



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 28 februari 2023

Irisity

Orderbok visar att tillväxt är på väg tillbaka

Rapport i linje med vinstvarning och uppdatering av likviditetssituationen

Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 12,5 mkr, vilket var i linje med bolagets tidigare vinstvarning och motsvarar en negativ tillväxt om -65%. Omsättningen tyngs av förseningar och leveranser som blivit skjutna över årsskiftet. I samband med bolagets vinstvarning presenterades för första gången en orderstock. Denna uppgår nu till 45 mkr och väntas levereras under H1'23. EBITDA i kvartalet uppgick till -14,4m. I januari hade bolaget tillgängliga likvider om 44 mkr och visade ett positivt operativt kassaflöde under januari och februari.

Oförändrad syn på teknik, men frågetecken kring leveransförmåga

Vi har stor tillförlit till Irisitys teknik. Anledningen till detta är den tekniska validering bolaget fått från flertalet stora aktörer inom ekosystemet. I Q4 skrev bolaget två ramavtal med ledande aktörer i ekosystemet. Vidare ser vi att intresset inom industrin är stort för investeringar i mjukvara som underlättar bevakningsarbete. I dagsläget ser vi dock att Irisity har haft upprepade problem med leverans av projekt. Vi bedömer att detta delvis beror på att man vinner större och mer komplexa projekt där man saknar leveranskapacitet. Bolaget har under Q4 och inledningen av året genomfört investeringar i leveranskapacitet för att möta dessa problem och vi bedömer således att det finns en möjlighet att återgå till tillväxt i närtid.

Fortsatt försiktiga i estimat

Givet vinstvarningen sänker vi våra försäljningsestimat med 14% 2023 och 11% 2024. För innevarande år räknar vi med att den presenterade orderboken kommer att realiseras samt att bolagets MRR ger en bas åt försäljningen. Vi bedömer att bolaget kommer kunna vända till positivt kassaflöde med de tillgängliga likvida medlen man disponerar. Givet den osäkra situationen bibehåller vi vårt motiverade värde om 7,3-8 kr. Vi anser att orderboken måste börja realiseras innan vi justerar detta.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	7,3 - 8,0 kr	
Totala intäkter	-12,0%	-11,8%	-6,5%	121	157	188	230	Aktiekurs	8,5 kr	
EBITDA, just.	-97,3%	-38,7%	-29,4%	Tillväxt	30%	29%	20%	22%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-10,7%	-14,4%	-25,0%	EBITDA, just.	-32	0	18	28	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser			EBIT, just.	-147	-92	-66	-51			
Q1 - rapport	12 maj 2023		EPS, just.	-3,6	-2,4	-1,7	-1,3			
Q2 - rapport	11 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.			
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	19,3	16,9	15,1	13,7			
Antal aktier	38m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde	333		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Nettoskuld	(3)		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
EV	331		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Free float	79%		EV/Sales	2,2x	2,1x	1,8x	1,4x			
Daglig handelsvolym, snitt	101k		EV/EBITDA	-	838,6x	17,9x	11,9x			
Bloomberg Ticker	IRIS SS EQUITY		P/EK	0,3x	0,5x	0,6x	0,6x			
Analytiker			Nettoskuld/EBITDA	-0,2x	94,7x	2,7x	2,1x	Intressekonflikter		
Rikard Engberg									Yes	No
rikard.engberg@penser.se										
								Likviditetsgarant	✓	
								Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m	✓	

Investment case

Irisity är ett mjukvarubolag som utvecklar analysalgoritmer för IP-kameror. Dessa algoritmer har möjlighet att på egen hand larma vid intrång på ett skyddsobjekt eller spåra mänsklig aktivitet. Implementering av denna typ av lösningar kan leda till kostnadsbesparingar på 50–70% för ett bevakningsbolag. Vi bedömer att Irisitys algoritmer är världsledande, vilket återspeglas i de tekniska partners bolaget har. Dessa inkluderar Axis, den ledande kameratillverkaren i västvärlden och Milestone, ett ledande VMS system på marknaden, Mobotix, Intel och Genetec. Bolaget samarbetar även med de ledande bevakningsbolagen G4S och Securitas. Vi bedömer att Irisity de senaste åren och genom Agent VI-förvärvet byggt en global närvaro och en stabil bas för att nå en ny nivå av lönsamhet och tillväxt. Detta kommer ske genom kanalpartners med globala nyckelspelare inom säkerhetsindustrin.

Bolagsprofil

Irisity är ett mjukvarubolag som utvecklar olika algoritmer för övervakningskameror. Dessa kameror kan sedan användas för att underlätta olika former av bevakningsarbete. I casestudier vi har sett från bolaget har man lyckats reducera CAPEX med ca 30% och OPEX med ca 80%. Besparingarna i OPEX kommer främst från att Irisity har lyckats reducera antalet falska larm som är en av de största kostnaderna vid traditionell övervakning. Vi ser således att Irisity har utvecklat en tämligen stark mjukvara. Utöver att effektivt reducera antalet larm vid traditionell övervakning har Irisity utvecklat ett antal algoritmer för att agera prediktivt, exempelvis för att varna för misstänkt eller våldsamt beteende på offentliga platser samt att varna för fall på till exempel äldreboenden. Samtliga Irisitys algoritmer arbetar i realtid med full anonymisering, vilket gör att mindre tillstånd och administration krävs vid installation.

Säkerhetsindustrin är en konservativ bransch med ett stort antal aktörer i ekosystemet. Förutom rena bevakningsbolag finns ett antal olika typer av leverantörer till bevakningsbolag. Dessa inkluderar kameratillverkare, mjukvarubolag, VMS-bolag etcetera. Då industrin har genomgått en snabb geografisk konsolidering är den relativt decentraliserad, vilket gjort att digitaliseringen av industrin går relativt långsamt. I dagsläget är endast 50% av övervakningskameror uppkopplade och endast 50–60% av all lagring sker i privata/uppkopplade moln, vilket gör användandet av analys begränsat. Irisity har lyckats slå sig in hos flera nyckelaktörer i ekosystemet och bl a ett samarbete med den ledande kameratillverkaren Axis, två av de ledande WMS operatörerna i form av Milestone och Genetec samt samarbetsavtal med G4S och Securitas, två ledande bevakningsbolag. Vi ser således att bolagets teknologi har blivit verifierad av ledande aktörer i branschen. Under 2021–2022 såg vi dock kraftiga störningar i leverantörsled i branschen, vilket gjorde att 46% av alla tillfrågade bolag såg förseningar på över tre månader i projekt.

Vi bedömer att det finns potential för Irisity att återgå till en relativt hög tillväxttakt efter ett 2022 som dominerats av störningar i leverantörsled, som i sin tur medfört förseningar och avstannade projekt. Vi baserar det på att bolaget nu har en relativt stark säljkår och givet de samarbetsavtal som finns, finns närvaro på flertalet platser i ekosystemet.

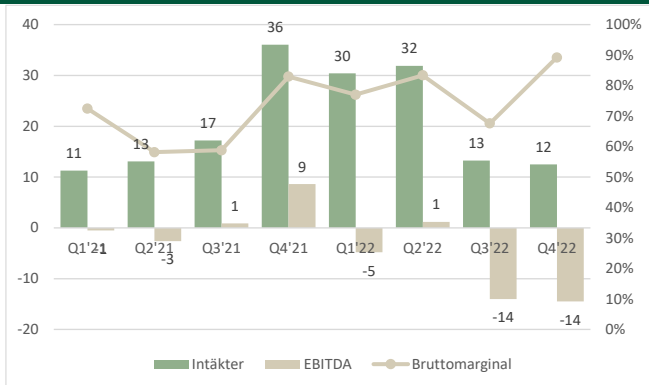
Värdering

Vi har valt att använda oss av en kombination av multipelvärdering och IRR beräkning för att värdera Irisity. Givet att bolaget befinner sig betydligt tidigare i en kommersiell fas än många av de svenska mjukvarubolagen vi tittar på, anser vi att man måste blicka 2-3 år framåt i tiden samt använda sig av ett relativt högt avkastningskrav. Vi bedömer att ett avkastningskrav om 35% reflekterar det kommersiella skede som Irisity befinner sig i. Trots de justeringar vi gör av estimaten lämnar vi vårt motiverade värde om 7,3-8 kr oförändrat.

Kvartalet i detalj

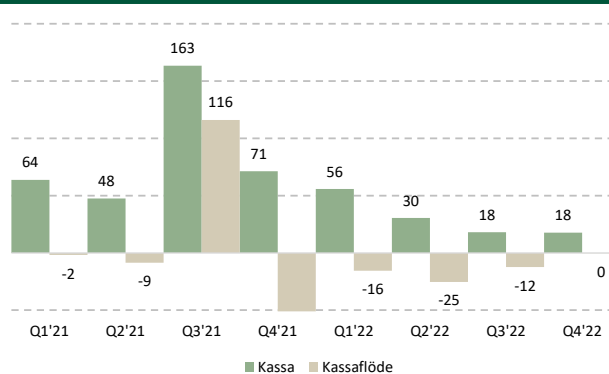
Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 12,4 mkr, vilket var i linje med bolagets tidigare vinstvarning och motsvarar en negativ tillväxt om -65%. Bolaget tyngs av fortsatta störningar i leverantörsled, en avvaktande inställning på den svenska marknaden till följd av det stundande IMY beslutet samt omräkningar av leveranser, vilket väntas ske efter årsskiftet. I samband med vinstvarningen meddelades att 12 mkr hade skjutits från Q4 in till 2023 och att orderboken vid årets utgång uppgick till 45 mkr som väntas levereras i närtid.

H2 utmanande givet leveranskapacitet



Källa: Bolaget

Kassaflöde och likviditet

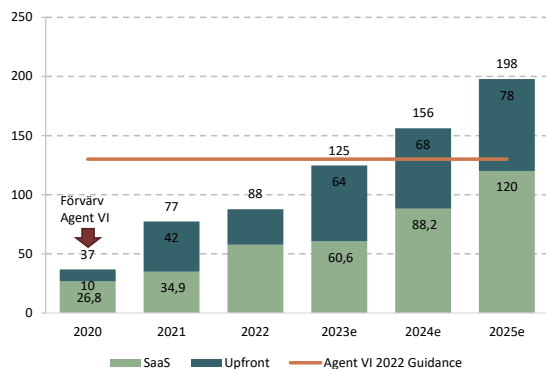


Källa: Bolaget

Estimatförändringar

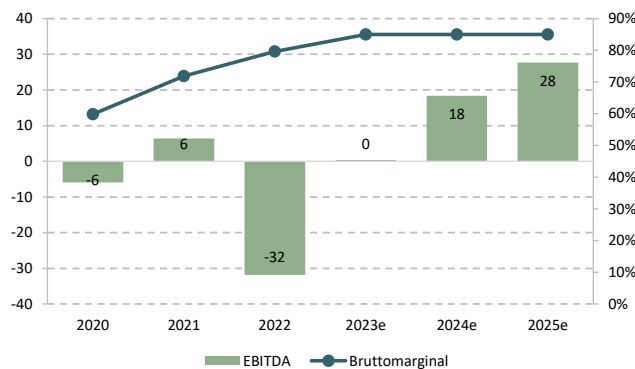
Vi sänker våra intäktsestimater med 14% 2023 och 11% 2024. På innevarande år räknar vi med att orderboken betas av succesivt och att MRR intäkterna kommer vara en bas för bolaget.

Agent Vi har inte levererat i den utsträckningen man trodde



Källa: EPB

Lönsamhet bör nås givet stark bruttomarginal i närtid



Källa: EPB

Värdering

Vi har valt att använda oss av följande ramverk för att värdera Irisity då bolaget i dagsläget befinner sig i ett utmanande finansiellt läge:

- IRR om 35%. Vi bedömer att givet de utmaningar bolaget står inför finansiellt och operationellt är ett avkastningskrav om 35% rättfärdigat. 35% anser vi både reflekterar den finansiella risken i dagsläget och de osäkerheter som finns kring IMY beslutet.
- Exitmultipel 2025 om 3.25x EV/Sales 2025. Denna multipel är lägre än vad många svenska mjukvarubolag handlas till i dagsläget. Detta anser vi reflekterar att förtroendet för bolaget i dagsläget är lågt givet hur de uttalanden som skedde i samband med Agent VI-förvärvet har exekverats.

Dessa två antagen ger ett värde om ca 8 kr per aktie. Trots estimatjusteringar och höjt avkastningskrav vill vi ändå understryka vår fortsatta tilltro till bolagets produkt, givet den tekniska validering man har fått ifrån bl.a. Axis och Mobotix och andra partners inom industrin, baserat på den prestanda vi har sett på produkterna och de exempelprojekt vi har sett ifrån G4S samt de kunder och projekt som Irisity har vunnit under de senaste åren. Vi söker nu klarhet i IMY-beslutet, en återgång till tidigare tillväxtnivåer i övrig verksamhet samt en bevisad förmåga att exekvera på underliggande marknadstillväxt och att därmed uppnå positiva kassaflöden.

Peers

Name	Share price (USD)	Share price perf.			M-cap (USD)	EV/S			EV/EBITDA		
		LTM	L6M	LTM		2023	2024	2025	2023	2024	2025
SignUp Software	7,8	nm	-15,5%	-9,0%	180	5,18	4,27	3,64	33,3	22,9	16,3
Carasent	1,6	-64,4%	-36,3%	-6,4%	128	2,50	2,11	1,77	12,5	7,2	5,1
SignUp Software	7,8	nm	-15,5%	-9,0%	180	5,18	4,27	3,64	33,3	22,9	16,3
Carasent	1,6	-64,4%	-36,3%	-6,4%	128	2,50	2,11	1,77	12,5	7,2	5,1
Avanza Bank Holding	25,6	-18,0%	43,4%	44,0%	4 080	10,86	10,33	9,78	nm	nm	nm
Nordnet	17,1	10,6%	33,8%	44,0%	4 374	9,62	9,35	8,99	nm	nm	nm
AVTECH Sweden	0,3	133,0%	49,4%	17,7%	18	6,44	5,60	nm	13,8	11,0	nm
Fortnox	5,6	4,9%	17,1%	37,4%	3 533	22,42	17,45	13,56	46,3	35,0	26,2
SmartCraft	1,8	-13,6%	10,8%	16,6%	309	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Kahoot	1,8	-69,1%	3,5%	-14,5%	915	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Lime Technologies	23,6	-33,3%	1,4%	20,3%	318	6,40	5,64	4,87	20,8	18,6	15,3
SimCorp	70,4	-39,9%	2,0%	17,0%	2 818	4,54	4,22	3,73	18,7	16,5	13,9
Admicom	44,0	-54,5%	-15,2%	-4,9%	219	5,90	5,42	4,88	15,3	14,0	12,2
Lemonsoft	8,5	nm	-30,4%	-22,3%	#N/A	5,19	4,76	4,37	17,5	14,9	13,2
Efecte	11,8	-22,5%	-2,2%	37,9%	75	2,74	2,38	2,03	171,3	35,7	18,8
FormPipe Software	2,3	-21,4%	-15,1%	4,3%	122	2,37	2,16	1,98	11,9	9,2	8,2
Vitec Software Group	44,2	-5,2%	-3,5%	33,0%	1 476	7,29	6,36	5,61	20,0	17,0	14,2
Karnov Group	5,2	1,3%	-9,6%	-2,7%	563	3,37	3,28	3,10	12,9	11,1	10,2
Litium	1,1	-39,1%	-15,1%	-0,4%	18	1,96	1,53	1,24	17,0	6,6	5,3
Bambuser	0,4	-79,5%	-21,6%	1,2%	84	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Upsales Technology	7,0	-9,6%	25,1%	13,5%	119	7,18	5,61	4,52	24,1	18,8	16,3
Checkin.com Group	3,7	-37,1%	28,8%	54,9%	109	9,02	5,06	2,86	32,8	15,0	8,7
Irisity	0,8	-87,4%	-51,2%	-38,2%	31	2,11	1,76	1,44	neg	neg	neg
Median						5,19	4,51	3,73	18,14	15,71	13,92
medel						6,20	5,38	4,68	30,09	16,80	13,10

Källa: Factset

Känslighetstabell

	X-WACC, Y EV/Sales 2025				
	25%	30%	35%	40%	45%
2,75	8,1	7,3	6,6	6,1	5,5
3	8,8	8,0	7,2	6,6	6,0
3,25	9,5	8,6	7,9	7,2	6,6
3,5	10,3	9,3	8,5	7,7	7,1
3,75	11,0	10,0	9,1	8,3	7,6

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	35	45	35	37	77	88	125	156	198
Övriga rörelseintäkter	0	0	16	13	16	34	32	32	32
Totala intäkter	35	45	52	50	93	121	157	188	230
Kostnad sålda varor	-8	-9	-13	-15	-22	-18	-19	-23	-30
Bruttoresultat	27	36	39	35	71	104	138	165	200
Övriga rörelsekostnader	-27	-44	-43	-41	-65	-135	-138	-146	-172
EBITDA	1	-8	-5	-6	6	-32	0	18	28
EBITDA, justerad	1	-8	-5	-6	6	-32	0	18	28
EBITA, justerad	1	-8	-5	-6	6	-32	0	18	28
EBIT	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-92	-66	-51
EBIT, justerad	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-92	-66	-51
Finansnetto	-1	-1	-1	0	-1	0	0	0	0
Resultat före skatt	-4	-14	-17	-20	-26	-147	-92	-66	-51
Resultat före skatt, justerad	-4	-14	-17	-20	-26	-147	-92	-66	-51
Total skatt	0	0	0	0	3	11	0	0	0
Nettoresultat	-4	-14	-18	-20	-24	-137	-92	-66	-51
Nettoresultat, justerad	-4	-14	-18	-20	-24	-137	-92	-66	-51
Intäktstillväxt	-	29%	14%	-4%	88%	30%	29%	20%	22%
Bruttomarginal	77,7%	79,4%	>100%	94,5%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,39	-1,73	-1,33
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Irisity, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-92	-66	-51
Övriga kassaflödesposter	4	6	12	13	5	116	58	51	45
Förändringar i rörelsekapital	-3	1	3	-5	-7	-10	4	3	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-2	-7	-2	-11	-27	-42	-30	-13	-7
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-11	-20	-18	-10	-90	-26	-32	-32	-32
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-11	-20	-18	-10	-90	-26	-32	-32	-32
Fritt kassaflöde	-14	-27	-20	-21	-118	-68	-62	-45	-39
Nyemission / återköp	0	54	27	47	124	-	-	-	0
Förändring av skulder	-	-	-	-	-	14	5	22	10
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	54	27	47	124	14	5	22	10
Kassaflöde	-14	26	8	25	6	-55	-57	-23	-29
Nettoskuld	8	-21	-34	-63	-62	8	37	50	57

Källa: Irisity, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	12	25	59	59	736	757	697	644	597
Materiella anläggningstillgångar	7	8	5	2	3	2	2	2	2
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	34	39	41	41	41
Summa anläggningstillgångar	19	33	64	61	772	797	740	687	641
Kundfordringar	8	9	6	8	40	19	19	27	31
Övriga omsättningstillgångar	37	3	2	4	15	30	30	30	30
Likvida medel och kortfristiga placeringar	6	32	40	65	71	18	-7	2	5
Summa omsättningstillgångar	51	44	48	77	127	66	42	59	65
SUMMA TILLGÅNGAR	69	77	112	138	899	863	782	746	706
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	36	47	87	118	762	739	646	577	524
Summa eget kapital	36	47	87	118	762	739	646	577	524
Långfristiga räntebärande skulder	8	6	3	1	9	21	26	48	58
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	77	65	68	68	68
Summa långfristiga skulder	8	6	3	1	85	86	94	116	126
Kortfristiga räntebärande skulder	6	5	3	1	1	4	4	4	4
Leverantörsskulder	4	4	4	4	12	5	10	20	23
Övriga kortfristiga skulder	16	14	14	14	38	29	29	29	29
Summa kortfristiga skulder	25	24	22	19	52	38	42	53	56
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	69	77	112	138	899	863	782	746	706

Källa: Irisity, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	29%	14%	-4%	88%	30%	29%	20%	22%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	51%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	77,7%	79,4%	>100%	94,5%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	0,3%	11,8%	14,0%
EBITDA-marginal, justerad	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	0,3%	11,8%	14,0%
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	2022	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	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	22%	19%	12%	17%	43%	16%	12%	14%	13%
Leverantörsskulder / KSV	46%	47%	34%	24%	57%	30%	51%	84%	77%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	45%	39%	34%	60%	25%	27%	31%	28%
Rörelsekapital / totala intäkter	72%	-16%	-19%	-12%	5%	12%	7%	4%	4%

Källa: Irisity, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	8	-21	-34	-63	-62	8	37	50	57
Soliditet	52%	61%	78%	85%	85%	86%	83%	77%	74%
Nettoskuld / EBITDA	10,5x	2,6x	6,9x	10,6x	-9,6x	-0,2x	94,7x	2,7x	2,1x

Källa: Irisity, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,39	-1,73	-1,33
EPS, justerad	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,39	-1,73	-1,33
FCF per aktie	-0,85	-1,56	-0,84	-0,82	-3,07	-1,78	-1,61	-1,16	-1,03
Eget kapital per aktie	2,27	2,67	3,77	4,56	19,9	19,3	16,9	15,1	13,7
Antal aktier vid årets slut, m	16,0	17,6	23,2	25,8	38,3	38,3	38,3	38,3	38,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,0	17,6	23,2	25,8	38,3	38,3	38,3	38,3	38,3

Källa: Irisity, EPB

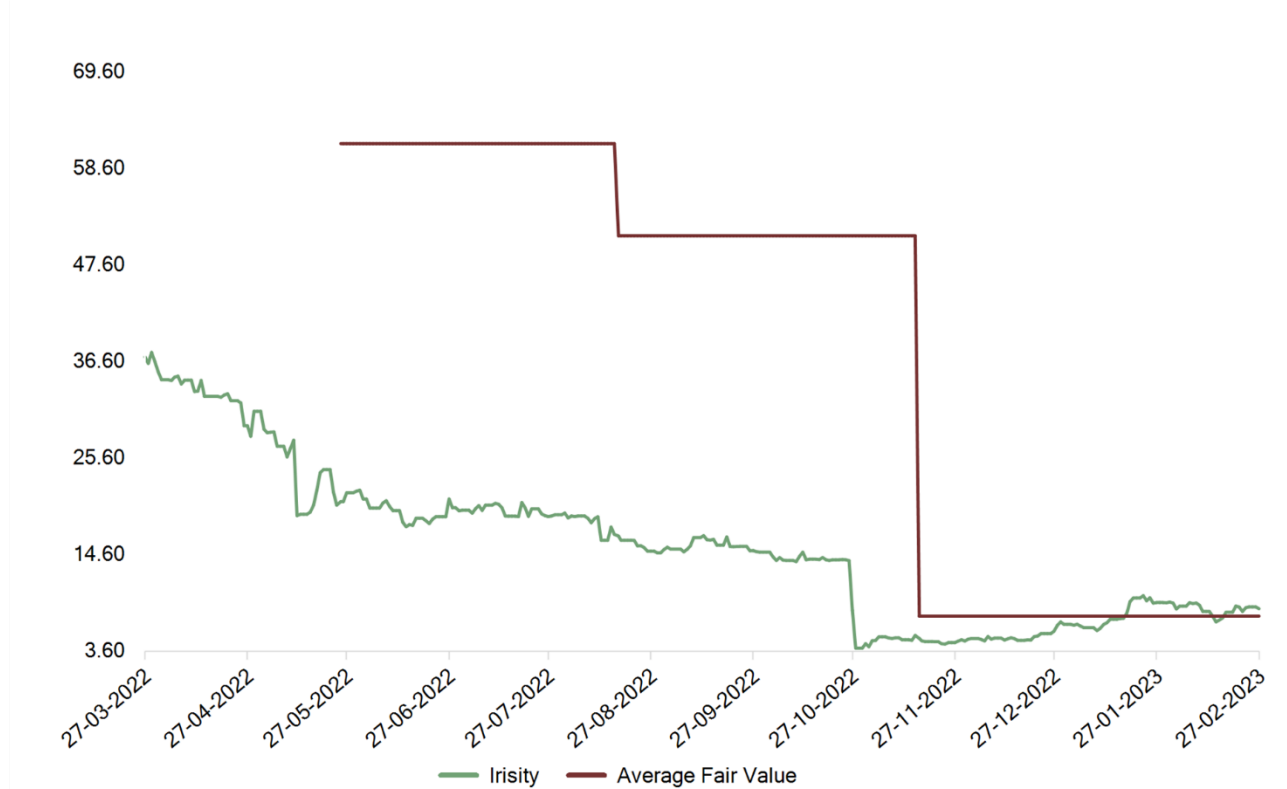
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	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	0,3x	0,5x	0,6x	0,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	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%	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	24,8x	2,2x	2,1x	1,8x	1,4x
EV/EBITDA, justerad	213,7x	Neg.	Neg.	Neg.	360,2x	Neg.	838,6x	17,9x	11,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	156	234	178	893	2 309	265	331	331	331
Aktiekurs	9,3	14,5	9,1	37,0	61,9	6,7	8,7	8,7	8,7

Källa: Irisity, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Irisity (IRIS SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

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 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 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