



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 15 november 2022

Irisity

Most challenges lie ahead

Report in line with earlier profit warning

Sales in Q3 amounted to SEK 13.3 million, corresponding to negative growth of 24%. The company notes three main reasons for the weak performance. These are 1), the Swedish market remains hesitant due to the opinion expected from the privacy authority, IMY's, concerning whether cameras with anonymisation algorithms require permits, 2) a cancelled project in South America, and 3), projects postponed to the fourth quarter. MRR was down by about SEK 0.8m to SEK 4.7m. Swedish customers are waiting to place orders until the decision from IMY has been issued, which explains the downturn. EBITDA amounted to SEK -14m. The loss after tax was SEK -40.5 million. The net result was reduced by goodwill amortisation related to the acquisition of Agent Vi.

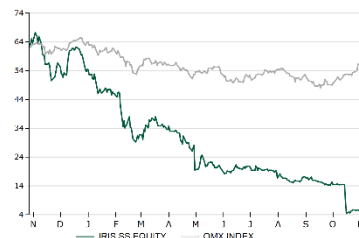
Challenging situation for the company

In connection with the profit warning earlier in the quarter, the company issued guidance that Q4 will be on par with our better than last year. The company also announced that it has access to SEK 50 million in cash through debt financing, which it expects to cover capital needs until positive cash flow. In our forecasts, we have assumed that the company will achieve positive cash flow based on the current cost base for the next 12 months. That implies growth of 30% in 2023, which is in line with organic growth in Q1-Q2 2022. Over the next few years, we see that growth will move towards market growth for cameras with built-in analysis, forecast at 21%.

Fair value change reflects challenges and uncertainty surrounding the company

We are lowering our fair value to SEK 7.3-8. Short-term, we see uncertainty surrounding the company, but if the IMY decision is in the company's favour, we see an upside in both estimates and fair value because we believe most of the contracts paused in Sweden will then be re-activated. In our assessment, the company's technical validation of its products has a value that it will be able to materialise, which is reflected in our fair value.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk																	
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	7,3 - 8,0 kr															
Totala intäkter	139	-16,5	182	-31,7	Totala intäkter	93	139	182	Aktiekurs	4,9 kr															
EBITDA, just.	-17	-254,9	18	-78,6	Intäktstillväxt	88%	49%	31%	Riskenivå	Medel															
Kommande händelser				EBITDA, just.				6	-17	18	35	Kursutveckling 12 mån													
Q4 - rapport				14 februari 2023				EBIT, just.				-26		-126		-80		-53							
Bolagsfakta (mkr)				EPS, just.				-0,6				-2,5				-1,5				-0,9					
Antal aktier				38m				EPS-tillväxt				18%				N.m.				41%				37%	
Börsvärde				190				EK/aktie				19,9				20,9				18,0				15,8	
Nettoskuld				7				EV/Sales				24,9x				1,4x				1,2x				1,1x	
EV				197				EV/EBITDA				360,7x				-				12,7x				6,9x	
Free float				79%				P/EK				3,1x				0,2x				0,3x				0,3x	
Daglig handelsvolym, snitt				1 023k				FCF yield				-				-				-				1%	
Bloomberg Ticker				IRIS SS EQUITY				Nettoskuld/EBITDA				-9,6x				-0,4x				2,0x				1,5x	
Analytiker				Rikard Engberg				rikard.engberg@penser.se				Intressekonflikter				Yes				No					
								Likviditetsgarant				✓													
								Certified adviser				✓													
								Transaktioner 12m								✓									



Investment case

Irisity is a software company that develops algorithms for IP cameras. These algorithms have the ability to independently raise an alarm if there is an intruder at a protected property or track human activity. Implementation of this type of solutions enables cost savings of 50–70% for a security company. We have assessed Irisity's algorithms as world-leading, which is reflected in the company's technical partners. These include Axis, the leading IP camera manufacturer in the western world, and Milestone, a market-leading VMS system, Mobotix, Intel and Genetec. Irisity also partners with the leading security firms G4S and Securitas. In our view, Irisity has in recent years and through the acquisition of Agent VI built a global presence and a stable base for reaching a new level of growth and profitability. This will be accomplished through channel partnerships with key global players in the security industry.

Company profile

The security industry had sales of approximately USD 161bn in 2019 and has historically seen growth in line with GDP. The industry has always been staff-intensive, with operating margins of around 5%. One of the fastest growing niches is video surveillance, a market that according to IHS Markit is expected to turn over USD 20bn in 2020 and to grow by about 10.5% per year (in value) in the coming years. Consulting company Mordor Intelligence estimates that 60% of sales currently consist of hardware and 10–15% of service. Software thus accounts for about 15–20% of revenues. The reason why video surveillance is growing faster than the security industry as a whole is the great efficiency gains that security companies can make by replacing patrolling guards with cameras.

Irisity has been training and developing its algorithms for detecting human activity for over 10 years. The time and data that Irisity has amassed during the company's lifetime is one of its main competitive advantages since this volume of data processing is difficult to replicate, making the algorithm strong. We estimate that a security company could reduce its costs for monitoring a property by 40–60% by using Irisity's software, which would mean its operating margins for security work could rise from 5% with fully manual surveillance to 8–10% if fully replaced with video surveillance. We believe that the multinational security companies will accelerate their investments in improved margins post Covid-19.

One of Irisity's goals is to be the globally leading supplier of video analytics software. We believe the performance and precision of the company's algorithms show that Irisity is well on the way. To commercialize the company's market-leading product, Irisity has entered into partnerships with many of the leading companies in the market. These include G4S (security company), Axis (camera company), Milestone (VMS vendor) and several leading integrators. This strategy has proven to be beneficial, as 80% of the company's revenues come from the ten main partner companies. We consider the partnerships with Axis and Mobotix, where Irisity's software is sold embedded in the camera, highly interesting as they are paving the way for an expansion of the market and believe they can generate significant revenues in future years.

Estimate changes

Based on issued guidance and performance in Q3 22, we are making significant changes to estimates across the forecast period. The estimate changes are based on the assessment that the company is now facing a number of challenging quarters and has a history of underperforming earlier issued forecasts.

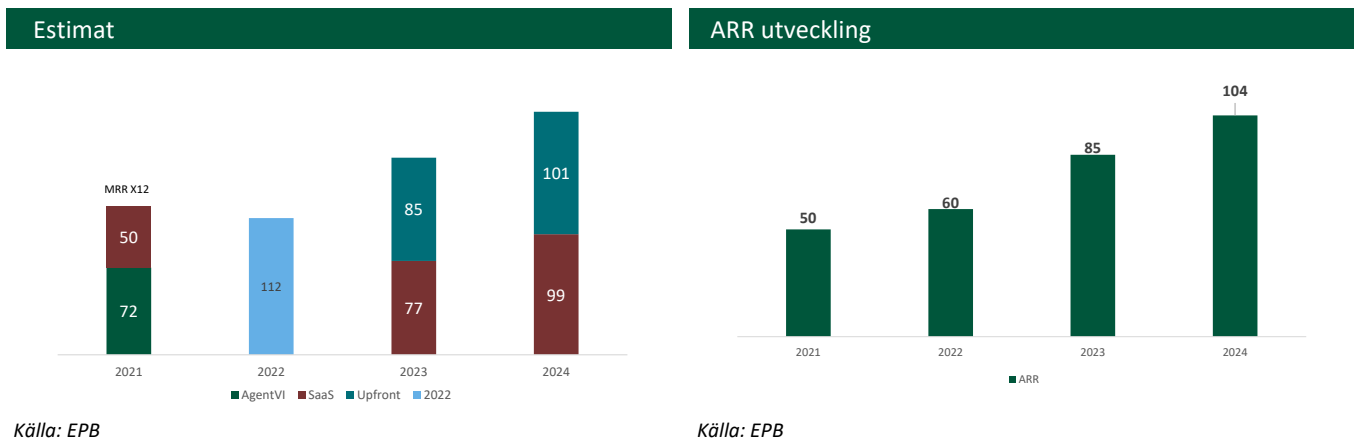
For 2023, we expect the company to recoup the lost MRR due to IMY in markets outside of Sweden. We thus choose not to count any of the Swedish revenues that have been paused or cancelled due to the forthcoming official decision. This revenue backlog thus grows by 23% y/y on average during the 2022-2025 forecast period. This is in line with expected market growth for surveillance cameras with embedded software of 21% over the period of 2021-2026.

Regarding project-related revenues where we have noted high volatility during the year, we are adjusting our revenue estimates to a level at which they grow by an average of 17% y/y over 2022-2025. We believe the delays we have seen and which were the reason for the profit warning in Q3 22 will be realised in the next three quarters. We reduce this component of revenues during the forecast period to about 50% of the total revenue backlog. Historically, we have determined that these have been higher.

We believe the company will be able to find its way back to the growth it has seen in the past. Project revenues grew by 22% on average during the Q1 20-Q3 21 period, which is somewhat higher than our estimates for this segment over the next few years.

Based on the assumptions above, the company will just reach cash flow neutrality in 2023. We retain our cost estimates for the next few years. In our experience, the company has historically delivered on our assumptions related to the cost base and this is the basis of our assumptions going forward. Notably, about SEK 20 million of our EBITDA estimate for next year consists of capitalisations.

Based on the reasoning above, we are lowering our revenue estimate by about 30% during our 2022-2025 forecast period. However, we believe there is an option on the upside in these estimates if the outcome from IMY is positive. We have noted that a court previously ruled in favour of a customer of Irisity's.



Valuation

We have chosen to use the following framework to value Irisity because the company is currently in a challenging financial position:

- IRR of 35%. Considering the financial and operational challenges the company is facing, we believe a required rate of return of 35% is justified. In our view, 35% reflects both the current financial risk and the uncertainty related to the IMY decision.
- Exit multiple 2025 of 3.25x EV/Sales 2025. This multiple is lower than the level at which many Swedish software companies are currently trading. We believe this reflects low confidence in the company at present, based on how the statements made in connection with the Agent Vi acquisition were executed.

These two considered result in a value of about SEK 8 per share. Despite the estimate adjustments and the increased required rate of return, we nevertheless wish to emphasise our continued faith in the company's product, considering the technical validation Irisity has received from Axis and Mobotix and other partners in the industry, based on the product performance we have observed and the example projects we have seen from G4S and the customers and projects that Irisity has won in recent years. We are now seeking clarity regarding the IMY decision, a return to earlier growth levels in other operations and proven ability to execute on underlying market growth and in so doing achieve positive cash flow.

Peers

Name	Share price (USD)	Share price perf.			M-cap (USD)	EV/S			EV/EBITDA			CY rev. growth	
		LTM	LGM	LTM		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2022	2023
Admicom	52,9	-41,4%	-16,1%	-12,5%	264	15,91	8,07	7,12	33,2	17,8	15,8	27,3%	13,6%
Avanza Bank Holding	23,9	-5,7%	-5,2%	45,5%	3 741	15,08	11,35	9,80	nm	nm	nm	-10,9%	12,6%
AVTECH Sweden	0,3	104,7%	20,6%	24,2%	15	9,96	6,86	5,49	59,8	16,8	12,0	80,0%	25,0%
Bambuser	0,5	-76,5%	-48,4%	36,9%	96	18,19	nm	nm	nm	nm	nm	46,4%	46,0%
Carasent	1,9	-46,7%	-26,1%	-10,6%	155	10,07	4,29	3,41	30,5	17,2	12,4	39,3%	25,6%
Checkin.com Group	2,7	-56,5%	-17,2%	3,2%	77	nm	10,08	4,96	nm	944,0	24,2	92,5%	103,2%
Efecte	9,0	-43,4%	-30,2%	-20,7%	57	4,00	2,48	2,15	73,8	131,4	52,6	18,6%	15,6%
FormPipe Software	2,4	-17,2%	-28,6%	-13,8%	130	5,14	2,95	2,65	18,1	20,1	13,2	2,5%	11,2%
Fortnox	5,1	21,2%	42,4%	-2,7%	3 094	37,77	25,18	19,33	87,4	54,3	40,0	36,9%	29,6%
House of Control Group	1,1	-48,8%	31,0%	86,4%	63	3,62	3,16	2,87	nm	32,0	15,1	22,0%	10,2%
Kahoot	2,3	-66,4%	-16,9%	14,3%	1 134	nm	7,13	5,60	nm	41,3	22,2	79,2%	24,2%
Karnov Group	5,6	13,8%	7,4%	-8,4%	600	8,71	5,91	2,82	20,4	15,2	9,7	24,4%	109,9%
Lemonsoft	10,2	#N/A	-25,6%	-21,4%	nm	19,02	7,66	6,52	66,8	25,1	19,5	30,2%	17,6%
Lime Technologies	19,9	-43,1%	-19,9%	-20,4%	265	11,87	6,15	5,39	36,1	19,5	17,4	20,3%	13,4%
Litium	1,1	-52,0%	-27,0%	-18,3%	17	3,75	2,14	1,66	nm	405,7	9,1	15,6%	29,0%
Nordnet	15,3	3,2%	2,1%	22,8%	3 823	10,54	9,55	7,75	nm	nm	nm	-6,7%	23,8%
SignUp Software	8,8	#N/A	-12,8%	-7,1%	199	nm	7,25	5,66	nm	63,5	30,1	31,0%	28,1%
SimCorp	70,6	-35,9%	-8,7%	-6,1%	2 774	7,70	5,04	4,74	25,9	21,3	18,2	10,2%	6,9%
SmartCraft	1,6	#N/A	-8,6%	5,5%	278	nm	nm	nm	nm	nm	nm	22,5%	17,6%
Upsales Technology	7,0	-12,3%	29,5%	8,7%	118	12,88	9,19	6,93	60,5	33,9	24,2	38,7%	32,6%
Vitec Software Group	38,7	11,7%	4,7%	-18,5%	1 269	nm	nm	nm	nm	nm	nm	23,8%	24,2%
Median						10,30	6,99	5,44	36,08	28,55	17,77		
Medelvärde						12,14	7,47	5,83	46,59	116,20	20,98		

Källa: Factset

Känslighetstabell

	X EV/sales 2025, Y IRR				
	3,25	3	3,25	3,5	3,75
25%	10,3	9,5	10,3	11,1	11,9
30%	9,1	8,5	9,1	9,8	10,5
35%	8,2	7,5	8,2	8,8	9,4
40%	7,3	6,8	7,3	7,9	8,4
45%	6,6	6,1	6,6	7,1	7,6

Källa: EPB

Implicit WACC

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	62
PV of terminal value (perpetuity formula)	111
Enterprise value	174
Latest net debt	7
Minority interests & other	0
Equity value	167
No. of shares outstanding (millions)	38
Equity value per share (SEK)	4.4

Implicit multipl.

	2021	2022	2023
EV/Sales	2.3	1.4	1.1
EV/EBITDA	27.1	-5.0	-79.4
EV/EBIT	-6.7	-1.2	-1.7
EV/NOPLAT	-8.6	-1.6	-2.2
P/E			
ROIC/WACC			

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.0%
Risk premium	12.5%
Extra risk premium	3.0%
Beta	1.0
Cost of equity	17.5%
Cost of debt (pre-tax)	3.0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
Implicit WACC	17.5%

Terminal value assumptions

Long term growth rate	2.0%
Long term EBIT margin	30.0%
Depreciation (% of sales)	2.0%
Capex (% of sales)	5.0%
Working cap. (% of sales)	15.0%
Tax rate	22%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	14.0%	6.9	7.2	7.5	7.9	8.3
	16.0%	5.1	5.3	5.5	5.7	6.0
	18.0%	3.7	3.9	4.0	4.2	4.4
	20.0%	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2
	22.0%	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3

		Long-term EBIT margin				
		25.0%	27.5%	30.0%	32.5%	35.0%
WACC	14.0%	5.9	6.7	7.5	8.4	9.2
	16.0%	4.2	4.9	5.5	6.1	6.8
	18.0%	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
	20.0%	2.2	2.6	3.0	3.4	3.8
	22.0%	1.5	1.8	2.2	2.5	2.8

Källa: EPB

*Vi anser att en DCF i detta läge är en för osäker metod att bedöma en värdering i detta bolag.

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	35	45	35	37	77	121	162	200	235
Övriga rörelseintäkter	0	0	16	13	16	18	20	20	20
Totala intäkter	35	45	52	50	93	139	182	220	255
Kostnad sålda varor	-8	-9	-13	-15	-22	-24	-26	-32	-47
Bruttoresultat	27	36	39	35	71	115	156	188	208
Totala rörelsekostnader	-27	-44	-43	-41	-65	-132	-138	-152	-170
EBITDA	1	-8	-5	-6	6	-17	18	35	38
EBITDA, justerad	1	-8	-5	-6	6	-17	18	35	38
Totala avskrivningar	-4	-6	-12	-13	-32	-109	-97	-88	-80
EBITA, justerad	1	(8)	(5)	(6)	6	(17)	18	35	38
EBIT	-3	-14	-17	-19	-26	-126	-80	-53	-42
EBIT, justerad	-3	-14	-17	-19	-26	-126	-80	-53	-42
Finansnetto	-1	-1	-1	0	-1	0	0	0	0
Resultat före skatt	-4	-14	-17	-20	-26	-126	-80	-53	-42
Resultat före skatt, justerad	-4	-14	-17	-20	-26	-126	-80	-53	-42
Total skatt	0	0	0	0	3	30	23	17	15
Nettoresultat	-4	-14	-18	-20	-24	-96	-57	-35	-27
Nettoresultat, justerad	-4	-14	-18	-20	-24	-96	-57	-35	-27

Källa: Irisity, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	-3	-14	-17	-19	-26	-126	-80	-53	-42
Övriga kassaflödesposter	1	5	12	12	31	109	85	76	68
Förändringar i rörelsekapital	-	2	3	-4	-33	-43	6	-1	6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-2	-7	-2	-11	-27	-60	12	22	32
Fritt kassaflöde	-13	-27	-20	-21	-117	-76	-8	2	12
Nyemission / återköp	0	54	27	47	124	-	-	-	0
Förändringar av lån	-	-	-	-	-	19	15	15	-
Kassaflöde	-14	26	8	25	6	-57	7	17	12
Nettoskuld	8	-21	-34	-63	-62	7	35	53	61

Källa: Irisity, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	12	25	59	59	736	806	729	661	601
Materiella anläggningstillgångar	7	8	5	2	3	2	2	2	2
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	34	41	41	41	41
Summa anläggningstillgångar	19	33	64	61	772	850	772	704	644
Kundfordringar	8	9	6	8	40	37	33	40	44
Övriga omsättningstillgångar	37	3	2	4	15	26	26	26	26
Likvida medel och kortfristiga placeringar	6	32	40	65	71	25	12	9	1
Summa omsättningstillgångar	51	44	48	77	127	89	72	75	71
SUMMA TILLGÅNGAR	70	77	112	138	899	938	844	779	715
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	36	47	87	118	762	801	689	604	530
Summa eget kapital	36	47	87	118	762	801	689	604	530
Långfristiga räntebärande skulder	8	6	3	1	9	32	47	62	62
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	77	68	68	68	68
Summa långfristiga skulder	8	6	3	1	85	100	115	130	130
Kortfristiga räntebärande skulder	6	5	3	1	1	0	0	0	0
Leverantörsskulder	4	4	4	4	12	11	13	19	28
Övriga kortfristiga skulder	16	14	14	14	38	27	27	27	27
Summa kortfristiga skulder	25	24	22	19	52	38	40	45	55
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	70	77	112	138	899	938	844	779	715

Källa: Irisity, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	29%	14%	N.m.	88%	49%	31%	21%	16%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	39%	N.m.	>100%	N.m.	>100%	98%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	37%	33%	21%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	6%	0%	18%	N.m.	41%	37%	25%
Bruttomarginal	Neg.	77,7%	79,4%	63,1%	59,8%	71,9%	80,2%	84,0%	84,0%
EBITDA-marginal	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	11,0%	17,6%	16,2%
EBITDA-marginal, justerad	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	11,0%	17,6%	16,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Irisity, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Irisity, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	22%	19%	12%	17%	43%	27%	18%	18%	17%
Leverantörsskulder / KSV	46%	47%	34%	24%	57%	46%	51%	58%	60%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	95%	54%	50%	46%	80%	29%	29%	30%	32%
Rörelsekapital / totala intäkter	72%	-16%	-19%	-12%	5%	18%	11%	10%	6%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,8x	0,6x	0,4x	0,1x	0,2x	0,2x	0,3x	0,4x

Källa: Irisity, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	8	-21	-34	-63	-62	7	35	53	61
Soliditet	52%	61%	78%	85%	85%	85%	82%	78%	74%
Nettoskultsättningsgrad	0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,5x	-0,1x	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	10,7x	2,6x	6,9x	10,6x	-9,6x	-0,4x	2,0x	1,5x	1,6x

Källa: Irisity, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-2,50	-1,47	-0,92	-0,69
EPS, justerad	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-2,50	-1,47	-0,92	-0,69
FCF per aktie	-0,84	-1,56	-0,86	-0,82	-3,06	-1,99	-0,22	0,05	0,31
Eget kapital per aktie	2,27	2,67	3,77	4,56	19,9	20,9	18,0	15,8	13,8
Antal aktier vid årets slut, m	16,0	17,6	23,2	25,8	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,0	17,6	23,2	25,8	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4

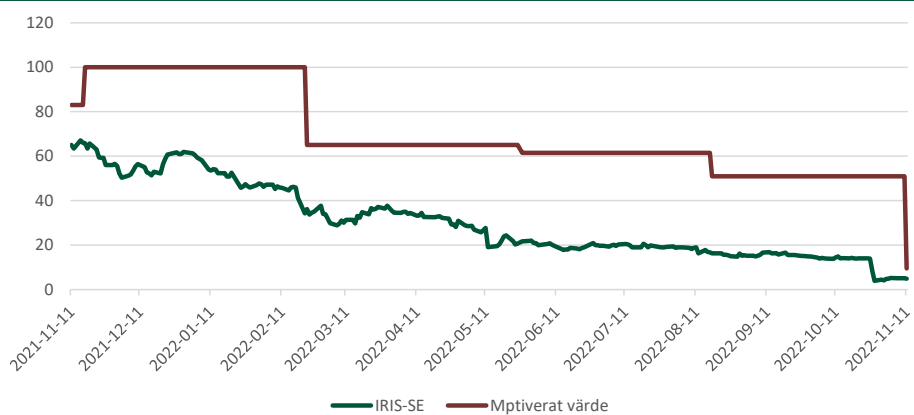
Källa: Irisity, EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	4,1x	5,4x	2,4x	8,1x	3,1x	0,2x	0,3x	0,3x	0,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	106,3x	16,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	6%
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	4,4x	5,1x	3,4x	18,0x	24,9x	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	213,9x	Neg.	Neg.	Neg.	360,7x	Neg.	12,7x	6,9x	6,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	156	234	178	893	2 313	197	225	244	252
Aktiekurs	9,3	14,5	9,1	37,0	61,9	5,0	5,0	5,0	5,0

Källa: Irisity, EPB

Motivated value



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 fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se