



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 17 april 2023

Eagle Filters Group

Stark start för 2023

Starkt Q1 underbygger förväntningar på 2023

Eagle Filters redovisar intäkter för Q1 om EUR 1,5 m, motsvarande en stark tillväxt y/y om ca 160%. Intäkterna kommer efter att bolaget sett förbättringar i tillgängligheten för insatsvaror samt förbättringar inom distributionsled. Eagle Filters lyckas därmed kapitalisera på den starka orderboken från Q4. Orderboken vid utgången av Q1 var EUR 3,9m och bolaget nämner att man har flera stora potentiella ordrar som befinner sig i förhandlingsstadiet. Efter kvartalets utgång meddelar bolaget att man är vald som leverantör av andningsmasker till nationella beredskapscentralen i Finland. Sammantaget anser vi att utvecklingen i Q1 underbygger våra prognoser om en omsättning om EUR 6,7m för 2023 för dotterbolaget Eagle Filters.

Stark lönsamhet drivet av högt kapacitetsutnyttjande

Eagle Filters redovisar positiv EBITDA för Q1'23, primärt drivet av ökade produktionsvolymerna. Efter att ha avslutat rekonstruktionen är Eagle Filters i en kraftigt förbättrad position för fortsatt tillväxt, samtidigt som situationen för insatsvaror och tillgång till komponenter är viktig för marginalerna under fortsättningen av 2023. Eagle Filters Group nämner dock i Q1-kommunikationen att bolaget kommer behöva ytterligare finansiering under 2023 och efter offentliggörandet av rapporten meddelar Eagle Filters Group en kapitalanskaffning om EUR 1,7m.

Inleder 2023 starkt

Sammantaget var Q1 ett starkt kvartal sett till intäkter och EBITDA. Vi anser att bolaget är positionerat för att uppvisa god tillväxt under 2023 med stark orderbok och förbättringar inom externa faktorer såsom komponenttillgång och logistik. Vi anser att bolaget uppnådde EBITDA-positivitet något tidigare än vi räknat med. Vi höjer vårt motiverade värde till EUR 0,13–0,15 per aktie (0,11 – 0,13), justerat för utspädning.

Estimatändring			Prognos (m€)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	0.13 - 0.15 EUR	
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	-39%	-45%	0%	0%	Aktiekurs	0,1 EUR
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	-1	-1	-1	-1	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-14,5%	-14,5%	-14,5%	EBIT, just.	-1	-1	-1	-1	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EPS, just.	0,0	0,0	0,0	0,0		
Q2 - rapport	24 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
Q3 - rapport	25 oktober 2023			EK/aktie	0,1	0,1	0,1	0,1		
Bolagsfakta (m€)				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
Antal aktier	142m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Börsvärde	11			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Nettoskuld	1			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
EV	12			EV/Sales	106,2x	34,7x	34,7x	34,7x		
Free float	46%			P/EK	0,6x	0,1x	0,1x	0,1x		
Daglig handelsvolym, snitt	107k			Nettoskuld/EBITDA	-4,3x	-3,9x	-5,2x	-5,9x		
Bloomberg Ticker	EAGLES SS EQUITY									
Analytiker										
Hjalmar Jernstrom										
hjalmar.jernstrom@penser.se										
								Intressekonflikter		
								Yes	No	
Likviditetsgarant									✓	
Certified adviser								✓		
Transaktioner 12m									✓	

Investment case

Eagle Filters Group (tidigare Loudspring) inledde under 2021 en strategisk omställning som medförde att bolaget gick från ett investmentbolag fokuserat på miljövänliga tillväxtbolag, till ett bolag som fokuserar kring en kärna i Eagle Filters. Eagle Filters Group äger 100% av Eagle Filters samt minoritetsandelar i ett antal andra mindre bolag.

Bolagsbeskrivning

Eagle Filters tillverkar högeffektiva gasturbinfilter för gaskraftverk som ger kunden stora besparingar med mycket kort återbetalningstid. Efter covid-19-pandemins utbrott under 2020 har bolaget också anpassat sin verksamhet för att med stöd i sin expertis inom filter även börja tillverka andningsmasker. Eagle Filters redovisar omsättning inom tre segment, Clean Energy, Advanced Materials och Health & Safety. Bolaget redovisade intäkter på EUR 3,5m under 2022, med EBITDA om -2,6m. Eagle Filters Group ägarandel uppgår till 100%.

Värdering

Motiverat värde per aktie beräknas till EUR 0,13 – 0,15 per aktie (0,11–0,13), med utgångspunkt i en multipelvärdning av Eagle Filters samt bokfört värde av Nuuka Solutions. Vi värderar kärninnehavet Eagle Filters till en EV/Sales-multipel om 2,5x för 2024e. Värderingen underbyggs av en DCF-modell.

Kvartalet i detalj

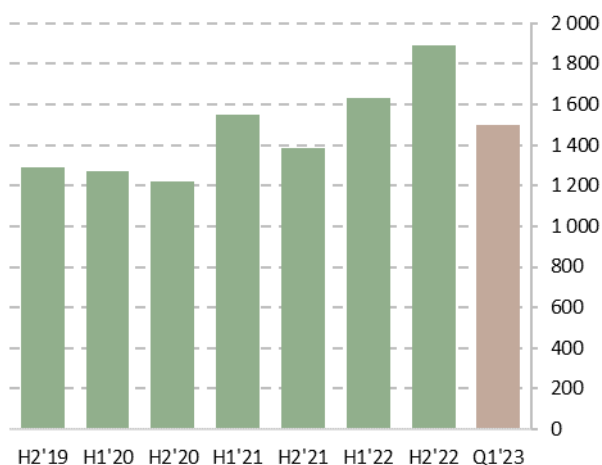
Eagle Filters redovisar intäkter för Q1 om EUR 1,5 m, motsvarande en stark tillväxt y/y om ca 160%. Tillväxten kommer efter en period av logistiska utmaningar samt utmaningar relaterade till komponenttillgång. Efter utgången av Q1 har Eagle Filters valts ut som leverantör av andningsmasker av nationella beredskapscentralen i Finland. Utöver ett fast belopp öppnar detta upp för stora potentiella beställningar av andningsmasker framöver. Eagle Filters har haft produktion av andningsmasker av effektivitetsnivåerna FFP2 och FFP3. Inom materialförsörjningen har bolaget som målsättning att redovisa första ordern under Q2. Den totala orderboken i utgången av Q1 var EUR 3,9m.

Eagle Filters var EBITDA-positivt i Q1, vilket är en förstärkning från H2'22 om EUR -1,6m och EUR -2,6m för helåret 2022. Förstärkningen kommer av ökat kapacitetsutnyttjande och ökade produktionsvolymen. Samtidigt fortsätter Eagle Filters att arbeta med reducering av rörelsekostnader.

Efter rapportens offentliggörande har bolaget meddelat en kapitalanskaffning om EUR 1,7m. Emissionen var till en rabatt om ca 4% mot aktiekursen vid tillfället och kommer efter att Eagle Filters Group i rapporten kommenterat ett behov av kapital för att säkerställa bl.a. rörelsekapital.

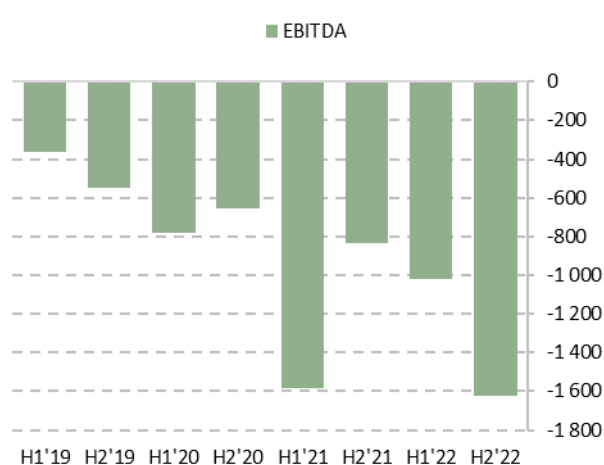
Vi anser att bolaget är attraktivt positionerat efter att ha lämnat omställningsåret 2022. Med en stark orderbok, förbättrad lönsamhet och framgångar inom segmentet för andningsmasker ser vi goda möjligheter att växa under 2023 och uppnå våra omsättningsmål.

Diagram 1: Omsättning 2019-2023 (EUR t)



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: EBITDA 2019-2022 (EUR t)



Källa: Bolagsrapporter

Estimatförändringar

Nedan sammanfattas våra estimatförändringar. Vi gör inga förändringar av våra prognoser för Eagle Filters för 2023–2025, och noterar att den goda tillväxten i kvartalet underbygger våra tillväxtförväntningar för helåret 2023. Vi hade tidigare räknat med kapitalanskaffning under 2023 om 1,5m där vi antog bankfinansiering. Vi ersätter den kapitalanskaffningen med nyemissionen om EUR 1,7m och bedömer att bolaget tills vidare har rörelsekapital för att fortsätta växa.

Estimatändringar			
Aktuella estimat	2023e	2024e	2025e
Eagle Filters: Omsättning	6,7	8,0	9,6
Eagle Filters: EBITDA	1,0	1,6	1,9
Tidigare estimat	2023e	2024e	2025e
Eagle Filters: Omsättning	6,7	8,0	9,6
Eagle Filters: EBITDA	1,0	1,6	1,9
Förändring i %	2023e	2024e	2025e
Eagle Filters: Omsättning	0%	0%	0%
Eagle Filters: EBITDA	0%	0%	0%

Källa:

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Vi väljer att höja vår multipel något mot bakgrund av att Eagle Filters vänder till EBITDA-positivitet. Eagle Filters har dessutom förbättrade förutsättningar för tillväxt med bättre finansiell ställning och förbättring i t.ex. försörjningsled. Vi värderar bolaget till EV/sales om 2,5x (2,3x) för 2024e. Vi väljer utöver detta att fortsatt värdera Nuuka Solutions till bokfört värde.

Tabell 1: Värdering

Kärninnehav	EV/Sales 2024e	Aktievärde 100%	EFs andel	Värde till EF
Eagle Filters	2,5x	19,2	100%	19,2
Nuuka Solutions				1,3
Subtotal				20,5
Övriga innehav				0,0
Tillgångsvärde brutto				20,5
Nettokassa / skuld + Ytterligare kapitalbehov				0,9
Moderbolagskostnader*				(3,7)
Tillgångsvärde netto				17,7
Utestående aktier (miljoner)				142,1
NAV per aktie (EUR)				0,12

Källa: EPB

Vår DCF-modell indikerar ett motiverat värde om EUR 0,13 per aktie (0,12 per aktie) och vår multipelvärdering indikerar ett värde per aktie om EUR 0,12. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om EUR 0,13 – 0,15 per aktie (EUR 0,11 – 0,12).

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Centrala antaganden inkluderar en avyttring av portföljen efter 2025, samt en diskonteringsränta om 13,1%. Diskonteringsräntan sätts utifrån en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5%, samt en extra riskpremie om 5,1%. Vi noterar att bolaget har en historik av pressad lönsamhet, men noterar samtidigt att Eagle Filters har exponering mot en attraktiv underliggande marknad med starka långsiktiga drivkrafter. Sammantaget ser vi en diskonteringsränta om 13,1%.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	19 216,0
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
Enterprise value	19 216
Latest net debt	934
Minority interests & other	0
Equity value	18 282
No. of shares outstanding (millions)	142
Equity value per share (EUR)	0,13

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)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	8%
WACC	13,1%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	9,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Nedan sammanfattas känslighetsanalysen för DCF-modellen.

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	12,1%	0,131	0,131	0,131	0,131	0,131
	12,6%	0,130	0,130	0,130	0,130	0,130
	13,1%	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129
	13,6%	0,128	0,128	0,128	0,128	0,128
	14,1%	0,127	0,127	0,127	0,127	0,127
		Long-term EBIT margin				
		4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
WACC	12,1%	0,131	0,131	0,131	0,131	0,131
	12,6%	0,130	0,130	0,130	0,130	0,130
	13,1%	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129
	13,6%	0,128	0,128	0,128	0,128	0,128
	14,1%	0,127	0,127	0,127	0,127	0,127

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Övriga rörelsekostnader	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA, justerad	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITA, justerad	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBIT	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBIT, justerad	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Finansnetto	0	-2	-3	-1	-1	0	0	0	0
Resultat före skatt	-2	-4	-4	-1	-2	-1	-1	-1	-1
Resultat före skatt, justerad	-2	-4	-4	-1	-2	-1	-1	-1	-1
Nettoreultat	-2	-4	-4	-1	-2	-1	-1	-1	-1
Nettoreultat, justerad	-2	-4	-4	-1	-2	-1	-1	-1	-1
Intäkstillväxt	-	>100%	>100%	-9%	-3%	-39%	-45%	0%	0%
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	61,1%	93,5%	58,3%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-0,06	-0,14	-0,16	-0,04	-0,04	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Eagle Filters Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Övriga kassaflödesposter	0	-2	-3	-1	-1	0	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	-4	-4	-1	-2	-1	-1	-1	-1
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	-3	0	-4	0	0	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	-1	0	-2	-1	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-1	-4	-2	-4	-2	-1	0	0	0
Fritt kassaflöde	-2	-7	-6	-6	-3	-2	-1	-1	-1
Nyemission / återköp	5	0	1	5	1	6	2	0	0
Förändring av skulder	0	2	2	0	1	-3	0	0	2
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	5	2	3	5	2	2	2	0	2
Kassaflöde	3	-5	-3	0	-1	0	1	-1	1
Nettoskuld	-3	1	3	3	5	4	3	4	4

Källa: Eagle Filters Group, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Finansiella anläggningstillgångar	0	1	2	5	6	6	6	6	6
Andelar i intresseföretag	20	10	5	7	5	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	0	0	1	1	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	20	11	8	13	12	8	8	8	8
Övriga omsättningstillgångar	1	2	2	0	4	9	9	9	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	4	0	0	1	0	1	1	1	2
Summa omsättningstillgångar	5	2	2	1	4	9	10	9	11
SUMMA TILLGÅNGAR	25	13	11	14	15	17	18	17	18
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	23	11	7	10	9	13	13	12	12
Summa eget kapital	23	11	7	10	9	13	13	12	12
Långfristiga räntebärande skulder	0	1	3	3	4	4	4	4	6
Övriga långfristiga skulder	2	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	2	1	3	3	4	4	4	4	6
Kortfristiga räntebärande skulder	0	1	1	1	2	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	1	1	1	1	2	0	0	0	0
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	25	13	11	14	15	17	18	17	18

Källa: Eagle Filters Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	>100%	>100%	-9%	-3%	-39%	-45%	0%	0%
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	Neg.	Neg.	61,1%	93,5%	58,3%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
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: Eagle Filters Group, 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: Eagle Filters Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Leverantörsskulder / KSV	>100%	58%	63%	>100%	24%	-500%	-207%	-207%	-207%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	54%	42%	89%	>100%	>100%	48%	58%	58%	58%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	25%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%

Källa: Eagle Filters Group, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-3	1	3	3	5	4	3	4	4
Soliditet	91%	86%	63%	71%	61%	74%	75%	74%	65%
Nettoskultsättningsgrad	-0,1x	0,1x	0,5x	0,3x	0,5x	0,3x	0,2x	0,3x	0,4x
Nettoskuld / EBITDA	2,9x	-0,9x	-3,7x	-4,1x	-7,8x	-4,3x	-3,9x	-5,2x	-5,9x

Källa: Eagle Filters Group, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,06	-0,14	-0,16	-0,04	-0,04	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01
EPS, justerad	-0,06	-0,14	-0,16	-0,04	-0,04	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01
FCF per aktie	-0,10	-0,27	-0,21	-0,17	-0,07	-0,03	-0,01	-0,01	-0,01
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,90	0,41	0,25	0,28	0,18	0,13	0,09	0,09	0,08
Antal aktier vid årets slut, m	25,3	26,7	26,7	36,9	52,7	100	142	142	142
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,2	26,0	26,7	31,8	44,8	76,5	121	142	142

Källa: Eagle Filters Group, EPB

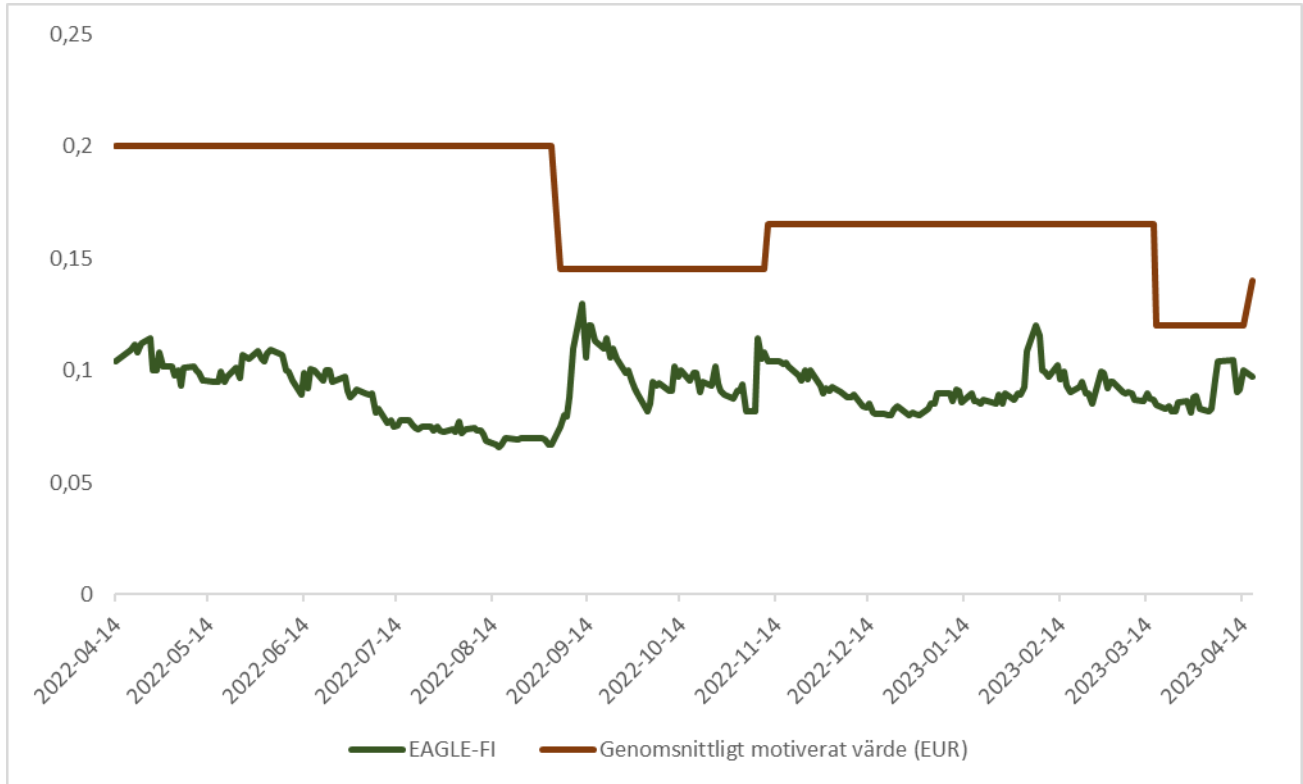
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	2,6x	0,8x	1,2x	1,5x	0,9x	0,6x	0,1x	0,1x	0,1x
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	1 995,7x	141,0x	54,7x	124,5x	78,9x	106,2x	34,7x	34,7x	34,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	58	10	11	23	14	12	2	2	2
Aktiekurs	2,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0

Källa: Eagle Filters Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Eagle Filters Group (EAGLES 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