



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 14 november 2022

Loudspring (Eagle Filters Group)

Eagle Filters accelererar

Eagle Filters redo för fortsatt expansion

Under årets första tre kvartal omsatte Eagle Filters EUR 2,6 m, vilket motsvarar en tillväxt om 10 % y/y. Vissa flaskhalsar förekommer fortsatt som relaterar till materialtillgång, logistik och rörelsekapital, men Loudspring bedömer att Eagle Filters har en stark underliggande marknad för tillfället. Eagle Filters har även under kvartalet möjliggjort för att säkerställa bankfinansiering, genom att betala samtliga skulder som relaterar till rekonstruktionsprogrammet.

Intäkterna i kvartalet

Vi bedömer att bolaget fortsatt har potential att uppnå intäkter hos Eagle Filters inom spannet för de egna målen för 2022, om EUR 4,5 – 6,0 m. Givet rådande produktionskapacitet och begränsningar som relaterar till andra flaskhalsar, bedömer vi att bolaget har potential att nå den lägre delen av intervallet. Inför 2023 ser vi dock positivt på att Eagle Filters kan säkerställa rörelsekapital och kapitalisera på den starka underliggande marknaden.

Värdering

Vi justerar våra intäktsestimat i Eagle Filters för att reflektera orderingången efter kvartalet, samt orderboken vid utgången av Q3. Vi justerar ned innevarande år men höjer 2023–2024. Vi uppdaterar även balansräkningen för att reflektera kapitalanskaffningen under Q3. Vi höjer vårt motiverade värde till EUR 0.16 – 0.17 (0.14 - 0.15).

Estimatändring (€)					Prognos (m€)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	0,16 – 0,17 kr
Totala intäkter	0	0,0	0	0,0	EBITDA, just.	-1	-1	-1	-1	Aktiekurs	1 kr
EBITDA, just.	-1	0,0	-1	0,0	EBIT, just.	-1	-1	-1	-1	Riskenivå	Medel
EPS, just.	0,0	0,0	0,0	0,0	EPS, just.	0,0	0,0	0,0	0,0		
					EPS-tillväxt	17%	82%	N.m.	N.m.	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser					EK/aktie	0,2	0,1	0,1	0,1		
Q4 - rapport	Inte offentliggjort				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
					EV/Sales	78,9x	63,8x	71,4x	79,4x		
					P/EK	0,9x	0,5x	0,6x	0,7x		
Bolagsfakta (m€)					Nettoskuld/EBITDA	-7,8x	-4,5x	-5,8x	-7,2x	Intressekonflikter	
Antal aktier	78									Yes	No
Börsvärde	6									Likviditetsgarant	✓
Nettoskuld	2									Certified adviser	✓
EV	8									Transaktioner 12m	✓
Free float	66%										
Daglig handelsvolym, snitt	4(k)										
Analytiker											
Hjalmar Jernström											
hjalmar.jernstrom@penser.se											

Investment case

Loudspring (f.d. ägarbolaget till Eagle Filters) inledde under 2021 en strategisk omställning som medförde att bolaget gick från ett investmentbolag fokuserat på miljövänliga tillväxtbolag, till ett bolag som fokuserar kring en kärna i Eagle Filters. Detta medför att samtliga övriga tillgångar är aktuella till försäljning, för att säkerställa en god finansiell position för Eagle Filters. Loudspring äger 100% av Eagle Filters samt minoritetsandelar i ett antal andra mindre bolag.

Eagle Filters

Eagle Filters tillverkar högeffektiva gasturbinfilter för gaskraftverk som ger kunden stora besparingar med mycket kort återbetalningstid. Efter covid-19-pandemins utbrott under 2020 har bolaget också anpassat sin verksamhet för att med stöd i sin expertis inom filter även börja tillverka andningsmasker. Bolaget redovisade intäkter på EUR 2,9 m under 2021, med en EBITDA om -2,4 m. Loudsprings ägarandel uppgår till 100%

Enersize

Enersize erbjuder mjukvarubaserade analysverktyg för energibesparing inom tryckluftssystem. Bolaget redovisade intäkter på EUR 0,2 m under 2021, med en EBIT om -1,9 m. Enersize är noterat på Nasdaq First North och Loudsprings ägarandel uppgår till 4,2%.

Nuuka Solutions

Nuuka Solutions erbjuder molnbaserade fastighetsförvaltningslösningar till större fastighetsförvaltare, städer och detaljhandelskedjor. Den adresserbara marknaden är mycket stor och affärsmodellen skalbar. Bolaget redovisade intäkter på EUR 1,4 m under 2021, med en EBITDA om -1,4 m. Loudsprings ägarandel uppgår till 24,2%. Övriga delägare är bl.a. YIT Ventures.

Sofi Filtration

Sofi Filtration är specialiserat på industriell vattenrening, med ett självrengörande automatiskt mikrofiltreringssystem som använder en korsflödande filtreringsteknik för kostnadseffektiv filtrering av stora mängder vatten. Bolaget redovisade intäkter på EUR 0,1 m under 2021, med en EBITDA på -0,4 m. Loudsprings ägarandel uppgår till 19,6%. Övriga delägare är bl.a. Emerald Technology Ventures.

Till övriga, mindre innehav hör Aurelia Turbines, Metgen, Sansox och Swap.com.

Värdering

Motiverat värde per aktie beräknas till EUR 0,16–0,17, utifrån en sum of the parts-modell (SOTP), med utgångspunkt i estimat för de onoterade portföljbolagen och där noterade innehav värderas till marknadsvärde. Vi ser en medelhög risk, vilket främst beror på att portföljbolagen ännu är små och överlag inte har nått stabil lönsamhet, innebärande att det kan uppstå ytterligare finansieringsbehov i bolagen samt även centralt. Vi noterar att bolaget endast äger mindre delar i Nuuka Solutions och Sofi Filtration och Enersize, vilket gör att bolaget inte omedelbart behöver bistå vid kapitalanskaffning i dotterbolagen, vilket i sin tur minskar risken.

Kvartalet i detalj

Loudsprings transformation till ett bolag som kretsar kring kärninnehavet Eagle Filters fortsatte under Q3, och efter kvartalet meddelar Loudspring ett namnbyte till Eagle Filters Group. Kärnan i bolaget utgörs nu av tillverkning och försäljning av industrifilter för gasturbiner samt andningsmasker. Omsättningsprognosen för 2022 är i spannet EUR 4,5 – 6,0 m.

Omsättningen för Q3 i Eagle Filters uppgick till EUR 2,6 m, motsvarande en tillväxt y/y om 9%. Orderboken för Q3 uppgick till EUR 1,4 m, och Loudspring noterar en stark underliggande marknad för bolagets produkter. Under kvartalet har Loudspring säkerställt finansiering genom en riktad emission om EUR 1,5 m.

Vi bedömer att Eagle Filters är positionerat för accelererande tillväxt. Med förbättrad möjlighet att bygga upp rörelsekapital, samt utökade produktionsmöjligheter ser vi att Eagle Filters kommande period kommer kunna kapitalisera på den starka underliggande marknaden.

Loudspring meddelar efter kvartalets utgång att Eagle Filters har fått en order med ett värde om EUR 2,8 m, motsvarande ca 30 mkr. Ordern kommer att synas i orderboken för Q4 samtidigt som leverans påbörjas under Q4 och väntas avslutas under 2023. Det totala ordervärdet om ca EUR 2,8 m kan ställas i relation till omsättningen under Q1-Q3 om 2,6 m.

Estimatförändringar

Nedan sammanfattas våra estimatförändringar för portföljbolagen. Vi väljer primärt att justera våra intäktsestimat för Eagle Filters, för att reflektera den starka ordern samt förväntningar på fortsatta förhandlingar med andra kunder. Nettoeffekten blir att vi justerar ned våra estimat för 2022, där vi nu bedömer att Eagle Filters kan uppnå en omsättning om EUR 4,5 m, vilket är i det lägre spannet av bolagets egna mål. Vi adderar ordern om EUR 2,8 m, och nettoeffekten blir därmed en höjning av intäktsestimaten för 2023 – 2024. Marginalmålen förblir oförändrade 2023–2024.

Estimatförändringar			
Aktuella estimat	2022e	2023e	2024e
Eagle Filters: Omsättning	4,5	7,7	9,2
Eagle Filters: EBITDA	0,5	1,2	1,8
Nuuka Solutions: Omsättning	1,8	2,1	2,5
Nuuka Solutions: EBITDA	-0,1	0,1	0,2
Sofi Filtration: Omsättning	0,6	0,7	0,7
Sofi Filtration: EBITDA	0,0	0,0	0,1
Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Eagle Filters: Omsättning	6,1	7,3	8,7
Eagle Filters: EBITDA	0,6	1,1	1,7
Nuuka Solutions: Omsättning	1,8	2,1	2,5
Nuuka Solutions: EBITDA	-0,1	0,1	0,2
Sofi Filtration: Omsättning	0,6	0,7	0,7
Sofi Filtration: EBITDA	0,0	0,0	0,1
Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Eagle Filters: Omsättning	-26%	6%	6%
Eagle Filters: EBITDA	-26%	6%	6%
Nuuka Solutions: Omsättning	0%	0%	0%
Nuuka Solutions: EBITDA	0%	0%	0%
Sofi Filtration: Omsättning	0%	0%	0%
Sofi Filtration: EBITDA	N/A	0%	0%

Källa: EPB

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Vi applicerar EV/Sales för 2024 om 2,2x för Eagle Filters (1,9x) drivet av förbättrad finansiell position som möjliggör att bolaget kapitaliserar på den underliggande marknaden. Vi applicerar 6x EV/Sales för 2024 för Nuuka Solutions och 6,5x för Sofi Filtration. Vår DCF-modell indikerar ett motiverat värde om EUR 0,19 per aktie, och vår SOTP-värdering indikerar ett värde per aktie om EUR 0,16. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om EUR 0.16 – 0.17 (0.14 - 0.15).

Tabell 1: SOTP-värdering

Kärninnehav	EV/Sales 2024e	Aktievärde 100%	Loudsprings andel	Värde till Loudspring
Eagle Filters	2,2x	18,1	100%	18,1
Enersize (@ börsvärde)	n/a	1,6	4%	0,1
Nuuka Solutions	6,0x	17,5	24%	3,7
Sofi Filtration	6,5x	2,4	20%	0,6
Subtotal				22,4
Övriga innehav				0,0
Tillgångsvärde brutto				22,4
Nettokassa / (-skuld) + Ytterligare kapitalbehov				(1,4)
Moderbolagskostnader*				(4,8)
Tillgångsvärde netto				16,2
Utestående aktier (miljoner)				100,2
NAV per aktie (EUR)				0,16

*Beräknad enligt 5x årliga rörelsekostnader

Källa: EPB

Motiverat värde per aktie Eagle Filters Group (EUR)	EV/Sales Eagle Filters (x)				
	1,8	2	2,2	2,4	2,6
	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18

Källa: EPB

Jämförelsebolag

		EV/EBIT (x)				
		2021	2022	2023	2024	2025
DCI-US	Donaldson Company, Inc.	20,3	16,5	13,1	13,2	12,4
301081-CN	Yanpai Filtration Technology Co. Ltd. Cla:	22,7	N/A	N/A	N/A	N/A
PH-US	Parker-Hannifin Corporation	17,5	11,6	13,2	12,4	11,2
Avg.		20,2	14,0	13,2	12,8	11,8

		EV/Sales (x)				
		2021	2022	2023	2024	2025
DCI-US	Donaldson Company, Inc.	3,1	2,2	2,0	2,0	1,9
301081-CN	Yanpai Filtration Technology Co. Ltd. Cla:	3,05	N/A	N/A	N/A	N/A
PH-US	Parker-Hannifin Corporation	3,05	2,3	2,5	2,4	2,2
Avg.		3,1	2,3	2,3	2,2	2,1

Källa: Factset

DCF-modell

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Centrala antaganden inkluderar en avyttring av portföljen efter 2025, samt en diskonteringsränta om 13,1%. Diskonteringsräntan sätts utifrån en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5%, samt en extra riskpremie om 6%. Loudspring och Eagle Filters har förhållandevis hög grad av återkommande intäkter, vilket reducerar risken för kortsiktiga intäktstapp. Marknadsrisken relaterar dock bl.a. till bolagets möjlighet att generera nya kapitaltillskott, ifall sådana blir aktuella i framtiden. Sammantaget ser vi en diskonteringsränta om 13,1%.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	16 160,3
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
Enterprise value	16 160
Latest net debt	2 884
Minority interests & other	0
Equity value	13 276
No. of shares outstanding (millions)	100
Equity value per share (EUR)	0,13

Source: EPB

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	6,0%
Beta	1,0
Cost of equity	14,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	8%
WACC	13,1%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	9,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	12,1%	0,135	0,135	0,135	0,135	0,135
	12,6%	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134
	13,1%	0,132	0,132	0,132	0,132	0,132
	13,6%	0,131	0,131	0,131	0,131	0,131
	14,1%	0,130	0,130	0,130	0,130	0,130

		Long-term EBIT margin				
		4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
WACC	12,1%	0,135	0,135	0,135	0,135	0,135
	12,6%	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134
	13,1%	0,132	0,132	0,132	0,132	0,132
	13,6%	0,131	0,131	0,131	0,131	0,131
	14,1%	0,130	0,130	0,130	0,130	0,130

Source: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Totala rörelsekostnader	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA, justerad	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITA, justerad	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
EBIT	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBIT, justerad	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Finansnetto	0	-2	-3	-1	-1	1	0	0
Resultat före skatt	-2	-4	-4	-1	-2	0	-1	-1
Resultat före skatt, justerad	-2	-4	-4	-1	-2	0	-1	-1

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Övriga kassaflödesposter	0	(2)	(3)	(1)	(1)	1	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	-4	-4	-1	-2	0	-1	-1
Övriga poster	0	0	-1	0	-2	-1	0	0
Fritt kassaflöde	-2	-7	-6	-6	-3	-1	-1	-1
Nyemission / återköp	5	0	1	5	1	3	0	0
Förändringar av lån	0	2	2	0	1	0	2	0
Kassaflöde	3	-5	-3	0	-1	1	1	-1
Nettoskuld	-3	1	3	3	5	4	5	7

Källa: EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR								
Finansiella anläggningstillgångar	0	1	2	5	6	6	6	6
Övriga anläggningstillgångar	0	0	1	1	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	20	11	8	13	12	10	10	10
Övriga omsättningstillgångar	1	1	2	0	4	6	6	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	4	0	0	1	0	1	1	0
Summa omsättningstillgångar	5	2	2	1	4	7	8	7
SUMMA TILLGÅNGAR	25	13	11	14	15	17	18	16
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	23	11	7	10	9	12	10	9
Summa eget kapital	23	11	7	10	9	12	10	9
Långfristiga räntebärande skulder	0	1	3	3	4	4	6	6
Summa långfristiga skulder	2	1	3	3	4	4	6	6
Kortfristiga räntebärande skulder	0	1	1	1	2	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	1	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	1	1	1	1	2	1	1	1
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	25	13	11	14	15	17	18	16

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäktstillväxt	-	>100%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	0%	0%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	50%	5%	15%	N.m.	0%	0%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	49%	13%	18%	N.m.	0%	0%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	72%	17%	82%	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	61,1%	93,5%	58,3%	98,5%	98,5%	98,5%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Leverantörsskulder / KSV	>100%	58%	63%	>100%	24%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	58%	45%	96%	>100%	>100%	95%	95%	95%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	25%	>100%	>100%	>100%	>100%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-3	1	3	3	5	4	5	7
Soliditet	91%	86%	63%	71%	61%	69%	59%	56%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,1x	0,1x	0,5x	0,3x	0,5x	0,4x	0,5x	0,7x
Nettoskuld / EBITDA	2,9x	-0,9x	-3,7x	-4,1x	-7,8x	-4,5x	-5,8x	-7,2x

Källa: EPB

Aktiedata

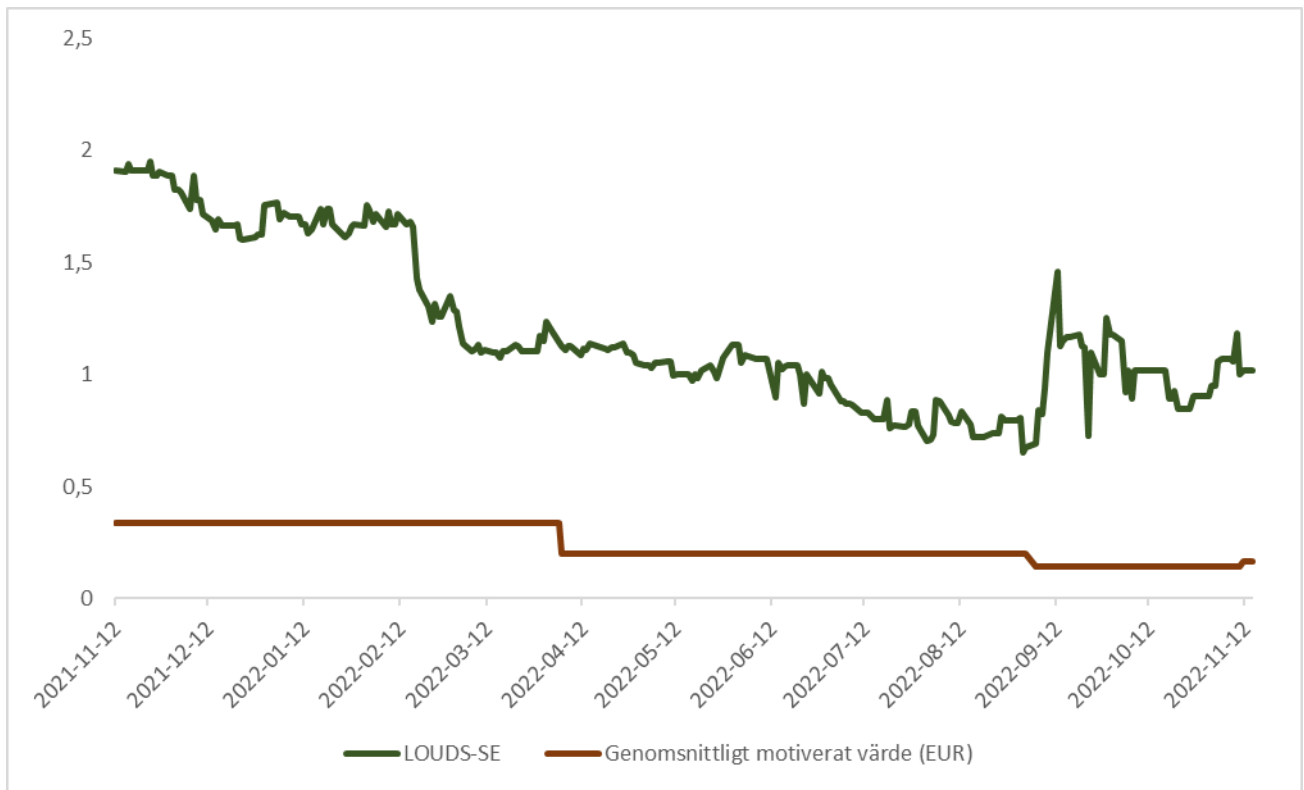
	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-0,06	-0,14	-0,16	-0,04	-0,04	-0,01	-0,02	-0,02
EPS, justerad	-0,06	-0,14	-0,16	-0,04	-0,04	-0,01	-0,02	-0,02
FCF per aktie	-0,10	-0,27	-0,21	-0,17	-0,07	-0,02	-0,02	-0,02
Eget kapital per aktie	0,90	0,41	0,25	0,28	0,18	0,15	0,13	0,12
Antal aktier vid årets slut, m	25,3	26,7	26,7	36,9	52,7	77,7	77,7	77,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,2	26,0	26,7	31,8	44,8	65,2	77,7	77,7

Källa: EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	2,6x	0,8x	1,2x	1,5x	0,9x	0,5x	0,6x	0,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	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%
EV/Sales	1 995,7x	141,0x	54,7x	124,5x	78,9x	63,8x	71,4x	79,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	58	10	11	23	14	10	11	13
Aktiekurs	2,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1

Källa: EPB



Källa: EPB, Factset

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 analytikerns 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