



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Elektrisk & Elektronisk utrustning | Sverige | 07 oktober 2022

Fingerprint Cards

Mobile i Kina hårdare drabbat än vad vi trodde förut

Nedstängningarna i Kina verkar ha drabbat Mobile hårdare än vi förut trodde...


Med tanke på att 98% av Fingerprints försäljning 2021 var i Kina har de drabbats oproportionerligt hårt av de covid-relaterade restriktionerna. Mobilitetsdata indikerar att det värsta är bakom oss men det verkar samtidigt som att det finns en fördröjning i systemet som gör att det troligtvis blir sämre innan det blir bättre. Kina-marknaden är samtidigt svår – under Q2 såldes det lägsta antalet mobiltelefoner sedan 2012.

...medan övriga segment är oförändrade

I samband med den annonserade nyemissionen ändrade bolaget sitt estimat för försäljningsmix. De nya estimaten uppskattar att segment utanför kapacitiva sensorer till mobiltelefoner kommer att uppgå till 30% av försäljningen 2022 (10% 2021), jämfört med den tidigare prognosen om 25%, och 45% 2023. Vi uppskattar hela skillnaden är hänförlig till kapacitiva sensorer för smartphones – utsikterna för övriga segment är oförändrade. Mixförskjutningen kommer att driva marginalerna – medan Mobile väntas ha bruttomarginaler på 15-20% estimeras Payments till 30-40% medan PC och Access estimeras till 40-50%.

Långsiktigt investeringscase intakt men räkna med fortsatt volatilitet i närtid

Med en svårare situation än tidigare befarat drar vi ned försäljningen för kapacitiva sensorer till smartphones, för 2022, från ca. 1 mdkr till 600 mkr vilket indikerar en halvering från 2012. Samtidigt ser vi nästan en tredubbling av försäljningen i övriga segment. Även om vi drar ner våra prognoser kraftigt i närtid behåller vi dem oförändrade på fem års sikt och med den långsiktiga synen intakt behåller vi vårt motiverade värde på 21-23 kr trots prognossänkningarna. Vi räknar dock med fortsatt volatilitet i närtid.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	21,0 - 23,0 kr												
Totala intäkter	872	-35,3	1 625	-13,0	Totala intäkter	1 356	872	1 625	2 461	Aktiekurs	6,5 kr												
EBITDA, just.	5	-93,5	143	-27,5	Intäktsstillväxt	8%	N.m.	86%	51%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-0,2	-174,4	0,0	-155,8	EBITDA, just.	85	5	143	270	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
					EBIT, just.	-8	-77	9	108														
					EPS, just.	0,0	-0,2	0,0	0,2														
					EPS-tillväxt	100%	N.m.	81%	537%														
					EK/aktie	3,5x	3,3x	3,2x	3,2x														
<div>Kommande händelser</div> <div>Q3 - rapport19 oktober 2022</div> <div>Q4 - rapport</div>					Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,2														
					EBIT-marginal	Neg.	Neg.	0,6%	4,4%														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier294</div> <div>Börsvärde1 875</div> <div>Nettoskuld87</div> <div>EV1 961</div> <div>Free float91%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt2 160(k)</div>					ROE, just.	0,0%	Neg.	Neg.	6,2%														
					ROCE, just.	-0,1%	-4,5%	1,7%	8,2%														
					EV/Sales	4,4x	2,2x	1,3x	0,9x														
					EV/EBITDA	70,6x	377,9x	14,2x	7,7x														
					EV/EBIT	-792,8x	-25,6x	220,7x	19,3x														
					P/E, just.	61078,7x	-26,7x	-139,2x	31,9x														
					P/EK	5,9x	2,0x	2,0x	2,0x														
					Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%														
					FCF yield	-1%	-7%	-2%	2%														
					Nettoskuld/EBITDA	-0,7x	16,7x	1,1x	0,8x														
<div>Analytiker</div> <div>Markus Almerud</div> <div>markus.almerud@penser.se</div>										<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
						Yes	No																
					Likviditetsgarant		✓																
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					

Investment case

Vi tror att Fingerprint Cards (Fingerprints) är redo för ett nytt kapitel i sin historia. Priserna i mobilmarknaden har stabiliserats, kostnaderna har anpassats och efterfrågan i bolagets andra segment håller på att ta fart. Mobilmarknaden är mogen - penetrationen är hög och marknadstillväxten blygsam. Däremot är marknadsandelarna och inträdesbarriärerna höga. PC har låg biometrisk penetration men den är tillräckligt hög för att sannolikheten för att penetrationen ska fortsätta öka är väldigt hög. Samma sak med smarta lås.

Den stora optionaliteten finns i fingeravtryckssensorer för smarta betal- och kreditkort. Kommersiell lansering har skett med god feedback men i liten skala. Fingerprints samarbetar med både de marknadsledande kort- och mikroprocessortillverkarna. Om biometriska kort blir kommersiell succé är det sannolikt att Fingerprints tar en ledande ställning. Även med hänsyn tagen till endast en liten del av potentialen för de biometriska betalkorten ser vi signifikant uppsida i aktien från nuvarande nivåer. Om marknaden för biometriska kort utvecklas i enlighet med Fingerprints bedömning och Fingerprints lyckas i sina partnersamarbeten ser vi potential för mer än en fyrdubbling av aktien.

Bolagsprofil

Fingerprints är marknadsledare för kapacitiva fingeravtryckssensorer för smartphones med en marknadsandel på ca 30%. Bolaget har nio av de tio största smartphonetillverkarna som kunder, har 500 patent och har sedan start 1997 levererat ungefär 1,4 miljarder sensorer. Mobilmarknaden stod 2021 för ca 90% av bolagets försäljning. Efterfrågan växer dock snabbt i de övriga segmenten - PC, Access (främst smarta lås) och Payments (smarta betal- och kreditkort) - och bolaget tror att smarta betalkort kan bli nästa stora massmarknad. De ser en adresserbar marknad (TAM), på 1,4 miljarder enheter per år för mobilmarknaden, 170 miljoner per år för PC, mer än 100 miljoner per år för Access och ca 3 miljarder per år för smarta betalkort 2026 och därefter.

Värdering

Vi har använt SOTP när vi har värderat Fingerprints eftersom de olika segmenten har så distinkt olika slutmarknader och mognadsgrad. Då de strategiska målen är satta på 2026e har vi applicerat våra målmultiplar på detta år och har sedan nuvärdesberäknat. Vi har använt en grupp mogna teknikbolag som peer-grupp. Gruppen handlas på P/S 4x i genomsnitt.

Mobile är det mest mogna av segmenten med hög penetrationsgrad och låg marknadstillväxt. Vi använder därför P/S 2x och diskonterar med 10%. PC och Access har betydligt högre tillväxt och vi använder därför P/S 4x men diskonterar även dessa med 12%. Försäljningen i båda dessa har tagit fart och vi ser risken som relativt låg. Vi värderar dessa delar till 17 kr per Fingerprints-aktie.

Den stora uppsidan, för Fingerprints och aktien, finns i Payments. Försäljningen i segmentet har inte tagit fart än även om det finns piloter samt kommersiella lanseringar, i liten skala. Vi värderar segmentet till P/S 4x men diskonterar till 15%. Vi värderar hela segmentet till 19 kr men väljer att inte reflektera hela segmentet i vårt motiverade värde då risken fortfarande är hög. Norska IDEX är huvudkonkurrenten och har ett marknadsvärde på motsvarande 3,5 kr per Fingerprints-aktie. Vi väljer att reflektera 1,5x detta för att reflektera konsensus uppsida till IDEX samt att Fingerprints har erfarenhet av massproduktion vilket IDEX inte har. Payments bidrar därmed med 5 kr till vårt motiverade värde vilket ger ett justerat SOTP på 22 kr med en potentiell uppsida till nästan 40 kr.

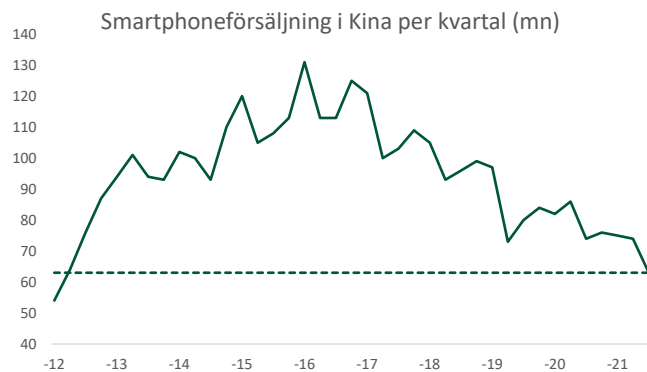
Motiverat värde

Vi ser ett motiverat värde på 21-23 kr.

Mobile drabbades hårdare än vad vi tidigare bedömt av nedstängningarna i Kina

Med en hög exponering mot de kinesiska mobiltelefonstillverkarna medförde de omfattande covid-19-relaterade restriktionerna i Kina under 2022 att efterfrågan på smartphones i Kina minskat kraftigt – Q2'22 såg den lägsta försäljningen på ca 10 år (Diagram 1).

Diagram 1: Lägsta smartphone-försäljningen på 10 år



Källa: Counterpoint Market Pulse (juni 2022), EPB

Diagram 2: De värsta nedstängningarna är bakom oss



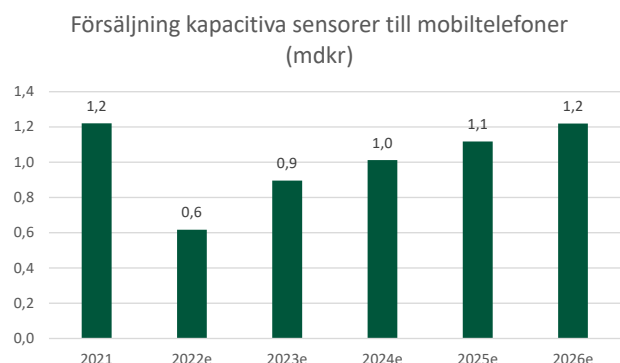
Källa: Natixis, Financial Times, EPB

Eftersom värdekedjan har byggt lager för en uppgång i försäljningen medförde nedstängningarna i början av året till att hela värdekedjan har dragit ner sina lager vilket har inneburit att försäljningstappen i värdekedjan är större. De värsta nedstängningarna verkar vara bakom oss, vilket indikeras av mobility-data (Diagram 2).

Även om de värsta nedstängningarna är bakom oss så verkar försäljningen släpa efter, vilket troligtvis innebär att det kommer att vara än värre i värdekedjan. Detta illustreras av att Fingerprints nu tror att försäljning av kapacitiva sensorer till mobiltelefoner kommer att stå för 70% av totala försäljningen jämfört med 75% när de publicerade Q2 i juli. Vi tror att hela förändringen beror på lägre försäljning i Mobile, snarare än högre försäljning än väntat i Övriga segment.

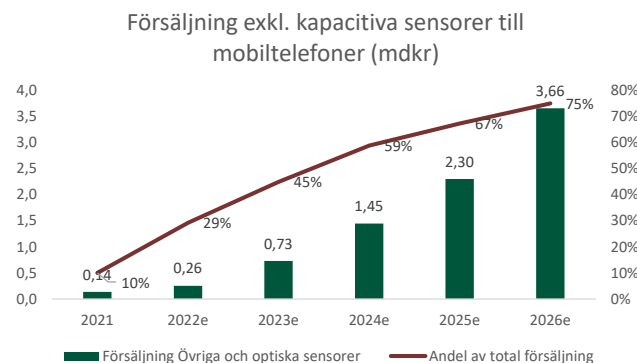
Vi drar därför ned våra estimat för Mobile ytterligare och väntar oss nu att Q3 kommer att vara värre än Q2. Vi väntar oss nu en försäljning på ca 600 mkr i Mobile jämfört med ca 1,2 mdkr 2021 (innan press-releasen 30/9 estimerade vi en försäljning i Mobile på ca 1 mdkr, 2022. Vi tror fortfarande att volymerna kommer att återhämtas och därmed, fortsatt, estimerar 1,2 miljoner i försäljning 2026 men är nu mer försiktiga på vägen dit (Diagram 3).

Diagram 3: Vi ser nu en halvering av försäljningen av kapacitiva sensorer till smartphones 2022



Källa: EPB

Diagram 4: Övrig försäljning kommer vara ca 30% av totala försäljningen 2022 och 45% 2023



Källa: EPB

30% av försäljningen i år till och 45% nästa år till Övriga segment

Samtidigt fortsätter försäljningen i andra segment att växa. Det är framför allt PC som bidrar – Access växer också, men då smarta dörrlås i Kina är det största segmentet inom Access har även de drabbats av nedstängningarna. Payments växer också, men från väldigt små nivåer vilket gör att bidraget är litet.

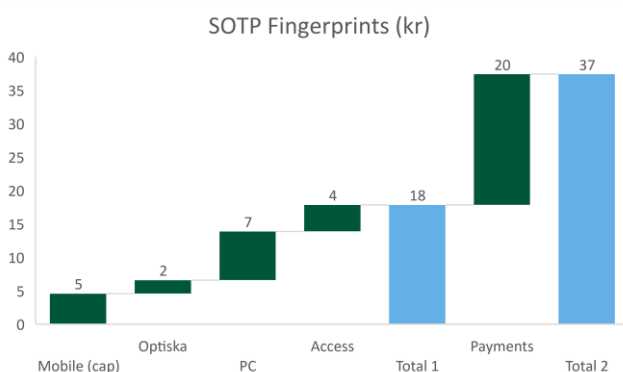
Det bör påpekas att Övrigt-siffrorna inkluderar optiska sensorer. Fingerprints kommer att börja leverera optiska sensorer till en stor asiatisk tillverkare av mobiltelefoner. Vi bedömer därför att vi kommer att börja se volymer, vilket vi tar höjd för i estimerat (tidigare har vi sett optiska sensorer som optionalitet).

2021 stod övriga segmentet för 10% av försäljningen. De är nu estimerade att stå för 30% av försäljningen 2022e och 45% 2023e. Vi tror att denna kommer att fortsätta stiga successivt.

Det långsiktiga investerings-caset är intakt

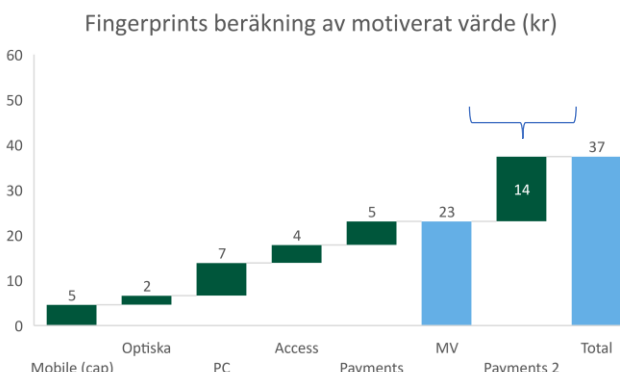
Vi ser de långsiktiga drivarna för Fingerprints som vi beskrev i vår not [Positivt att biometrin sprider sig till nya områden](#) 23 september 2022. Den största skillnaden med vår SOTP på 23 kr (Diagram 5-6) och förut är att den nu inkluderar optiska sensorer – vi har flyttat den från optionalitet till SOTP. Vår DCF visar 32 kr.

Diagram 5: 37 kr i vår SOTP...



Källa:

Diagram 6: ...och 23 i vårt motiverade värde



Källa:

Tabell 1: DCF antaganden

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 992	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	6 454	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	13,0%
Företagsvärde (EV)	9 446	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	97	Extra riskpremium	2,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	7,3%
Eget kapital	9 350			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	294			Terminalvärde, % av EV	68%
Eget kapital per aktie	32				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			6,0%	8,0%	13,0%	12,0%	14,0%
WACC	11,0%	34	36	38	40	43	WACC	11,0%	19	24	38	35	41
	11,5%	31	33	35	37	39		11,5%	17	22	35	32	37
	12,0%	29	30	32	34	35		12,0%	16	21	32	30	34
	12,5%	27	28	29	31	32		12,5%	15	19	29	27	31
	13,0%	25	26	27	28	30		13,0%	14	18	27	25	29

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	1 459	1 256	1 356	872	1 625	2 461	3 418	4 877
Totala intäkter	1 459	1 256	1 356	872	1 625	2 461	3 418	4 877
Kostnad sålda varor	-1 128	-981	-959	-643	-1 156	-1 717	-2 345	-3 318
Bruttovinst	331	275	397	229	469	744	1 073	1 559
Övriga rörelsekostnader	-1	9	-4	-3	-5	-8	-11	-16
EBITDA, justerad	129	52	85	5	143	270	432	659
Avskrivningar	-34	-22	-22	-25	-38	-46	-57	-66
EBIT, justerad	-14	-25	-8	-77	9	108	236	423
Jämförelsestörande poster	0	-341	0	0	0	0	0	0
EBIT	-14	-366	-8	-77	9	108	236	423
Finansiella poster	-3	-15	7	-13	-26	-33	-38	-40
Resultat före skatt	-17	-381	-1	-90	-17	75	198	382
Skatter	4	40	1	20	4	-17	-43	-84
Nettoresultat, justerad	-14	0	0	-70	-13	59	154	298
Nettoresultat	-14	-341	0	-70	-13	59	154	298

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	-14	-366	-8	-77	9	108	236	423
Övriga kassaflödespåverkande poster	2	360	36	-13	-26	-33	-38	-40
Förändringar i rörelsekapital	27	87	-95	-26	-44	-48	-55	-85
Kassaflöde från den operationella verksamheten	160	158	24	-14	77	172	295	449
Investeringar	-1	-2	-5	-3	-6	-9	-12	-17
Fritt kassaflöde	66	39	-67	-124	-39	37	137	263
Utdelningar	0	0	0	0	0	-59	-118	-221
Nyemission / återköp	0	-190	0	0	0	0	0	0
Förvärv	-21	0	0	0	0	0	0	0
Förändringar av lån	0	0	75	145	72	59	25	7
Övriga poster	-20	-19	-16	-22	-33	-37	-44	-49
Kassaflöde	25	-170	-8	0	0	0	0	0
Omräkningsdifferenser	-2	-17	6	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-507	-354	-59	87	158	217	242	249

Källa: EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	843	502	555	555	555	555	555	555
Övriga immateriella tillgångar	285	258	283	333	347	358	364	363
Materiella anläggningstillgångar	16	7	7	7	7	7	7	7
Finansiella anläggningstillgångar	18	47	54	54	54	54	54	54
Summa anläggningstillgångar	1 195	838	923	972	987	998	1 004	1 004
Varulager	253	136	159	105	195	295	410	585
Kundfordringar	197	196	280	183	341	517	718	1 024
Övriga omsättningstillgångar	15	15	51	51	51	51	51	51
Likvida medel och kortfristiga placeringar	564	377	374	374	374	374	374	374
Summa omsättningstillgångar	1 042	737	876	721	975	1 258	1 582	2 076
SUMMA TILLGÅNGAR	2 237	1 575	1 799	1 693	1 962	2 256	2 586	3 079
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	1 799	1 183	1 027	957	944	944	980	1 058
Summa eget kapital	1 799	1 183	1 027	957	944	944	980	1 058
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	293	438	510	569	594	600
Övriga långfristiga skulder	12	21	17	17	17	17	17	17
Summa långfristiga skulder	50	30	321	466	538	597	622	629
Leverantörsskulder	235	201	222	113	211	320	444	634
Övriga kortfristiga skulder	1	2	14	14	14	14	14	14
Summa kortfristiga skulder	388	362	451	270	481	715	984	1 393
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 237	1 575	1 799	1 693	1 962	2 256	2 586	3 079

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Intäkstillväxt	-	N.m.	8%	N.m.	86%	51%	39%	43%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	66%	N.m.	2663%	89%	60%	52%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	70%	N.m.	112%	1076%	118%	79%
EPS-tillväxt, justerad	-	99%	152%	N.m.	81%	537%	162%	93%
Bruttomarginal	22,7%	21,9%	29,3%	26,2%	28,8%	30,2%	31,4%	32,0%
EBITDA-marginal	8,8%	Neg.	6,3%	0,6%	8,8%	11,0%	12,6%	13,5%
EBITDA-marginal, justerad	8,8%	4,1%	6,3%	0,6%	8,8%	11,0%	12,6%	13,5%
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	0,6%	4,4%	6,9%	8,7%
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	0,6%	4,4%	6,9%	8,7%
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	0,0%	Neg.	Neg.	2,4%	4,5%	6,1%

Källa: EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE, justerad	-	Neg.	0%	Neg.	Neg.	6%	16%	29%
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	2%	8%	16%	27%
ROIC, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	1%	10%	20%	33%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Varulager / totala intäkter	17%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	14%	16%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Leverantörsskulder / KSV	21%	20%	23%	18%	18%	19%	19%	19%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	192%	64%	145%	121%	148%	151%	154%	155%
Rörelsekapital / totala intäkter	6%	0%	4%	9%	7%	7%	7%	6%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,0x	1,0x	0,6x	1,1x	1,6x	2,1x	2,9x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoskuld	-507	-354	-59	87	158	217	242	249
Soliditet	80%	75%	57%	57%	48%	42%	38%	34%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,3x	-0,1x	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-3,9x	1,2x	-0,7x	16,7x	1,1x	0,8x	0,6x	0,4x

Källa: EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EPS	-0,04	-1,10	0,00	-0,24	-0,05	0,20	0,52	1,01
EPS, justerad	-0,04	0,00	0,00	-0,24	-0,05	0,20	0,52	1,01
FCF per aktie	0,21	0,13	-0,23	-0,42	-0,13	0,12	0,47	0,89
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20	0,40	0,75
Eget kapital per aktie	5,73	3,83	3,48	3,25	3,21	3,21	3,33	3,60
Antal aktier vid årets slut, m	314	309	295	294	294	294	294	294
Antal aktier efter utspädning, snitt	314	309	295	294	294	294	294	294

Källa: EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/E, justerad	-435,9x	-26883,6x	61078,7x	-26,7x	-139,2x	31,9x	12,2x	6,3x
P/EK	3,3x	4,5x	5,9x	2,0x	2,0x	2,0x	1,9x	1,8x
P/FCF	90,4x	137,9x	-91,6x	-15,2x	-47,9x	51,2x	13,7x	7,1x
FCF-yield	1%	1%	-1%	-7%	-2%	2%	7%	14%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%	6,3%	11,8%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	76,3%	74,0%
EV/Sales	3,7x	3,9x	4,4x	2,2x	1,3x	0,9x	0,6x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	42,1x	94,9x	70,6x	377,9x	14,2x	7,7x	4,9x	3,2x
EV/EBIT, justerad	-376,4x	-194,3x	-792,8x	-25,6x	220,7x	19,3x	9,0x	5,0x
EV	5 420	4 895	6 025	1 961	2 033	2 092	2 117	2 124
Aktiekurs	18,9	17,4	20,7	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagnandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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