



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Elektrisk & Elektronisk utrustning | Sverige | 20 oktober 2022

Fingerprint Cards

Q3 botten men räkna med ett par svåra kvartal till

Tror att Q3 var botten

Enligt bolaget har de nu börjat tömma sina lager vilket vi anser indikerar att försäljningen har ökat något från Q3 vilket innebär att vi tror att Q3 var det svåraste kvartalet, även om vi kan räkna med ytterligare ett par svåra kvartal framöver. Vi fortsätter att tro att effekten är tillfällig – de COVID-relaterade nedstängningarna i Kina har inte lett till någon strukturell förändring av efterfrågan på mobiltelefoner. När nedstängningarna är över borde efterfrågan normaliseras, även om det lär ske gradvis.

Övriga segment fortsätter att växa

Medan försäljningen av kapacitiva sensorer till smartphones har drabbats hårt växer andra segment. Försäljningen till övriga segment (optiska sensorer, PC, Access och Payments) kommer stå för 30% av försäljningen i år och 45% nästa år. Detta är positivt eftersom bruttomarginalerna är högre i dessa segment. Payments (sensorer till smarta kredit- och betalkort) växer kraftigt men volymerna är fortfarande små.

Sänker estimaten och motiverat värde något

Även om försäljningen var i linje med vad vi hade trott höll marginalerna emot sämre än vad vi hade hoppats och vi sänker därför våra estimat. Vi estimerar nu negativt EBITDA och EPS för 2022. Våra långsiktiga prognoser är i stort oförändrade och vårt motiverade värde minskar därmed endast något – till 20-22 kr (21-23). Samtidigt vill vi varna för att det kommer fortsätta vara stökigt ett par kvartal till och ser därför ingen brådska in i aktien. Villkoren för den annonserade nyemissionen borde publiceras i slutet av oktober.

Estimatändring (kr)

	22e	Δ%	23e	Δ%
Totala intäkter	877	0,6	1 626	0,1
EBITDA, just.	-43	N.m	105	-26,5
EPS, just.	-0,4	N.m	-0,2	N.m

Kommande händelser

Q4 - rapport	25 januari 2022
Q1 - rapport	25 april 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	294
Börsvärde	1 459
Nettoskuld	265
EV	1 724
Free float	91%
Daglig handelsvolym, snitt	2 871(k)

Analytiker

Markus Almerud

markus.almerud@penser.se

Prognos (mkr)

	21	22e	23e	24e
Totala intäkter	1 356	877	1 626	2 452
Intäktstillväxt	8%	N.m.	85%	51%
EBITDA, just.	85	-43	105	245
EBIT, just.	-8	-125	-29	83
EPS, just.	0,0	-0,4	-0,2	0,1
EPS-tillväxt	100%	N.m.	48%	164%
EK/aktie	3,5	3,1	2,9	2,9
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,2
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	3,4%
ROE, just.	0,0%	Neg.	Neg.	4,2%
ROCE, just.	-0,6%	-8,6%	-1,9%	5,8%
EV/Sales	4,4x	2,0x	1,0x	0,7x
EV/EBITDA	70,6x	-40,0x	15,8x	6,9x
EV/EBIT	-792,8x	-13,8x	-57,8x	20,3x
P/E, just.	N.m	-13,5x	-26,2x	41,0x
P/EK	5,9x	1,6x	1,7x	1,7x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%
FCF yield	-1%	-21%	6%	5%
Nettoskuld/EBITDA	-0,7x	-6,1x	2,0x	0,9x

Värde och risk

Motiverat värde	20,0 - 22,0 kr
Aktiekurs	5,0 kr
Riskenivå	Hög

Kursutveckling 12 mån

Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Kvartalet i korthet

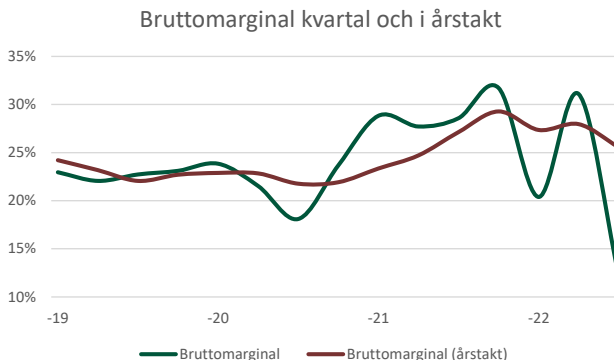
Kinas nolltolerans mot COVID-19 fortsatte att ha en signifikant påverkan på Fingerprints försäljning och resultat i Q3. Försäljningen föll 71% organiskt y/y och 48% q/q då värdekedjan fortsatte att tömma sina lager. Den lägre försäljningen drev resultatet till den lägsta nivån sedan åtminstone 2018 (Diagram 1-2).

Diagram 1: Försäljningen föll 71% organiskt y/y och 48% q/q



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...vilket drev bruttomarginalen till historiskt låga nivåer



Källa: Bolaget, EPB

Lagertömning i leveranskedjan för mobiltelefoner i Kina

Mobiltelefonstillverkarna i Kina gick in i året med utgångspunkten att försäljningen skulle återhämta sig och att andra halvåret 2022 skulle vara starkt efter en tid som hade kantats av brist på halvledare och komponenter. Med långa tider för komponenter lade därför hela värdekedjan order långt i förväg samt byggde lager för den kommande uppgången. När efterfrågan dök på grund av nedstängningarna satt därför hela leveranskedjan med för stora lager som behövde tömmas.

Tillverkarna har tömt sina lager under de senaste kvartalen och ligger nu på nivåer klart under det historiska genomsnittet. Vi bedömer att de nu är klara och att deras beställningar nu reflekterar verklig efterfrågan.

Detta innebär att modulhusen och distributörerna, som är nästa steg i leveranskedjan, började sin lagertömning under tredje kvartalet vilket gjorde att komponenttillverkare såsom Fingerprints drabbades hårt. Under Q2 fanns det fortfarande order i systemet som skulle exekveras men med den kraftiga minskningen på nya order under Q3 föll försäljningen kraftigt under kvartalet.

Fingerprints börjar nu dra ner sina lager under Q4 vilket indikerar att försäljningen från modulhusen och distributörerna har ökat något. Detta innebär också att Q3 borde vara det sämsta kvartalet försäljningsmässigt.

Den biometrisk penetrationen inom PC fortsätter att öka

Vi räknar med att den globala PC-marknaden faller med i storleksordningen 10% 2022. Däremot kommer antalet sålda PC med fingeravtryckssensorer öka – Fingerprints estimerar att den biometrisk penetrationen kommer att öka från 23% 2021 till 26% 2022 (marknaden ökar även i absoluta tal från ca 78 miljoner enheter till 80 miljoner enheter). Penetrationen kommer fortsätta öka kommande år och vi bedömer att marknaden för PC med fingeravtryckssensorer kommer att växa med höga ensiffriga tal per år kommande år.

Samtidigt kommer Fingerprints ta marknadsandelar. Fyra av de sex största PC-tillverkarna använder redan bolagets produkter och deras första dator med en så kallad Match-on-Chip-lösning, vilket är en lösning som har högre säkerhet och det som krävs för att kunna få tillgång till företagsdator-marknaden.

Smarta lås i Kina minskar samtidigt som övrig försäljning växer

Nedstängningarna i Kina drabbade även försäljningen för smarta lås i Kina, vilket är den största delen av Access, men liksom mobiltelefonförsäljningen anser vi att denna effekt är tillfällig.

Payments fortsätter utvecklas i linje med förväntningarna

Fingerprints har hittills haft 8 kommersiella lanseringar och feedbacken från kunder har varit mycket god. Vi räknar med 4 ytterligare lanseringar under kvartalet vilket innebär att segmentet utvecklas i linje med förväntningarna.

En bank i Marocko kommer att skicka ut fingeravtryckslösningen automatiskt till sina premiumkunder utan extra kostnad. Över tid hoppas vi på att fingeravtryckslösningen kommer att bli en integrerad och automatisk del av korten (på samma som för kontaktlösa kort idag) och ser därför detta som mycket positivt.

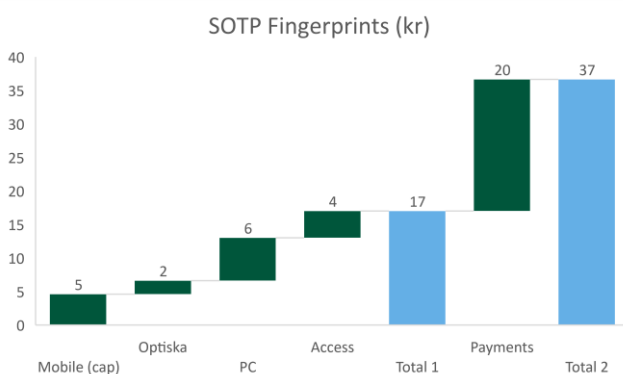
Marginalerna pressades av lägre försäljning och något sämre mix

Den dramatiska nedgången i försäljningen ledde till att marginalerna föll kraftigt och vi såg den lägsta marginalen sedan åtminstone 2018. Med tanke på att vi räknar med att försäljningen återhämtar sig framöver ser vi Q3 som botten även för marginalen.

Värdering

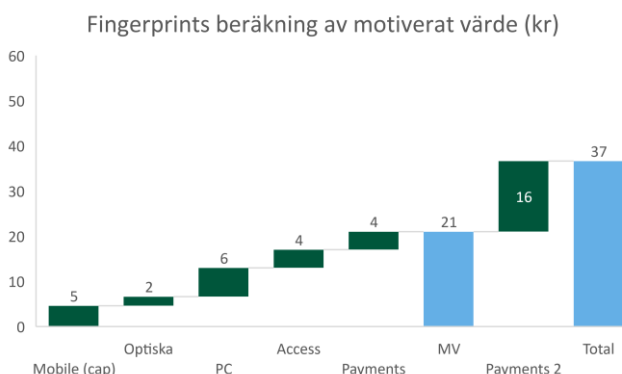
Eftersom de olika verksamheterna har så distinkt olika tillväxt drivare och mognadsgrad använder vi olika multiplar och diskonteringsräntor för dem och använder därmed SOTP när vi värderar aktien. Vi värderar kapacitiva sensorer som säljs till mobiltelefoner till 5 kr, optiska sensorer till 2 kr, PC till 6 kr och Access till 4 kr. Payments som helhet värderar vi till 20 kr per aktie (Diagram 3) men eftersom osäkerheten är hög och försäljningen fortfarande låg reflekterar vi endast en del av värdet i vårt motiverade värde. Som helhet når vi 21 kr i vår SOTP (Diagram 4) med ytterligare 16 kr potential från Payments. Vår DCF visar 32 kr.

Diagram 3: SOTP på 37 kr...



Källa: EPB

Diagram 4: ...och motiverat värde på 21 kr



Källa: EPB

Tabell 1: DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	3 237	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	6 177	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	13,0%
Företagsvärde (EV)	9 414	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	1,3%
Eget kapital	9 317			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	294			Terminalvärde, % av EV	66%
Eget kapital per aktie	32				

Källa: EPB

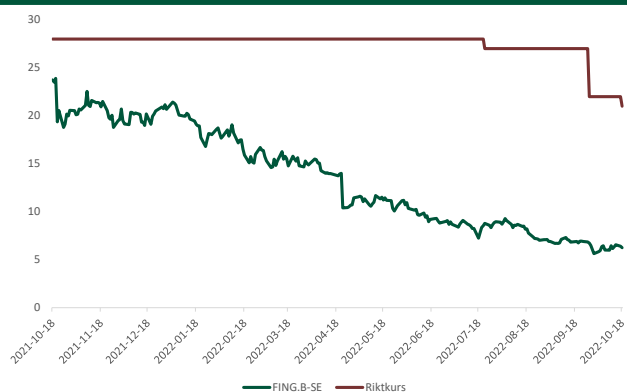
Tabell 2: DCF – känslighet

		Långsiktig tillväxt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	11,0%	34	36	38	40	43
	11,5%	31	33	34	36	39
	12,0%	29	30	32	33	35
	12,5%	27	28	29	31	32
	13,0%	25	26	27	28	30

		Långsiktig EBIT-marginal				
		6,0%	8,0%	13,0%	12,0%	14,0%
WACC	11,0%	20	25	38	35	40
	11,5%	18	23	34	32	37
	12,0%	17	21	32	30	34
	12,5%	16	20	29	27	31
	13,0%	15	18	27	25	29

Källa: EPB

Diagram 5: Motiverat värde och aktiekurs



Källa: Factset, EPB

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 21 kr med en potentiell uppsida till nästan 40 kr.

Motiverat värde

Vi ser ett motiverat värde på 21-23 kr.

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	1 459	1 256	1 356	877	1 626	2 452	3 394	4 786
Totala intäkter	1 459	1 256	1 356	877	1 626	2 452	3 394	4 786
Kostnad sålda varor	-1 128	-981	-959	-696	-1 195	-1 736	-2 358	-3 296
Bruttovinst	331	275	397	181	431	717	1 036	1 490
Övriga rörelsekostnader	-202	-224	-312	-225	-326	-472	-636	-885
EBITDA, justerad	129	52	85	-43	105	245	400	605
Avskrivningar	-143	-77	-93	-82	-134	-162	-196	-234
EBIT, justerad	-14	-25	-8	-125	-29	83	204	372
Jämförelsestörande poster	0	-341	0	0	0	0	0	0
EBIT	-14	-366	-8	-125	-29	83	204	372
Finansiella poster	-3	-15	7	-13	-43	-37	-39	-34
Resultat före skatt	-17	-381	-1	-138	-71	46	166	338
Skatter	4	40	1	30	16	-10	-36	-74
Nettoresultat, justerad	-14	0	0	-108	-56	36	129	264
Nettoresultat	-14	-341	0	-108	-56	36	129	264

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	-14	-366	-8	-125	-29	83	204	372
Övriga kassaflödespåverkande poster	2	360	36	-13	-43	-37	-39	-34
Förändringar i rörelsekapital	27	87	-95	-166	129	18	51	99
Kassaflöde från den operationella verksamheten	160	158	24	-192	208	215	376	596
Investeringar	-1	-2	-5	-3	-6	-9	-12	-17
Fritt kassaflöde	66	39	-67	-302	92	79	218	410
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	324	-59	16	-57	-142
Övriga poster	-20	-19	-16	-22	-33	-37	-44	-48
Kassaflöde	25	-170	-8	0	0	0	0	0
Omräkningsdifferenser	-2	-17	6	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-507	-354	-59	265	206	222	165	24

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	351	195	245	272	287
Kundfordringar	197	196	280	184	342	515	713	1 005
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	968	976	1 206	1 438	1 758
SUMMA TILLGÅNGAR	2 237	1 575	1 799	1 940	1 963	2 204	2 442	2 761
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	1 799	1 183	1 027	919	864	840	852	895
Summa eget kapital	1 799	1 183	1 027	919	864	840	852	895
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	293	617	557	573	517	375
Övriga långfristiga skulder	12	21	17	17	17	17	17	17
Summa långfristiga skulder	50	30	321	645	585	602	545	403
Leverantörsskulder	235	201	222	219	244	368	509	718
Övriga kortfristiga skulder	1	2	14	14	14	14	14	14
Summa kortfristiga skulder	388	362	451	377	514	762	1 045	1 463
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 237	1 575	1 799	1 940	1 963	2 204	2 442	2 761

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Intäkstillväxt	-	N.m.	8%	N.m.	85%	51%	38%	41%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	66%	N.m.	344%	132%	64%	51%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	70%	N.m.	77%	388%	147%	82%
EPS-tillväxt, justerad	-	99%	152%	N.m.	48%	164%	263%	104%
Bruttomarginal	22,7%	21,9%	29,3%	20,7%	26,5%	29,2%	30,5%	31,1%
EBITDA-marginal	8,8%	Neg.	6,3%	Neg.	6,5%	10,0%	11,8%	12,6%
EBITDA-marginal, justerad	8,8%	4,1%	6,3%	Neg.	6,5%	10,0%	11,8%	12,6%
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,4%	6,0%	7,8%
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,4%	6,0%	7,8%
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	0,0%	Neg.	Neg.	1,5%	3,8%	5,5%

Källa: EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE, justerad	-	Neg.	0%	Neg.	Neg.	4%	15%	30%
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6%	14%	28%
ROIC, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	20%	38%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Varulager / totala intäkter	17%	11%	12%	40%	12%	10%	8%	6%
Kundfordringar / totala intäkter	14%	16%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Leverantörsskulder / KSV	21%	20%	23%	32%	20%	21%	22%	22%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	192%	64%	145%	168%	158%	161%	164%	165%
Rörelsekapital / totala intäkter	6%	0%	4%	25%	5%	3%	1%	-2%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,0x	1,0x	0,6x	1,1x	1,7x	2,4x	3,7x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoskuld	-507	-354	-59	265	206	222	165	24
Soliditet	80%	75%	57%	47%	44%	38%	35%	32%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,3x	-0,1x	0,3x	0,2x	0,3x	0,2x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	-3,9x	1,2x	-0,7x	-6,1x	2,0x	0,9x	0,4x	0,0x

Källa: EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EPS	-0,04	-1,10	0,00	-0,37	-0,19	0,12	0,44	0,90
EPS, justerad	-0,04	0,00	0,00	-0,37	-0,19	0,12	0,44	0,90
FCF per aktie	0,21	0,13	-0,23	-1,03	0,31	0,27	0,74	1,39
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	3,12	2,94	2,86	2,90	3,04
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	-13,5x	-26,2x	41,0x	11,3x	5,5x
P/EK	3,3x	4,5x	5,9x	1,6x	1,7x	1,7x	1,7x	1,6x
P/FCF	90,4x	137,9x	-91,6x	-4,8x	15,9x	18,4x	6,7x	3,6x
FCF-yield	1%	1%	-1%	-21%	6%	5%	15%	28%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	8,1%	15,1%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	165,4%	91,1%	83,6%
EV/Sales	3,7x	3,9x	4,4x	2,0x	1,0x	0,7x	0,5x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	42,1x	94,9x	70,6x	-40,0x	15,8x	6,9x	4,1x	2,4x
EV/EBIT, justerad	-376,4x	-194,3x	-792,8x	-13,8x	-57,8x	20,3x	8,0x	4,0x
EV	5 420	4 895	6 025	1 724	1 665	1 681	1 625	1 483
Aktiekurs	18,9	17,4	20,7	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0

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 framtagandet 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