



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Kommunikation | Sverige | 21 mars 2023

Talkpool

In i 2023 med fokus på marginaler och kassaflöden

Växer starkt och kommunicerar lönsamhetsfokus

Talkpool redovisar intäkter för Q4 om EUR 6,8m (6,6m) motsvarande en tillväxt om ca 3%. De stärkta intäkterna kommer trots att Talkpool avyttrade verksamheten i Nederländerna, och att man riktat bort fokus från sekundära marknader. Tyskland, som är en stark tillväxtmarknad med goda marginaler, hade en omsättning om ca EUR 0,9m. Intäkterna var ca 1% över våra estimat om 6,7m. Talkpool har nyligen kommunicerat att man i det medellånga perspektivet fokusera på starka marginaler och kassaflöden, genom fortsatta kostnadsreduktioner. Trots detta är dock bolaget enligt vår bedömning positionerat för att fortsätta växa i attraktiva segment såsom Tyskland.

Avslutar transformativt 2022

Talkpool avslutade 2022 med stark lönsamhet. Bruttomarginalen stärktes y/y och uppgick till 32% i Q4 (24%). För helåret 2022 uppgick bruttomarginalen till 25,8% (23,5%), drivet av höga bruttomarginaler i attraktiva marknader såsom Sverige och Tyskland. EBITDA stärktes y/y och uppgick till EUR 0,5m (0,3m) motsvarande en EBITDA-marginal om 8% (4%). Talkpool förbättrade dessutom balansräkningen under 2022, genom att bl.a. i Q4 betala tillbaka återstående delar av obligationslånet om 24 mkr. Vi bedömer att man genom detta kommer att kraftigt reducera räntekostnaderna och förbättra den finansiella profilen. Vi anser att fokuset med att reducera skuldsättningen och förbättra marginalerna är en god medellång strategi, och att Talkpools tydliga och omfattande arbete bör synas i värderingen framöver.

Förbättrade utsikter

Vi bedömer att Talkpool står väl förberett för 2023. Vi justerar dock våra estimat för att reflektera transaktioner som bolaget gjort under Q4, primärt avyttringen av delar av ägandet i Sverige. Vi ser ett oförändrat motiverat värde om 9 – 10 kr per aktie.

Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk		
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	9 - 10 kr	
Totala intäkter	-12,0%	-12,0%	-	25	21	22	24	Aktiekurs	4,8 kr	
EBITDA, just.	-20,0%	-18,0%	-	2%	-17%	6%	6%	Riskenivå	Medium	
EPS, just.	-18,0%	-17,0%	-	1	1	2	3	Kursutveckling 12 mån 		
Kommande händelser				EBIT, just.	1	1	2			2
Q1 - rapport		26 maj 2023		EPS, just.	0,1	0,1	0,2			0,2
Q2 - rapport		31 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	-36%	63%			49%
Bolagsfakta (m€)				EK/aktie	-	-	0,1			0,3
Antal aktier		6,8m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0			0,0
Börsvärde		3		EBIT-marginal	2,2%	5,1%	7,6%			10,0%
Nettoskuld		(3)		ROE, just.	Neg.	Neg.	>100%			>100%
EV		0		ROCE, just.	14,0%	28,7%	37,9%			41,9%
Free float		53%		EV/Sales	0,2x	0,0x	0,0x			0,0x
Daglig handelsvolym, snitt		8k		EV/EBITDA	6,3x	0,1x	0,0x	0,0x		
Bloomberg Ticker		TALK SS EQUITY		EV/EBIT	10,2x	0,1x	0,1x	0,0x		
Analytiker				P/E, just.	2,7x	4,5x	2,7x	1,8x		
Hjalmar Jernström				P/EK	-	-	4,4x	1,3x		
hjalmar.jernstrom@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	3,2x	0,7x	0,0x	-0,6x		
								Intressekonflikter		
								Yes	No	
								Likviditetsgarant	✓	
								Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m	✓	

Investment case

Talkpool har de senaste åren ställt om strategiskt till att fokusera på lönsamma tillväxtmarknader, vilket bl.a. tydliggjorts genom den starka utvecklingen i Tyskland. Utöver det fokuserar Talkpool allmänt på mer lönsamma produkt- och marknadsnischer, vilket förväntas bidra till en förstärkt lönsamhet framöver. Bolaget ser dessutom över tillgångarna i balansräkningen, för att frigöra kapital och reducera skuldsättningen. Vi bedömer att bolagets strategi på sikt kommer bidra till starkare marginaler, och tillsammans med en förbättrad balansräkning har bolaget förutsättningar att värderas högre.

Strukturellt gynnas bolaget av omställningen till 5G, som medför en kraftig ökning av antalet platser och som kräver service och underhåll, vilket ökar den adresserbara marknaden. Flera av marknaderna där Talkpool är aktiva har dessutom mycket god 5G-beredskap i termer av efterfrågan, reglering och tekniskt kunnande.

Bolagsbeskrivning

Talkpools erbjudande omfattar design, sammansättning, installation och service av telekomnätverk på ett globalt plan. Talkpool tillhandahåller även produkter inom IoT-anslutningar, med ett huvudsakligt fokus på smarta byggnader. Talkpool har en bred geografisk exponering med väletablerade samarbeten med lokala partners. Bolagets huvudkontor ligger i Chur, Schweiz.

Värdering

Vi värderar Talkpool med en multipelbaserad ansats för 2023. Vi kompletterar vår multipelvärdering med en DCF-modell. Vi noterar att jämförelsebolag värderas till lägre multiplar, samtidigt som värderingarna för sektorbolag är på historiskt låga nivåer. Vi bedömer i likhet med tidigare ansats att Talkpool bör ha en viss rabatt mot liknande sektorbolag med hänsyn till t.ex. soliditeten och den relativt sett låga lönsamheten. Vi applicerar en multipel om 0,5x försäljningen för 2023e (EV/Sales) och en EBIT-multipel om 10x (EV/EBIT), båda multiplar justerade med en rabatt om 15% och är oförändrade från föregående publikation. EV/Sales-multipeln om 0,5x motiverar ett värde om 10kr per aktie, och EBIT-multipeln om 10x motsvarar ett motiverat värde om 11,6 kr per aktie. Vi ser ett motiverat värde om 9 – 10 kr per aktie (oförändrat).

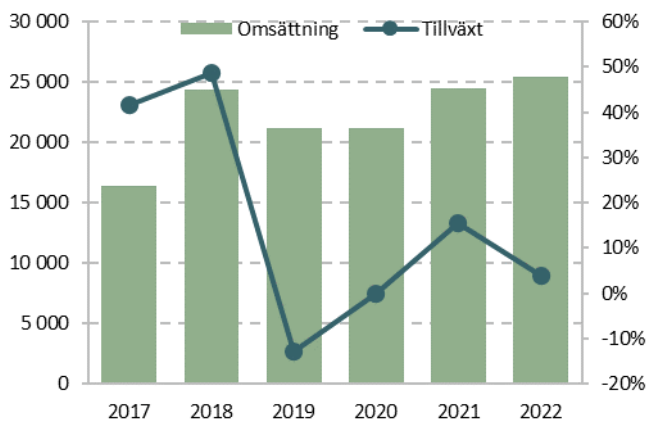
Kvartalet i detalj

Talkpool redovisar intäkter för Q4 om EUR 6,8m (6,6m) motsvarande en tillväxt om ca 3%. IoT växte starkt i Sverige under Q4 och stod för ca EUR 1,9m i kvartalet. I oktober meddelade Talkpool att man ingått ett avtal att avyttra verksamheten i Nederländerna, en transaktion värd ca EUR 1,3m. Omsättningen för regionen uppgick till EUR 3,7m 2021. För helåret 2022 uppgick intäkterna för Talkpool till EUR 25,5m (24,5m).

Bruttomarginalen för Q4 var 32% (24%) drivet av god produktmix med fokus på attraktiva marknader såsom Sverige och USA. För helåret 2022 var bruttomarginalen 26% (24%). Rörelseresultatet för Q4 var EUR 0,5m (0,16m) motsvarande en EBIT-marginal om 7,3% (2,4%) och för helåret 2,2% (3%).

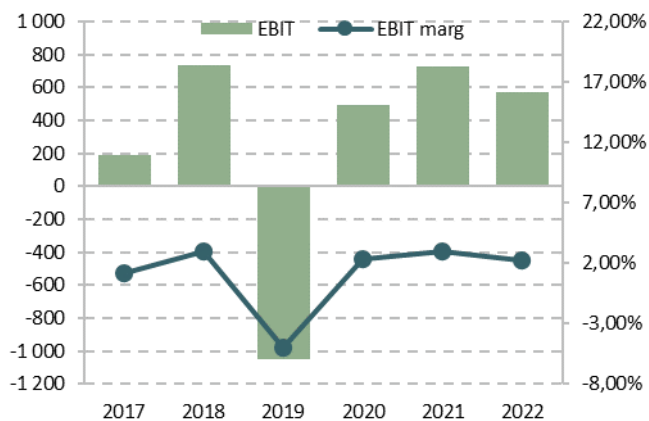
Talkpool återbetalade i december obligationslånet om 24 mkr. Lånet löstes med kontanter samt delar av innehavet i Nordic Proptech, vilket medför att Talkpools ägande uppgår till 19% från tidigare 51%. Sammantaget noterar vi att Talkpools arbete på lönsamma tillväxtmarknader börjar synas i resultaträkningen. Vi bedömer att bolagets skuldsättning börjar förbättras, och fortsatt lönsamhetsarbete kombinerat med stärkta marginaler kommer bidra till en mer rättvisande multipel.

Diagram 1: Omsättning 2017-2022



Källa: Bolaget

Diagram 2: EBIT 2017-2022



Källa: Bolaget

Estimatändringar

Efter kvartalet justerar vi våra prognoser för att reflektera att Talkpool sålt aktier i Nordic PropTech. Vi har sedan tidigare justerat våra estimat för att reflektera avvyrningen i Nederländerna. Vi justerar våra intäktsprognoser för 2023 och 2024 med ca 12%. Vi justerar även lönsamhetsprognoserna. Vi justerar EBITDA-prognoserna med 20% respektive 18% för 2023 och 2024.

Värdering

Vi applicerar en multipel om 0,5x försäljningen för 2023e (EV/Sales) och en EBIT-multipel om 10x, båda multiplar justerade med en rabatt om 15% och är oförändrade från föregående publikation. EV/Sales-multipeln om 0,5x motiverar ett värde om 10kr per aktie, och EBIT-multipeln om 10x motsvarar ett motiverat värde om 11,6 kr per aktie.

Tabell 1: Multipelvärdering

Målmultipel (EV/Sales 2023e, x)	0,5
Målmultipel (EV/EBIT 2023e, x)	10,0
Rabatt	15%
Nettoskuld & minoritetsint.	(3 066)
Bokfört värde NPS	1 123
Bolagsvärde (EV/Sales)	6 122
Bolagsvärde (EV/EBIT)	7 154
Värde per aktie (EV/Sales)	0,9
Värde per aktie (EV/EBIT)	1,1
SEK (EV/Sales)	9,9
SEK (EV/EBIT)	11,6

Källa: EPB

Vi adderar även en DCF-modell för att komplettera vår värderingsansats. Våra antaganden sammanfattas nedan och inkluderar en WACC om 14%, en tillväxt bortom prognosperioden om 1%, samt en långsiktig EBIT-marginal om 10%. Vår WACC om 14% baseras på en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5% samt en extra riskpremie om 4%. Bolagsspecifikt är soliditeten låg i bolaget, även om man aktivt arbetar med att fortsätta reducera skuldsättningen. Marknadsspecifikt har bolaget en bred geografisk spridning med exponering mot marknader med låga marginaler vilket medför viss osäkerhet. Vi noterar dock samtidigt att om bolaget förbättrar den finansiella positionen finns det utrymme att justera avkastningskravet. Vi presenterar även en känslighetsanalys för våra antaganden kring rörelsemarginal, diskonteringsränta samt långsiktig tillväxt. DCF-modellen indikerar ett värde om 1,17 EUR per aktie. Vi ser sammantaget ett motiverat värde om 9–10 kr per aktie (oförändrat).

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	3 186
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 926
Enterprise value	5 111
Latest net debt	-2 966
Minority interests & other	172
Equity value	7 905
No. of shares outstanding	6 778
Equity value per share (EUR)	1,17

Källa: EPB

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

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1%
Long term EBIT margin	10,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	3,0%
Tax rate	22%

Källa: EPB

Sensitivity analysis

Long-term growth rate

		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	13,0%	1,20	1,21	1,23	1,25	1,27
	13,5%	1,17	1,18	1,20	1,21	1,23
	14,0%	1,14	1,15	1,17	1,18	1,20
	14,5%	1,11	1,13	1,14	1,15	1,17
	15,0%	1,09	1,10	1,11	1,13	1,14

Long-term EBIT margin

		5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	13,0%	1,05	1,14	1,23	1,32	1,41
	13,5%	1,03	1,11	1,20	1,28	1,36
	14,0%	1,01	1,09	1,17	1,24	1,32
	14,5%	1,00	1,07	1,14	1,21	1,28
	15,0%	0,98	1,05	1,11	1,18	1,24

Källa: EPB

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Nettoomsättning	12	16	24	21	21	25	25	21	22
Totala intäkter	12	17	24	21	21	25	25	21	22
Kostnad sålda varor	-9	-13	-19	-17	-16	-19	-19	-15	-15
Bruttoresultat	2	4	6	4	6	6	7	6	7
Försäljningskostnader	0	0	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1
Administrationskostnader	-2	-3	-4	-4	-4	-5	-5	-4	-4
EBITDA	0	0	1	-1	1	1	1	1	2
EBITDA, justerad	0	0	1	-1	1	1	1	1	2
Avskrivningar	0	0	0	0	-1	0	0	0	0
EBITA, justerad	0	0	1	-1	0	1	1	1	2
EBIT	0	0	1	-1	0	1	1	1	2
EBIT, justerad	0	0	1	-1	0	1	1	1	2
Finansnetto	0	0	-1	-2	-1	-1	1	0	0
Resultat före skatt	-1	0	-1	-3	-1	0	1	1	1
Resultat före skatt, justerad	-1	0	-1	-3	-1	0	1	1	1
Total skatt	0	0	0	-1	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-1	0	-1	-3	-1	0	1	1	1
Nettoresultat, justerad	-1	0	-1	-3	-1	0	1	1	1
Intäkstillväxt	-	42%	48%	-13%	0%	17%	2%	-17%	6%
Bruttomarginal	19,6%	21,8%	24,0%	20,1%	26,0%	25,5%	25,6%	29,1%	31,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	1,2%	3,0%	Neg.	2,3%	3,0%	2,2%	5,1%	7,6%
EPS, justerad	-0,57	-0,15	-0,24	-0,68	-0,19	-0,06	0,15	0,10	0,16
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-36%	63%

Källa: Talkpool, EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
EBIT	0	0	1	-1	0	1	1	1	2
Övriga kassaflödesposter	0	0	-1	-2	-1	0	1	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	-2	0	2	-1	2	1	1	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	-2	-1	-1	-1	3	2	2	1
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	0	0	-1	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-1	-3	-1	0	0	0	1	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-1	-3	-1	-1	0	-2	1	0	0
Fritt kassaflöde	-2	-5	-2	-1	-2	1	3	2	1
Nyemission / återköp	2	4	0	0	0	1	0	0	0
Förändring av skulder	0	2	2	2	1	-1	-3	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	2	6	2	2	1	0	-3	0	0
Kassaflöde	0	0	0	0	0	0	0	2	1
Nettoskuld	1	3	5	6	5	6	3	1	0

Källa: Talkpool, EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	1	0	1	0	0	0
Finansiella anläggningstillgångar	1	1	0	0	0	1	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	1	1	1	1	1	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	1	2	2	2	1	3	2	2	2
Varulager	2	0	0	1	1	2	1	1	1
Kundfordringar	2	9	8	6	5	5	3	3	3
Övriga omsättningstillgångar	1	3	3	3	3	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	0	1	1	1	1	2	2	3	4
Summa omsättningstillgångar	5	13	12	11	10	9	6	7	9
SUMMA TILLGÅNGAR	6	15	14	13	11	12	8	9	11
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	1	2	1	-3	-2	-4	-1	-1	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	1	1	0	0	0
Summa eget kapital	1	2	1	-3	-2	-2	-1	0	1
Långfristiga räntebärande skulder	1	1	4	4	2	3	3	2	2
Övriga långfristiga skulder	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	1	2	4	4	2	3	3	3	3
Kortfristiga räntebärande skulder	0	2	2	3	4	4	2	2	2
Leverantörsskulder	2	3	3	3	2	2	1	1	2
Övriga kortfristiga skulder	2	5	5	5	4	4	3	4	4
Summa kortfristiga skulder	4	11	9	11	10	11	6	7	7
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	6	15	14	13	11	12	8	9	11

Källa: Talkpool, EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	42%	48%	-13%	0%	17%	2%	-17%	6%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	N.m.	N.m.	-3%	-18%	55%	44%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	N.m.	N.m.	48%	-22%	88%	58%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-36%	63%
Bruttomarginal	19,6%	21,8%	24,0%	20,1%	26,0%	25,5%	25,6%	29,1%	31,1%
EBITDA-marginal	Neg.	2,2%	4,4%	Neg.	5,4%	4,6%	3,6%	6,8%	9,2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	2,2%	4,4%	Neg.	5,4%	4,6%	3,6%	6,8%	9,2%
EBIT-marginal	Neg.	1,2%	3,0%	Neg.	2,3%	3,0%	2,2%	5,1%	7,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	1,2%	3,0%	Neg.	2,3%	3,0%	2,2%	5,1%	7,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,9%	3,0%	4,6%

Källa: Talkpool, EPB

Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	45%	16%	Neg.	Neg.	>100%
ROCE, justerad	Neg.	4%	12%	Neg.	11%	16%	14%	29%	38%
ROIC, justerad	Neg.	5%	14%	Neg.	15%	22%	22%	82%	>100%

Källa: Talkpool, EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	14%	2%	1%	3%	3%	9%	5%	3%	3%
Kundfordringar / totala intäkter	20%	56%	34%	29%	24%	20%	13%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	20%	24%	14%	20%	13%	13%	7%	10%	10%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	30%	67%	40%	52%	52%	46%	26%	35%	36%
Rörelsekapital / totala intäkter	10%	23%	16%	8%	12%	4%	1%	-5%	-5%
Kapitalomsättningshastighet	4,4x	2,8x	4,0x	4,9x	4,6x	5,3x	7,3x	5,3x	4,5x

Källa: Talkpool, EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Nettoskuld	1	3	5	6	5	6	3	1	0
Soliditet	23%	14%	4%	-21%	-15%	-21%	-12%	-4%	6%
Nettoskulsättningsgrad	0,6x	1,4x	7,8x	-2,2x	-3,2x	-2,3x	-2,9x	-2,7x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-2,1x	8,2x	4,4x	-9,9x	4,5x	5,1x	3,2x	0,7x	0,0x

Källa: Talkpool, EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
EPS	-0,57	-0,15	-0,24	-0,68	-0,19	-0,06	0,15	0,10	0,16
EPS, justerad	-0,57	-0,15	-0,24	-0,68	-0,19	-0,06	0,15	0,10	0,16
FCF per aktie	-1,89	-1,88	-0,46	-0,27	-0,30	0,12	0,44	0,28	0,16
Eget kapital per aktie	0,63	0,65	0,12	-0,55	-0,31	-0,37	-0,15	-0,06	0,10
Antal aktier vid årets slut, m	2,22	3,32	4,93	4,93	5,38	6,68	6,68	6,68	6,68
Antal aktier efter utspädning, snitt	1,17	2,77	4,12	4,93	5,15	6,03	6,68	6,68	6,68

Källa: Talkpool, EPB

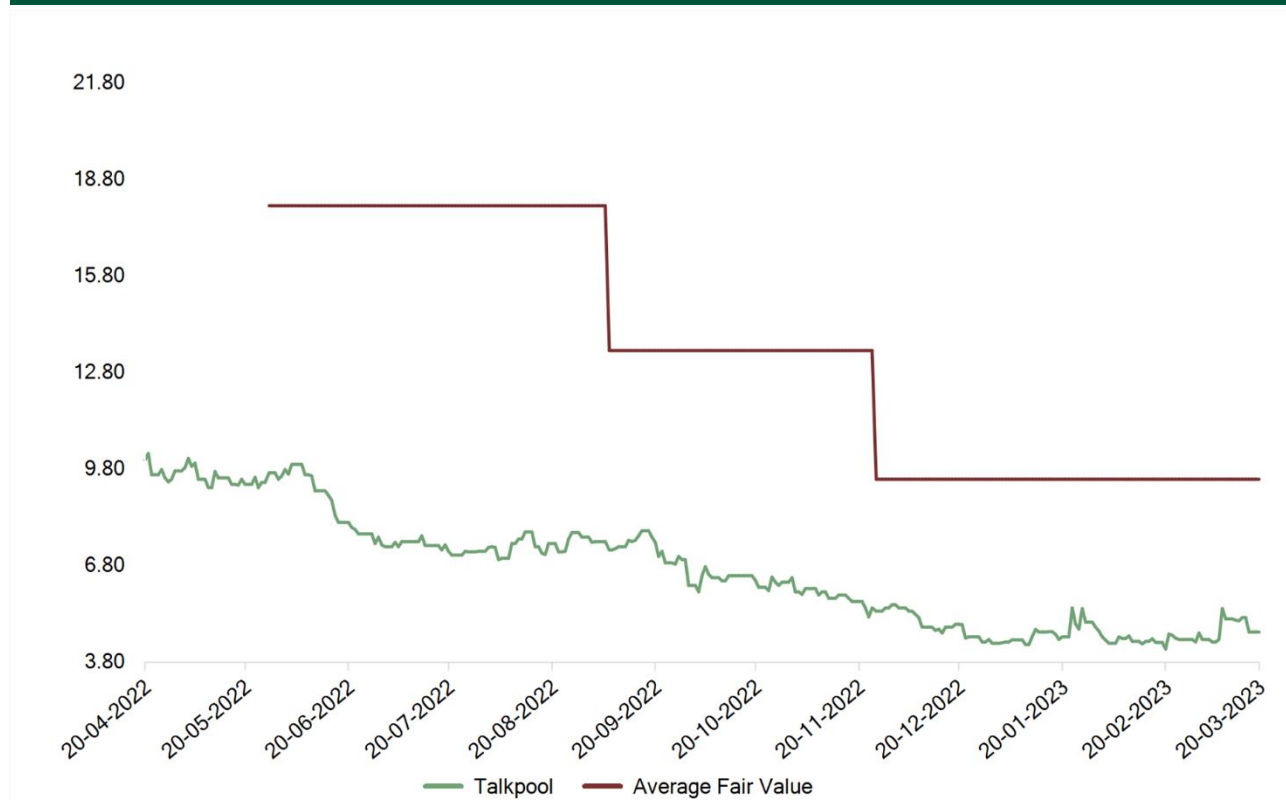
Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,7x	4,5x	2,7x
P/EK	5,4x	6,1x	18,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,2x	0,9x	1,5x	2,6x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%	>100%	66%	38%
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	0,9x	1,3x	0,6x	0,7x	1,1x	0,6x	0,2x	0,0x	0,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	62,3x	14,8x	Neg.	19,9x	14,5x	6,3x	0,1x	0,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	115,9x	21,5x	Neg.	46,7x	22,3x	10,2x	0,1x	0,1x
EV	11	22	16	14	23	16	6	0	0
Aktiekurs	3,4	3,9	2,3	1,6	2,7	1,4	0,4	0,4	0,4

Källa: Talkpool, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Talkpool (TALK 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 frånsäger 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