



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 20 mars 2023

ScandiDos

Omsättningen växer i Q3

Omsättningen växer i Q3

Nettoomsättningen för Q3 uppgick till 16,4 mkr (15,5 mkr) motsvarande en tillväxt y/y om 6%. Marknadsmässigt var efterfrågan i Asien god, samtidigt som bolaget ser vissa utmaningar i Europa och Nordamerika. ScandiDos har accelererat antalet försäljningsaktiviteter och genomfört event i USA, Asien och Europa i kvartalet. Omsättningen var 1,4 mkr under våra prognoser om 17,8 mkr, men givet den kvartalsmässiga volatiliteten i intjäningen tycker vi ändå att tillväxtsiffrorna är goda.

EBITDA i stort oförändrad

Bruttomarginalen i Q3 var 79% (78%). EBITDA i Q3 var -0,1 mkr (0,1 mkr), vilket förklaras av några delar av OPEX, bland annat personalkostnader, som ökar y/y. Kassaflödet från den löpande verksamheten i Q3 uppgick till 0,1 mkr (-3,8 mkr).

Justeringar efter kvartalet

Efter Q3 gör vi mindre justeringar av omsättningsprognoserna, men vi gör inga justeringar av tillväxttakten för 23/24 – 2024/25e. Vi ser ett oförändrat motiverat värde om 3,20 – 3,30 kr per aktie.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	23e	24e	25e		21/22	22/23e	23/24e	24/25e	
Totala intäkter	-2%	-2%	-2%	Totala intäkter	61 904	67 456	76 451	83 816	Aktiekurs
EBITDA, just.	N/M	-5%	-5%	Tillväxt	-7%	9%	13%	10%	3,2 – 3,3 kr
EPS, just.	N/M	-10%	-7%	EBITDA, just.	-3 039	-3 949	9 428	11 705	Motiverat värde
				EBIT, just.	-7 618	-10 378	4 524	7 237	1,9 kr
				EPS, just.	-0,2	-0,2	0,1	0,2	Riskenivå
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	60%	Medium
				EK/aktie	0,9	0,8	0,9	1,1	
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	6,2%	9,0%	
				ROE, just.	Neg.	Neg.	11,2%	15,9%	
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	11,2%	15,9%	
				EV/Sales	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x	
				EV/EBITDA	-	-	8,9x	7,1x	
				EV/EBIT	-	-	18,5x	11,5x	
				P/E, just.	-	-	19,0x	11,9x	
				P/EK	2,5x	2,2x	2,0x	1,8x	
				FCF yield	-	-	5%	4%	
				Nettoskuld/EBITDA	2,1x	1,9x	-1,3x	-1,3x	
Kommande händelser				Kursutveckling 12 mån				Intressekonflikter	
Q4 - rapport				15 juni 2023					
Bolagsfakta (mkr)									
Antal aktier				45 609m					
Börsvärde				85 973					
Nettoskuld				(2 485)					
EV				83 488					
Free float				73%					
Daglig handelsvolym, snitt				74k					
Bloomberg Ticker				SDOS SS EQUITY					
Analytiker									
Hjalmar Jernstrom									
hjalmar.jernstrom@penser.se									

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m		✓

Investment case

ScandiDos erbjuder kvalitetssäkring av avancerad strålterapi av cancer. Marknaden för strålterapi förväntas av marknadsbedömare växa med 70% de kommande två decennierna. En stark marknadstillväxt kombinerat med ScandiDos breda produkterbudande skapar förutsättningar för stark ihållande tillväxt.

Antalet nya fall förväntas öka med 70% under de kommande två decennierna, vilket visar på ett stort behov av avancerad cancervård. Bidragande faktorer till att antalet cancerfall ökar är den ökade livslängden samt att diagnostiken har förbättrats. Detta leder till att fler cancerfall upptäcks, oftare i ett tidigt skede, vilket förbättrar möjligheterna till överlevnad. De viktigaste metoderna idag för cancerbehandling är kirurgi, strålbehandling och cellgiftsbehandling. En cancerpatient behandlas ofta med en kombination av dessa metoder. Enligt International Atomic Energy Agency (IAEA) finns i dagsläget ca 8 000 strålterapikliniker och ca 11 000 linjäracceleratorer i världen. Detta leder till att marknaden som ScandiDos verkar på står inför en tillväxtresa de kommande åren. Samtidigt understryker Elekta att det globalt råder en omfattande brist av linjäracceleratorer, vilket ytterligare kommer vara drivande för tillväxt.

Bolagsprofil

ScandiDos erbjuder kvalitetssäkring av avancerad strålterapi av cancer. Bolaget opererar på en marknad med stark strukturell tillväxt, och har ett attraktivt produkterbudande och lukrativa samarbetsavtal med Elekta och Varian, som tillsammans äger ca 90 % av marknaden. Under 2021/22 omsatte bolaget 38% i Asien, 48% Europa och 14% i Nordamerika.

Värdering

Vi värderar ScandiDos med en DCF-modell med ett tioårigt prognosfönster. Centrala antaganden i vår värdering inkluderar en omsättningstillväxt 2024/25 om 10%, som gradvis avtar för att uppgå till 1% bortom vårt prognosfönster. Vi diskonterar kassaflöden med en kapitalkostnad (WACC) om 14%. Långsiktiga CAPEX-nivåer bedöms vara ca 5% av omsättningen. Vi värderar även bolaget med en multipelvärdering som baseras på en målmultipel på rörelseresultatet för 2024/25e. Jämförelsebolagen utgörs av bolag inom medicinteknik eller bolag med liknande marknads- eller kundexponering. Vår DCF-modell motiverar ett värde om 3,3 kr per aktie (3,4 kr per aktie), samtidigt som multipelvärderingen ger ett värde om 2,8 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 3,20 - 3,30 (oförändrat).

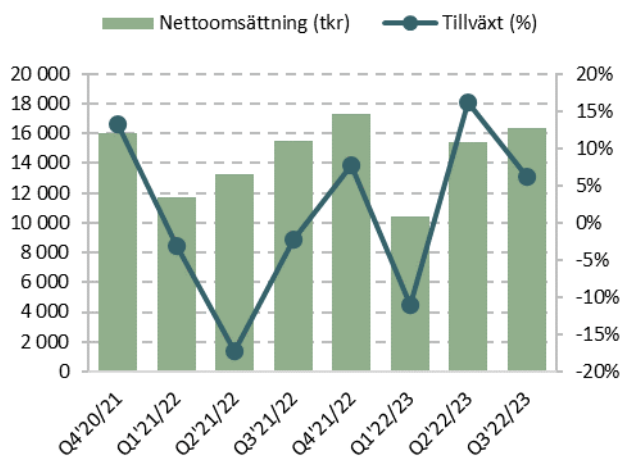
Kvartalet i detalj

ScandiDos redovisar omsättning för Q3 2022/23 som uppgick till 16,4 mkr (15,5 mkr) motsvarande en tillväxt y/y om ca 6%. Drivare av tillväxten var högre volymer, men kunder valde generellt färre optioner i kvartalet. Både eftermarknadssidan och Asien gick starkt i kvartalet, men bolaget ser vissa utmaningar i Europa och Nordamerika. Sedan lansering har Delta4 Insight installerats för testning hos ett antal kliniker i åtta olika länder. ScandiDos förväntar sig att flera av dessa ska konverteras till intäkter.

Bruttomarginalen i kvartalet var 79% (78%). EBITDA i kvartalet var -0,1 mkr (0,1 mkr) drivet av ökat rörelsekostnader. Bland annat har ScandiDos högre personalkostnader men även kostnader relaterade till certifieringsarbete inom MDR (Medical Device Regulation), ett arbete som bolaget drivit och som accelererades under kvartalet.

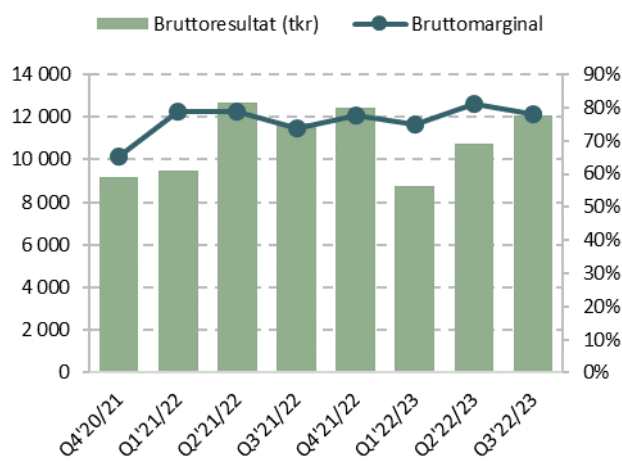
Vi tycker överlag att tilltagande volymer är positivt, och bedömer även att det är positivt med en uppdatering kring Delta4 Insight och den pågående kommersialiseringen. Resultaträkningen hade inga större överraskningar på kostnadssidan. ScandiDos kassa uppgick till 2,5 mkr exklusive checkkredit om 8 mkr.

Diagram 1: Omsättning och tillväxt



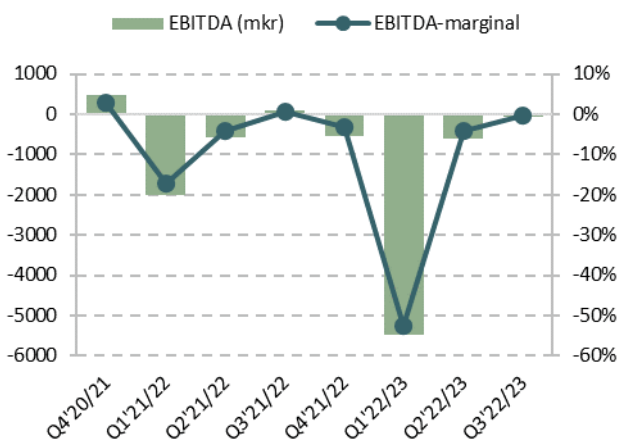
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: Bruttoresultat och marginal



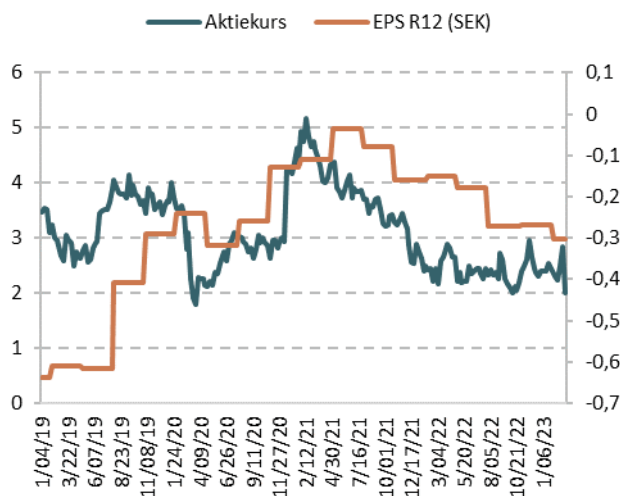
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 3: EBITDA och marginal



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 4: Aktiekurs och EPS



Källa: Factset

Estimatförändringar

Vi gör endast marginella justeringar av våra prognoser efter Q3-rapporten. Vi justerar primärt omsättningsprognoserna för att reflektera utfallet i kvartalet. För kommande två år gör vi inga justeringar av våra tillväxtförväntningar. Sammantaget justerar vi intäktestimaten med -2% för 2023/24 och 2024/25. Vi justerar EBITDA-prognoser för 2023/24 och 2024/25 med -5%.

Värdering

Vi värderar ScandiDos med en DCF-modell. Vi applicerar en riskfri ränta om 2,5%. Vidare bedömer vi att ScandiDos har ett attraktivt produkterbjudande, och att den adresserbara marknaden är mycket stor och snabbväxande. Produkter för kvalitetssäkring av stråleterapi kräver stora investeringar, vilket medför inträdesbarriärer i marknaden. Samtidigt har bolaget en historik där intäkterna historiskt varit volatila och under perioder växt långsammare än marknaden. Sammantaget applicerar vi en WACC om 14%.

Till andra antaganden hör en långsiktig tillväxt om 1%. Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Modellen indikerar ett motiverat värde om ca 3,30 kr per aktie (3,40).

Valuation output		WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	85 687	Risk free nominal rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	61 729	Risk premium	5,5%
Enterprise value	147 416	Extra risk premium	6,0%
Latest net debt	-2 485	Beta	1,0
Minority interests & other	0	Cost of equity	14,0%
Equity value	149 901	Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)	45,6	Tax rate	22%
Equity value per share (SEK)	3,3	Target debt/(debt + equity)	0%
		WACC	14,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1,0%
Long term EBIT margin	20,0%
Depreciation (% of sales)	5,0%
Capex (% of sales)	5,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Nedan sammanfattas känslighetsanalysen.

Sensitivity analysis						
Long-term growth rate						
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	13,0%	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9
	13,5%	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7
	14,0%	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5
	14,5%	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3
	15,0%	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2
Long-term EBIT margin						
		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
WACC	13,0%	3,0	3,3	3,6	4,0	4,3
	13,5%	2,8	3,1	3,5	3,8	4,1
	14,0%	2,7	3,0	3,3	3,6	3,9
	14,5%	2,6	2,9	3,1	3,4	3,7
	15,0%	2,5	2,7	3,0	3,3	3,5

Källa: EPB

Nedan sammanfattas vår relativvärdering. Vi applicerar en målmultipel om 17x för EBIT 2024/25e. Multipeln är något högre än jämförelsegruppens (17x på 2024e) och motiveras av högre tillväxt och avsevärt högre bruttomarginal. Nedan sammanfattas multipelvärderingen. Sammantaget genererar vår multipelvärdering ett motiverat värde om 2,80 kr per aktie (2,80 per aktie). Vår DCF-modell tillsammans med multipelvärderingen ger sammantaget ett motiverat värde om 3,20 - 3,30 kr per aktie (oförändrat).

Tabell 1: Multipelvärdering	
Nettoskuld	(2 485)
Multipel (2024/25x EBIT)	17
Bolagsvärde	123 029
Minus nettoskuld	(2 485)
Värde justerat för nettoskuld	125 514
Motiverat värde per aktie	2,8

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Resultaträkning									
	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e
Nettoomsättning	33 576	47 408	50 570	48 824	57 271	59 990	57 684	62 948	72 851
Övriga rörelseintäkter	3 846	4 346	4 476	3 384	3 595	6 228	4 220	4 508	3 600
Totala intäkter	37 422	51 754	55 046	52 208	60 866	66 218	61 904	67 456	76 451
Kostnad sålda varor	-8 970	-11 806	-13 845	-12 021	-14 752	-13 664	-13 311	-13 790	-16 391
Bruttoresultat	28 452	39 948	41 201	40 187	46 114	52 554	48 593	53 666	60 059
Försäljningskostnader	-26 584	-28 246	-27 626	-29 176	-32 173	-33 761	-34 991	-37 458	-33 511
Övriga rörelsekostnader	-14 057	-19 262	-20 729	-24 095	-22 388	-14 668	-16 641	-20 158	-17 120
EBITDA	-12 189	-7 560	-7 154	-13 084	-8 447	4 125	-3 039	-3 949	9 428
EBITDA, justerad	-12 189	-7 560	-7 154	-13 084	-8 447	4 125	-3 039	-3 949	9 428
Avskrivningar	-217	-149	-73	-33	-34	-47	-150	-52	-52
EBITA, justerad	-12 406	-7 709	-7 227	-13 117	-8 481	4 078	-3 189	-4 001	9 376
Amortering	-1 115	-4 428	-4 428	-4 429	-4 430	-4 429	-4 429	-6 377	-4 852
EBIT	-13 521	-12 137	-11 655	-17 546	-12 911	-351	-7 618	-10 378	4 524
EBIT, justerad	-13 521	-12 137	-11 655	-17 546	-12 911	-351	-7 618	-10 378	4 524
Finansnetto	-484	-508	334	13	-223	-1 481	281	0	0
Resultat före skatt	-14 005	-12 645	-11 321	-17 533	-13 134	-1 832	-7 337	-10 378	4 524
Resultat före skatt, justerad	-14 005	-12 645	-11 321	-17 533	-13 134	-1 832	-7 337	-10 378	4 524
Total skatt	-237	-73	-244	-228	-17	433	0	0	0
Nettoresultat	-14 242	-12 718	-11 565	-17 761	-13 151	-1 399	-7 337	-10 378	4 524
Nettoresultat, justerad	-14 242	-12 718	-11 565	-17 761	-13 151	-1 399	-7 337	-10 378	4 524
Intäktstillväxt	-	38%	6%	-5%	17%	9%	-7%	9%	13%
Bruttomarginal	84,7%	84,3%	81,5%	82,3%	80,5%	87,6%	84,2%	85,3%	82,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,2%
EPS, justerad	-	-0,58	-0,42	-0,61	-0,37	-0,03	-0,18	-0,24	0,10
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: ScandiDos, EPB

Kassaflödesanalys									
	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e
EBIT	-13 521	-12 137	-11 655	-17 546	-12 911	-351	-7 618	-10 378	4 524
Övriga kassaflödesposter	1 236	4 465	4 698	4 066	4 224	3 427	4 877	6 106	4 027
Förändringar i rörelsekapital	-	-4 549	-2 210	165	3 023	5 562	5 132	-2 696	283
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-12 285	-12 221	-9 167	-13 315	-5 664	8 638	2 391	-6 968	8 834
Investeringar i anläggningstillgångar	-	-22	-54	-22	-84	-92	-66	-66	-67
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-	-2 458	-3 537	-8 570	-4 051	-4 463	-4 640	-4 000	-4 160
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-	0	-150	-234	0	-70	-60	-62	-64
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-	-2 480	-3 741	-8 826	-4 135	-4 625	-4 766	-4 128	-4 291
Fritt kassaflöde	-12 285	-14 701	-12 908	-22 141	-9 799	4 013	-2 375	-11 096	4 543
Nyemission / återköp	-	25 014	14 538	0	30 787	0	0	12 196	0
Förändring av skulder	-	-6 814	-473	15 233	-16 098	-1 662	-83	0	0
Övriga poster	-	0	100	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-	18 200	14 165	15 233	14 689	-1 662	-83	12 196	0
Kassaflöde	-12 285	3 499	1 257	-6 908	4 890	2 351	-2 458	1 100	4 543
Nettoskuld	0	-5 184	-6 469	15 857	-5 175	-8 920	-6 241	-7 341	-11 884

Källa: ScandiDos, EPB

Balansräkning

	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	31 558	29 594	28 700	32 848	32 469	32 499	30 077	27 700	27 008
Materiella anläggningstillgångar	251	153	134	123	173	218	220	234	249
Finansiella anläggningstillgångar	11	9	159	393	394	462	523	585	648
Summa anläggningstillgångar	-	29 756	28 993	33 364	33 036	33 179	30 820	28 519	27 906
Varulager	-	14 893	15 628	18 270	20 450	20 538	19 607	21 402	21 855
Kundfordringar	-	8 130	10 560	13 734	8 721	12 197	6 890	9 442	10 928
Övriga omsättningstillgångar	-	2 440	1 865	1 833	1 872	2 251	2 628	2 203	2 550
Likvida medel och kortfristiga placeringar	-	8 267	9 079	1 986	6 920	9 003	6 241	7 341	11 884
Summa omsättningstillgångar	0	33 730	37 132	35 823	37 963	43 989	35 366	40 389	47 217
SUMMA TILLGÅNGAR	-	63 486	66 125	69 187	70 999	77 168	66 186	68 908	75 122
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	-	44 003	46 579	28 618	46 258	45 180	37 198	38 693	42 340
Summa eget kapital	0	44 003	46 579	28 618	46 258	45 180	37 198	38 693	42 340
Långfristiga räntebärande skulder	-	2 083	1 083	1 243	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	0	2 083	1 083	1 243	0	0	0	0	0
Kortfristiga räntebärande skulder	-	1 000	1 527	16 600	1 745	83	0	0	0
Leverantörsskulder	-	1 584	1 700	1 875	2 441	2 864	2 810	3 147	3 643
Övriga kortfristiga skulder	-	14 816	15 237	20 851	20 555	29 036	26 178	27 068	29 140
Summa kortfristiga skulder	0	17 400	18 464	39 326	24 741	31 983	28 988	30 215	32 783
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	0	63 486	66 126	69 187	70 999	77 163	66 186	68 908	75 122

Källa: ScandiDos, EPB

Tillväxt och marginaler

	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e
Intäkstillväxt	-	38%	6%	-5%	17%	9%	-7%	9%	13%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
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	84,7%	84,3%	81,5%	82,3%	80,5%	87,6%	84,2%	85,3%	82,4%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,9%	Neg.	Neg.	12,9%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,9%	Neg.	Neg.	12,9%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,2%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,2%

Källa: ScandiDos, EPB

Avkastning

	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15%

Källa: ScandiDos, EPB

Kapitaleffektivitet

	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e
Varulager / totala intäkter	-	29%	28%	35%	34%	31%	32%	32%	29%
Kundfordringar / totala intäkter	-	16%	19%	26%	14%	18%	11%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	-	13%	12%	16%	17%	21%	21%	23%	22%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	-	29%	30%	60%	36%	52%	45%	42%	49%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	18%	20%	21%	13%	5%	0%	4%	3%
Kapitalomsättningshastighet	-	1,1x	1,1x	1,1x	1,3x	1,5x	1,7x	1,7x	1,8x

Källa: ScandiDos, EPB

Finansiell ställning

	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e
Nettoskuld	0	-5 184	-6 469	15 857	-5 175	-8 920	-6 241	-7 341	-11 884
Soliditet	-	69%	70%	41%	65%	59%	56%	56%	56%
Nettoskuld / EBITDA	0,0x	0,7x	0,9x	-1,2x	0,6x	-2,2x	2,1x	1,9x	-1,3x

Källa: ScandiDos, EPB

Aktiedata

	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e
EPS	-	-0,58	-0,42	-0,61	-0,37	-0,03	-0,18	-0,24	0,10
EPS, justerad	-	-0,58	-0,42	-0,61	-0,37	-0,03	-0,18	-0,24	0,10
FCF per aktie	-	-0,68	-0,47	-0,77	-0,28	0,10	-0,06	-0,25	0,10
Eget kapital per aktie	-	1,72	1,61	0,99	1,11	1,09	0,90	0,85	0,93
Antal aktier vid årets slut, m	-	25 549	28 900	28 900	41 559	41 559	41 459	45 609	45 609
Antal aktier efter utspädning, snitt	-	21 753	27 225	28 900	35 229	41 559	41 509	43 534	45 609

Källa: ScandiDos, EPB

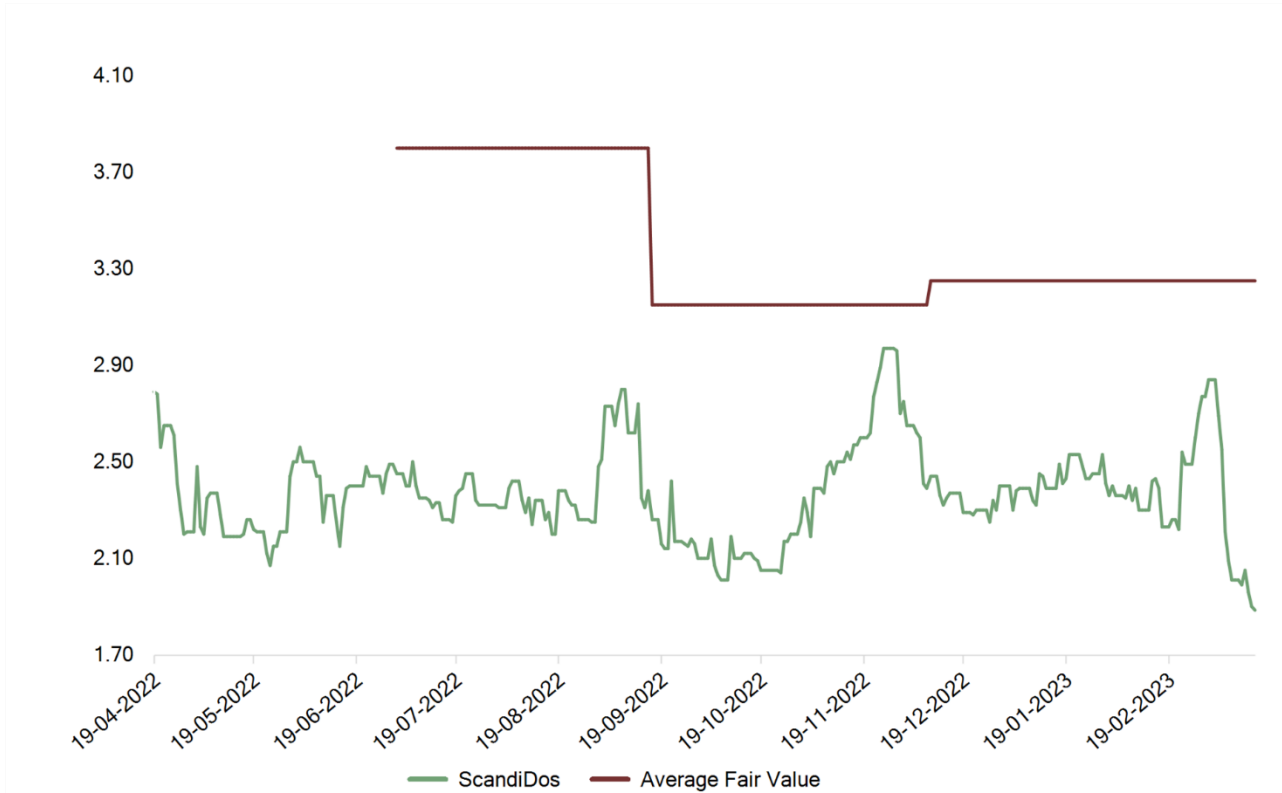
Värdering

	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	19,0x
P/EK	Neg.	3,0x	3,2x	2,7x	1,9x	4,0x	2,5x	2,2x	2,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	45,0x	Neg.	Neg.	18,9x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%	Neg.	Neg.	5%
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%
EV/Sales	0,0x	2,4x	2,6x	1,8x	1,4x	2,6x	1,4x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	0,0x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	41,6x	Neg.	Neg.	8,9x
EV/EBIT, justerad	0,0x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,5x
EV	0	124 733	144 268	93 162	82 718	171 426	85 383	83 488	83 488
Aktiekurs	5,4	5,2	5,2	2,7	2,1	4,4	2,2	1,9	1,9

Källa: ScandiDos, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

ScandiDos (SDOS 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