93,1	118	126	143	161	214	214	214
Antal aktier efter utspädning, snitt	43,5	93,1	118	126	154	165	208	214	214

Källa: EPB

## Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-8,4x	-12,0x	-10,9x	-13,2x	-24,4x	-24,0x	-14,3x	94,5x	15,7x
P/EK	3,9x	2,8x	2,9x	3,5x	8,3x	3,9x	1,4x	1,4x	1,3x
P/FCF	-5,2x	-10,0x	-7,6x	-10,5x	-60,2x	-16,5x	-13,3x	-43,6x	-18,9x
FCF-yield	-19%	-10%	-13%	-9%	-2%	-6%	-8%	-2%	-5%
Direktavkastning	0,0%	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%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	5,6x	5,4x	5,7x	6,6x	29,3x	17,4x	6,6x	2,1x	1,5x
EV/EBITDA, justerad	-10,0x	-26,6x	-14,8x	-20,4x	-75,5x	-25,0x	-54,6x	14,2x	6,7x
EV/EBIT, justerad	-7,6x	-10,1x	-11,1x	-12,6x	-48,9x	-19,0x	-12,5x	115,2x	11,7x
EV	197	520	777	988	4 180	2 680	1 623	1 649	1 650
Aktiekurs	5,0	5,9	6,6	7,9	30,9	19,4	8,0	8,0	8,0

Källa: EPB

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 frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

#### **Motiverat värde och risk**

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

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

#### **Allmänt**

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförbundens 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](http://www.penser.se)