



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Service | Sverige | 01 mars 2023

Tempest Security

Se igenom de kortsiktiga utmaningarna

Arbetsbrist och höga sjukskrivningstal tynger kvartalet...

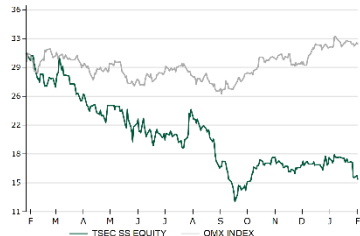
Drivet av förvärv ökade omsättningen med 14% i Q4 (2% organisk tillväxt) och omsättningen i årstakt fortsatte växa. Bevakning såg en generell förbättring på marknaden då hotell och restaurang samt event-näringarna fortsatte återhämta sig från pandemin. Resultatet tyngdes av post-pandemisk arbetsbrist, vilket i kombination med fortsatt höga sjukskrivningsnivåer resulterade i höga kostnader för overtid. Nya rutiner och arbetssätt har plockats fram för att hantera utmaningarna, men det finns en risk för att utmaningarna kommer att påverka även det första kvartalet.

...men marginaltrenden är fortsatt positiv

Även om resultatet tyngdes av högre personalkostnader är det viktigt att påpeka att marginaltrenden är fortsatt positiv. Initiativ för att återställa marginalnivåerna har påbörjats, den underliggande lönsamheten i Bevakning är fortsatt god och marginalen i Särskilda Tjänster fortsatte expandera. Bolaget känner sig fortfarande konfident att de kan nå 10% EBITDA-marginal 2025.

Lägre estimat, men långsiktig syn intakt

Med pressen på resultatet i Q4 går Tempest in i 2023 med lägre bas, vilket tynger estimaten. Den långsiktiga synen är dock intakt och vi behåller vårt motiverade värde oförändrat på 55-57 kr. Vi skulle vilja se en accelererad förvärvstakt och fortsatt tillväxt i USA. Vi bedömer att dessa två komponenter är nycklarna för att realisera de långsiktiga värdena vi ser i Tempest-aktien och vi anser att det är värt att se igenom de kortsiktiga utmaningarna.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	55 - 57 kr												
Totala intäkter	-3,0%	-3,4%	-3,9%	Totala intäkter	424	514	600	704	Aktiekurs	15,3 kr												
EBITDA, just.	-20,5%	-17,2%	-15,2%	Tillväxt	25%	21%	17%	17%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	-23,4%	-14,8%	-10,6%	EBITDA, just.	23	45	62	79	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	12	30	45	60														
Q1 - rapport		25 maj 2023		EPS, just.	1,1	2,0	3,1	4,3														
Q2 - rapport		24 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	76%	58%	36%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	7,5	9,4	12,4	16,5	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td>✓</td><td></td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td>✓</td><td></td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser		✓	Transaktioner 12m	✓	
	Yes	No																				
Likviditetsgarant	✓																					
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m	✓																					
Antal aktier		10m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde		160		EBIT-marginal	2,4%	5,8%	7,5%	8,6%														
Nettoskuld		24		ROE, just.	18,3%	23,6%	28,9%	29,6%														
EV		185		ROCE, just.	16,1%	22,8%	29,4%	31,7%														
Free float		38%		EV/Sales	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x														
Daglig handelsvolym, snitt		13k		EV/EBITDA	8,7x	4,1x	3,0x	2,3x														
Bloomberg Ticker		TSEC SS EQUITY		EV/EBIT	16,5x	6,2x	4,1x	3,0x														
Analytiker				P/E, just.	15,1x	7,7x	4,9x	3,6x														
Markus Almerud				P/EK	2,3x	1,6x	1,2x	0,9x														
markus.almerud@penser.se				FCF yield	4%	17%	23%	30%														
				Nettoskuld/EBITDA	1,1x	0,2x	-0,3x	-0,7x														

Investment case

En snabb omvandling av arbetsliv och samhälle i kombination med en stadig ökning av antalet anmälda brott i Sverige gör att rättsvårdande myndigheter inte förmår ge den trygghet och säkerhet som förväntas. Som en kompletterande och överlappande aktör blir därför säkerhetsbranschen en allt viktigare spelare. Säkerhetsbranschen som helhet beräknas växa med 7% per år i genomsnitt. Rådgivning växer snabbast medan Bevakning (inklusive Parkering) växer långsammast.

Tempest Security har som målsättning att växa till en miljard i omsättning med 10% EBITDA-marginal 2025, vilket innebär mer än en tredubbling från 300 mkr 2020. Tillväxten ska komma från en kombination av organisk tillväxt och förvärv – vi räknar med 400-450 mkr i förvärvad tillväxt de kommande tre till fem åren. Sedan målet sattes har Tempest etablerat verksamhet inom Särskilda Tjänster i USA och vi ser denna etablering som potentiellt transformativ för bolaget, med en estimerad omsättning på 250 mkr om tre till fem år och en EBITDA-marginal på runt 15%.

Enligt våra beräkningar reflekterar aktien varken förvärven fullt ut eller USA-etableringen. Även utan förvärv och innan vi adderat USA-etableringen, räknar vi med en fördubbling av omsättningen, men räknar med en marginal under 10% eftersom de koncerngemensamma kostnaderna tynger. Nyheter från USA-satsningen och ytterligare förvärv är kritiska för aktiens utveckling.

Bolagsprofil

Tempest Security är en helhetsleverantör av anpassade säkerhetslösningar. Bolaget har fyra verksamhetsområden:

- Bevakning som erbjuder traditionella bevakningstjänster
- Särskilda Tjänster som erbjuder tjänster som personskydd, bakgrundskontroller och utredningsverksamhet
- Teknik som erbjuder projektering och service av kameraövervakningssystem, larm- och passagesystem samt
- Övervakning som är Tempests larmcentral

Bolaget hade 425 mkr i omsättning 2022.

Värdering

En signifikant del av målet om en miljard i omsättning 2025 ska uppnås via förvärv (vi räknar med förvärv på 300-400 mkr). Vidare har bolaget etablerat Särskilda Tjänster i USA sedan målsättningarna sattes. Vi tror att etableringen kan vara transformativ och vår värdering måste även ta in detta. Vi använder därför SOTP som vår huvudvärderingsmetod. Då målen är satta på EBITDA använder vi EV/EBITDA på 2025e och nuvärdesberäknar värdena. Vi använder EV/EBITDA 8x för Bevakning, 9-10x för Särskilda Tjänster och 10x för de koncerngemensamma kostnaderna.

Motiverat värde

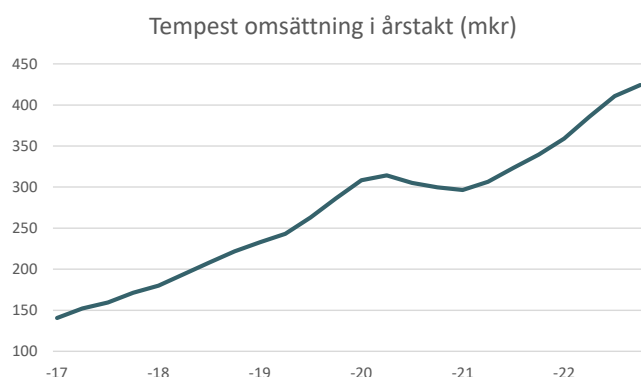
55-57 kr

Kvartalet i korthet

Drivet av förvärv ökade omsättningen med 14% i kvartalet och omsättningen i årstakt fortsatte växa (Diagram 1). Enligt våra beräkningar var den organiska tillväxten ca 2% och drevs primärt av Bevakning som såg en generell förbättring på marknaden då motsvarande period var drabbat av Covid-relaterade utmaningar inom hotell och restaurang samt inställda event. Den underliggande efterfrågan är fortsatt god och det förändrade säkerhetsläget ökar villigheten att köpa säkerhetstjänster.

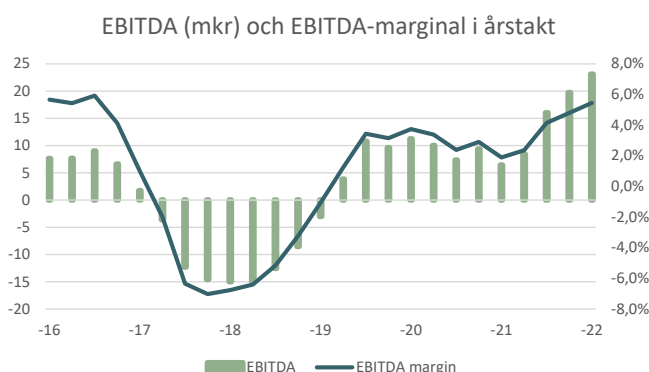
Under kvartalet drabbades Tempest, likt en stor del av säkerhets- och tjänstesektorn, av post-pandemisk arbetsbrist, vilket i kombination med fortsatt höga sjukskrivningsnivåer resulterade i höga kostnader för övertid. Nya rutiner och arbetssätt har plockats fram för att hantera utmaningarna, men det finns en risk för att utmaningarna kommer att påverka även det första kvartalet. Dock är det viktigt att påpeka att marginaltrenden är fortsatt positiv (Diagram 2), vilket är viktigt.

Diagram 1: Omsättningen fortsätter att öka...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...och EBITDA-trenden är fortsatt positiv

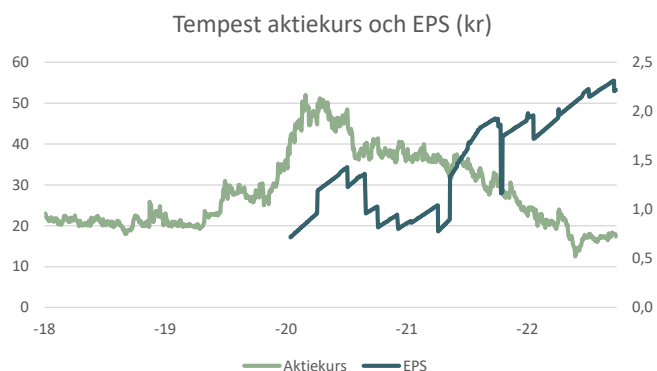


Källa: Bolaget, EPB

Värdering

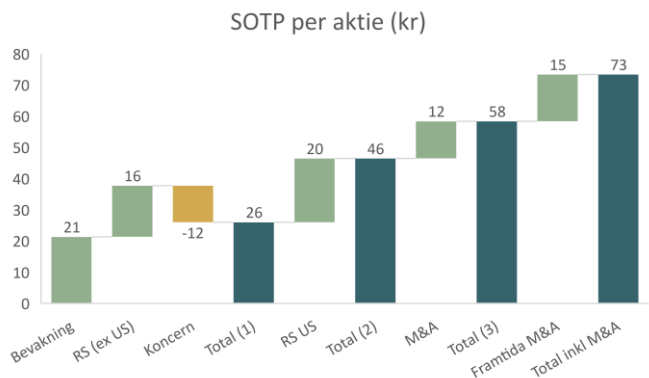
Trots att vinsttrenden har stigit kraftigt sedan mitten av 2021 har aktien sjunkit kraftigt (Diagram 3). Vi värderar de olika komponenterna separat för att kunna illustrera drivkrafterna på ett bra sätt, samt att det möjliggör ett synliggörande av möjligheterna. Vi värderar verksamheterna till 8-10x EBITDA och når ett värde på verksamheten, exklusive Särskilda Tjänster i USA, på 26 kr per aktie med redan gjord M&A på ytterligare 12 kr per aktie. Utöver detta ser vi ett värde på USA-satsningen på 20 kr samt ytterligare 15 kr i värde från förvärv som inte redan gjorts. Vi ser framtida förvärv som möjligt och totalt ser vi 58 kr i värde exklusive kommande M&A och 73 kr inklusive (Diagram 4). Vår DCF visar ett värde på 53 kr (Tabell 1-2).

Diagram 3: Divergensen mellan EPS och aktiekurs är fortsatt stor



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: Vår SOTP visar xx kr per aktie



Källa: Bolaget, EPB

Tabell 1: DCF - huvudantaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	344	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	231	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	8,0%
Företagsvärde (EV)	575	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	24	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-2,6%
Eget kapital	551			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	10,5				
Eget kapital per aktie	53				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighet

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		4,0%	6,0%	8,0%	10,0%	12,0%
13,0%	54	57	59	61	64	13,0%	38	49	59	69	79
13,5%	52	53	56	58	60	13,5%	36	46	56	65	75
WACC 14,0%	49	51	53	55	57	WACC 14,0%	35	44	53	61	70
14,5%	47	48	50	52	54	14,5%	33	42	50	58	66
15,0%	44	46	47	49	51	15,0%	32	40	47	55	63

Källa: EPB

Resultaträkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	171	222	286	300	340	424	514	600	704
Totala intäkter	171	222	286	300	340	424	514	600	704
Bruttoresultat	171	222	286	300	340	424	514	600	704
Övriga rörelsekostnader	-175	-238	-289	-288	-333	-401	-470	-538	-624
EBITDA	-3	-16	-3	13	-3	21	45	62	79
Jämförelsestörande poster	0	0	0	1	-10	-2	0	0	0
EBITDA, justerad	-3	-16	-3	11	6	23	45	62	79
Avskrivningar	-3	-9	-9	-9	-9	-11	-15	-17	-19
EBITA, justerad	-6	-25	-12	3	-3	12	30	45	60
EBIT	-6	-25	-12	4	-13	10	30	45	60
EBIT, justerad	-6	-25	-12	3	-3	12	30	45	60
Finansnetto	0	-1	-2	-1	-1	2	-3	-2	-2
Resultat före skatt	-6	-26	-13	3	-14	13	27	43	58
Resultat före skatt, justerad	-6	-26	-13	1	-4	15	27	43	58
Total skatt	1	0	1	-1	0	-3	-7	-10	-14
Minoritetsintressen	0	0	0	0	2	0	0	1	1
Nettoresultat	-5	-26	-13	1	-13	10	21	33	45
Nettoresultat, justerad	-5	-26	-13	0	-3	12	21	33	45
Intäkstillväxt	-	29%	29%	5%	13%	25%	21%	17%	17%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,9%	Neg.	2,9%	5,8%	7,5%	8,6%
EPS, justerad	-0,62	-2,88	-1,43	-0,02	-0,29	1,13	1,99	3,14	4,26
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	76%	58%	36%

Källa: Tempest Security, EPB

Kassaflödesanalys									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-6	-25	-12	4	-13	10	30	45	60
Övriga kassaflödesposter	3	7	7	4	12	4	5	4	2
Förändringar i rörelsekapital	10	6	3	7	5	-7	-3	-5	-6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	7	-13	-2	15	4	7	32	44	55
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-2	-3	0	-2	0	-3	-3	-3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	-1	0	-2	0	-1	-3	-3	-4
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-1	-3	-3	-2	-2	0	-5	-6	-7
Fritt kassaflöde	5	-16	-5	13	2	7	26	38	48
Förvärv och avyttringar	-3	-27	-2	-3	-31	-22	0	0	0
Nyemission / återköp	40	19	16	0	33	11	0	0	0
Förändring av skulder	-2	7	-13	-7	-8	-1	-6	0	0
Utdelningar	-6	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga poster	-4	-1	0	2	2	0	-10	-11	-12
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	24	-2	1	-9	-4	-12	-16	-11	-12
Kassaflöde	30	-18	-4	4	-2	-6	10	27	36
Nettoskuld	-47	3	6	4	9	24	7	-19	-56

Källa: Tempest Security, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	13	32	32	32	69	105	105	105	105
Övriga immateriella tillgångar	2	2	2	3	2	3	3	3	3
Materiella anläggningstillgångar	4	5	4	4	5	4	4	4	4
Övriga anläggningstillgångar	2	36	35	34	37	37	37	37	37
Summa anläggningstillgångar	21	75	73	72	113	148	148	148	148
Kundfordringar	27	27	39	30	49	57	67	78	91
Övriga omsättningstillgångar	6	12	10	14	8	9	10	11	13
Likvida medel och kortfristiga placeringar	47	29	25	29	27	21	32	58	95
Summa omsättningstillgångar	80	69	74	73	83	87	108	148	199
SUMMA TILLGÅNGAR	101	144	148	145	197	235	257	296	347
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	32	28	31	32	53	77	98	130	174
Minoritetsintressen	0	0	0	0	-1	1	0	0	-1
Summa eget kapital	32	28	31	32	51	78	98	130	172
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	0	6	0	0	0
Långfristiga leasingsskulder	0	27	25	26	27	26	26	26	26
Övriga långfristiga skulder	1	9	3	0	3	4	4	4	4
Summa långfristiga skulder	1	36	28	26	30	36	30	30	30
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	0	2	2	2	2
Leverantörsskulder	6	11	8	7	12	10	15	18	21
Kortfristiga leasingsskulder	0	5	6	7	9	11	11	11	11
Övriga kortfristiga skulder	62	64	75	73	94	97	100	106	111
Summa kortfristiga skulder	68	80	88	87	115	121	129	137	145
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	101	144	148	145	197	235	257	296	347

Källa: Tempest Security, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	29%	29%	5%	13%	25%	21%	17%	17%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	-43%	>100%	92%	38%	28%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	51%	34%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	76%	58%	36%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	4,2%	Neg.	5,0%	8,7%	10,3%	11,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	3,7%	1,9%	5,5%	8,7%	10,3%	11,3%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	1,3%	Neg.	2,4%	5,8%	7,5%	8,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,9%	Neg.	2,9%	5,8%	7,5%	8,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,8%	4,0%	5,5%	6,4%

Källa: Tempest Security, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18%	24%	29%	30%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	4%	Neg.	16%	23%	29%	32%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	7%	Neg.	15%	29%	42%	53%

Källa: Tempest Security, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	0%	-	-	-	-	-	-	-	-
Kundfordringar / totala intäkter	16%	12%	14%	10%	14%	13%	13%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	39%	34%	31%	30%	34%	30%	27%	25%	23%
Rörelsekapital / totala intäkter	-21%	-16%	-12%	-12%	-15%	-10%	-8%	-6%	-4%
Kapitalomsättningshastighet	5,3x	3,7x	4,6x	4,6x	3,9x	3,4x	3,8x	3,6x	3,3x

Källa: Tempest Security, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-47	3	6	4	9	24	7	-19	-56
Soliditet	32%	19%	21%	22%	26%	33%	38%	44%	50%
Nettoskultsättningsgrad	-1,5x	0,1x	0,2x	0,1x	0,2x	0,3x	0,1x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	14,9x	-0,2x	-2,0x	0,3x	-2,7x	1,1x	0,2x	-0,3x	-0,7x

Källa: Tempest Security, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,62	-2,88	-1,43	0,14	-1,29	0,94	1,99	3,14	4,26
EPS, justerad	-0,62	-2,88	-1,43	-0,02	-0,29	1,13	1,99	3,14	4,26
FCF per aktie	0,60	-1,79	-0,55	1,43	0,17	0,63	2,53	3,59	4,60
Eget kapital per aktie	3,61	3,12	3,50	3,58	5,26	7,46	9,36	12,4	16,5
Antal aktier vid årets slut, m	8,89	8,89	8,89	8,89	9,77	10,5	10,5	10,5	10,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	8,89	8,89	8,89	8,89	9,77	10,5	10,5	10,5	10,5

Källa: Tempest Security, EPB

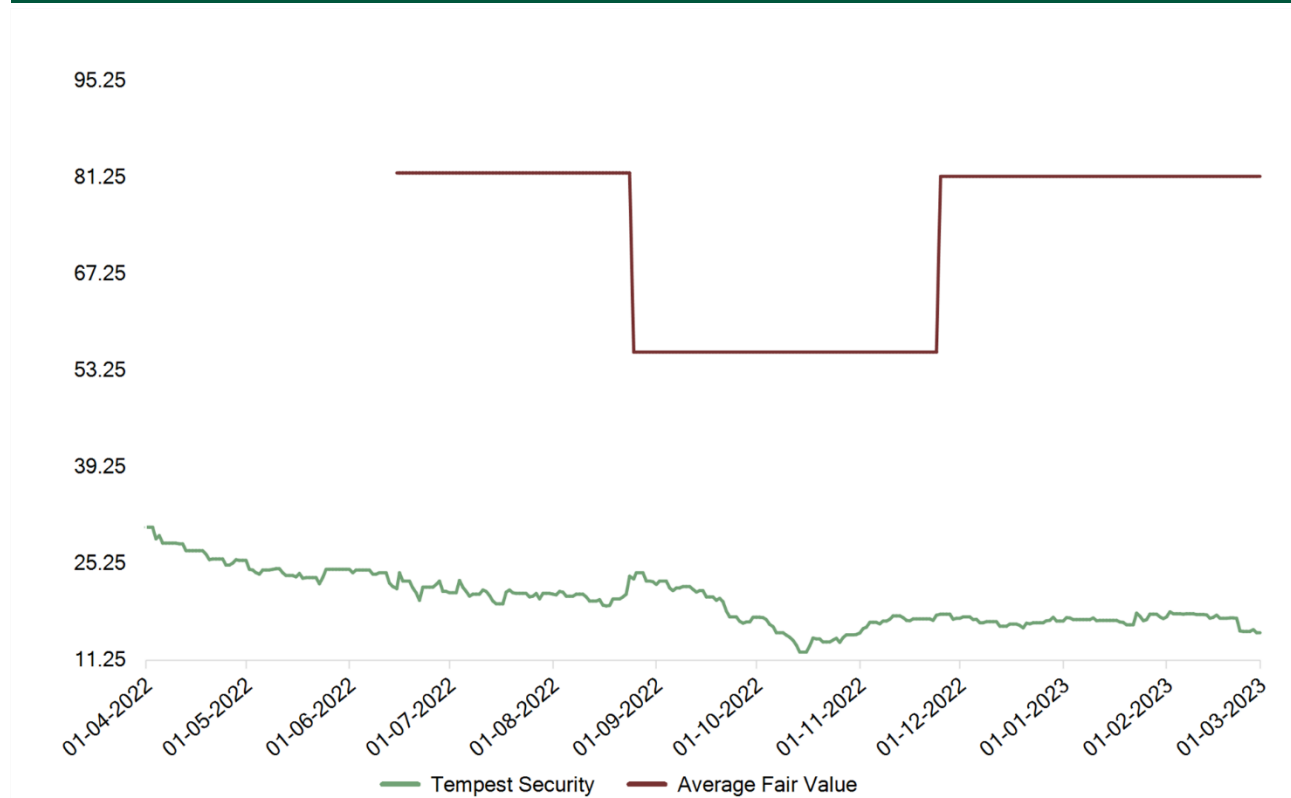
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,1x	7,7x	4,9x	3,6x
P/EK	4,8x	6,8x	8,6x	10,5x	6,5x	2,3x	1,6x	1,2x	0,9x
P/FCF	28,9x	Neg.	Neg.	26,2x	202,4x	27,1x	6,1x	4,3x	3,3x
FCF-yield	3%	Neg.	Neg.	4%	0%	4%	17%	23%	30%
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	0,6x	0,9x	1,0x	1,1x	1,0x	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	30,0x	53,0x	8,7x	4,1x	3,0x	2,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	130,5x	Neg.	16,5x	6,2x	4,1x	3,0x
EV	108	191	273	337	341	203	185	184	183
Aktiekurs	17,4	21,2	30,0	37,5	34,1	17,0	15,3	15,3	15,3

Källa: Tempest Security, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Tempest Security (TSEC 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