



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Elektrisk & Elektronisk utrustning | Sverige | 26 april 2023

Fingerprint Cards

Tydliga bevis för att botten är bakom oss

Prispressen borde normaliseras när lagertömningsperioden är bakom oss

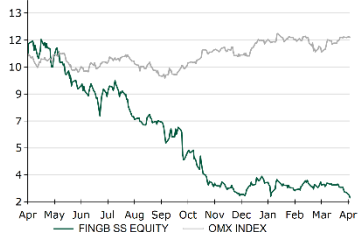
Försäljningen sjönk 65% organiskt i Q1 till 117 mkr (143 mkr i Q3'22 och 190 mkr i Q4'23). Efterfrågan på smartphones och datorer var fortsatt dämpad och med fortsatt höga lagernivåer både hos Fingerprints, modulhus och distributörer såg vi fortsatt stark prispress under kvartalet. Denna borde normaliseras när vi lämnar lagertömnings-perioden bakom oss. Besparingarna börjar ge effekt och bruttomarginalen kom in högre än Q3 trots att försäljningen var lägre.

Orderingången ett tydligt bevis för att botten i försäljning är bakom oss

Vi bedömer att Q1 var den absoluta botten för Fingerprints. Det fanns tecken på återhämtning i den kinesiska mobilmarknaden under kvartalet och orderingången ökade kraftigt genom kvartalet – orderingången för leverans i Q2 är redan högre än försäljningen för hela Q1. PC-försäljningen tredubblades y/y i Q1 trots att PC-marknaden föll med ca 30% och vi bedömer att denna trend kommer accelerera under kommande kvartal. Målet är att försäljning utanför kapacitiva sensorer till mobiltelefonmarknaden ska stå för 45% i slutet av 2023 och att bolagets utveckling är i fas med att uppfylla målet.

Sänker estimat och motiverat värde av försiktighetsskäl

Försäljningen i Q1 kom in lägre än vad vi hade hoppats på och även om vi bedömer att den kommer att öka sekventiellt under hela 2023 väljer vi att vara försiktiga i våra estimat framöver. Vi sänker därmed våra omsättnings-estimat kraftigt – med 32-38% per år för 2023-2025. Vi sänker dessutom våra målmultiplar (P/S) för Mobil till 1x (från 2x) medan vi sänker målmultiplarna för PC och Access till 2x (4x), vilket leder till att vi sänker vårt motiverade värde till 7-8 kr (13-15 kr). Vi ser med andra ord fortsatt kraftig uppsida i aktien. Som exempel motsvarar Payments värde marknadsvärdet för hela koncernen.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	7.0 - 8.0 kr												
Totala intäkter	-37,5%	-32,8%	-31,8%	Totala intäkter	862	1 017	1 647	2 315	Aktiekurs	2,5 kr												
EBIT, just.	N.m.	N.m.	N.m.	Tillväxt	-36%	18%	62%	41%	Riskenivå	High												
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	EBITDA, just.	-116	12	108	206	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-198	-103	-32	37														
Q2 - rapport	20 juli 2023			EPS, just.	-0,5	-0,2	-0,1	0,0														
Q3 - rapport	19 oktober 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	2,8	1,8	1,6	1,2														
Antal aktier	421m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,2	0,4	<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		✓																				
Börsvärde	1 031			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	1,6%														
Nettoskuld	104			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	2,7%														
EV	1 135			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	3,7%														
Free float	91%			EV/Sales	1,5x	1,1x	0,7x	0,5x														
Daglig handelsvolym, snitt	3 728k			EV/EBITDA	-	98,4x	10,5x	5,5x														
Bloomberg Ticker	FINGB SS EQUITY			EV/EBIT	-	-	-	30,5x														
Analytiker				P/E, just.	-	-	-	66,6x														
Markus Almerud				P/EK	1,0x	1,3x	1,6x	2,0x														
markus.almerud@penser.se				Direktavkastning	0,0%	0,0%	8,2%	16,3%														
				FCF yield	-	4%	5%	8%														
				Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	2,3x	0,8x	1,0x														

Investment case

Vi tror att Fingerprint Cards (Fingerprints) är redo för ett nytt kapitel i sin historia. Priserna i mobilmarknaden har stabiliserats, kostnaderna har anpassats och efterfrågan i bolagets andra segment håller på att ta fart. Mobilmarknaden är mogen - penetrationen är hög och marknadstillväxten blygsam. Däremot är marknadsandelarna och inträdesbarriärerna höga. PC har låg biometrisk penetration, men den är tillräckligt hög för sannolikheten att penetrationen ska fortsätta öka. Samma sak med smarta lås.

Den stora optionaliteten finns i fingeravtryckssensorer för smarta betal- och kreditkort. Kommersiell lansering har skett med god feedback, men i liten skala. Fingerprints samarbetar med både de marknadsledande kort- och mikroprocessortillverkarna. Om biometriska kort blir kommersiell succé är det sannolikt att Fingerprints tar en ledande ställning. Även med hänsyn tagen till endast en liten del av potentialen för de biometriska betalkorten ser vi signifikant uppsida i aktien från nuvarande nivåer. Om marknaden för biometriska kort utvecklas i enlighet med Fingerprints bedömning och Fingerprints lyckas i sina partnersamarbeten, ser vi potential för mer än en fyrdubbling av aktien.

Bolagsprofil

Fingerprints är marknadsledare för kapacitiva fingeravtryckssensorer för smartphones med en marknadsandel på ca 30%. Bolaget har nio av de tio största smartphonetillverkarna som kunder, har 500 patent och har sedan start 1997 levererat ungefär 1,4 miljarder sensorer. Mobilmarknaden stod 2021 för ca 90% av bolagets försäljning. Efterfrågan växer dock snabbt i de övriga segmenten - PC, Access (främst smarta lås) och Payments (smarta betal- och kreditkort) - och bolaget tror att smarta betalkort kan bli nästa stora massmarknad. De ser en adresserbar marknad (TAM), på 1,4 miljarder enheter per år för mobilmarknaden, 170 miljoner per år för PC, mer än 100 miljoner per år för Access och ca 3 miljarder per år för smarta betalkort 2026 och därefter.

Värdering

Vi har använt SOTP när vi har värderat Fingerprints eftersom de olika segmenten har så distinkt olika slutmarknader och mognadsgrad. Då de strategiska målen är satta på 2026e har vi applicerat våra målmultiplar på detta år och har sedan nuvärdesberäknat.

Mobile är det mest mogna av segmenten med hög penetrationsgrad och låg marknadstillväxt. Vi använder därför P/S 1x och diskonterar med 10%. PC och Access har betydligt högre tillväxt, men vi använder ändå P/S 2x för att vara konservativa. Vi diskonterar även dessa med 12%. Försäljningen i båda dessa har tagit fart och vi ser risken som relativt låg.

Den stora uppsidan, för Fingerprints och aktien, finns i Payments. Försäljningen i segmentet har inte tagit fart än, även om det finns piloter samt kommersiella lanseringar i liten skala. Vi värderar segmentet till P/S 3x, men diskonterar till 15%. Vi värderar hela segmentet till nästan 9 kr, men väljer att inte reflektera hela segmentet i vårt motiverade värde då risken fortfarande är hög. Norska IDEX är huvudkonkurrenten och har ett marknadsvärde på motsvarande 2-3 kr per Fingerprints-aktie. Vi reflekterar detta värde i vår SOTP.

Motiverat värde

Vi ser ett motiverat värde på 7-8 kr (13-15 kr).

Kvartalet i korthet

Lagerneddragningar i värdekedjan för mobiltelefoner i Kina fortsatte att pressa Fingerprints försäljning under Q1. Försäljningen sjönk 65% organiskt till 117 mkr (143 mkr i Q3'22 och 190 mkr i Q4'23) vilket är den lägsta nivån åtminstone sedan 2018 (Diagram 1).

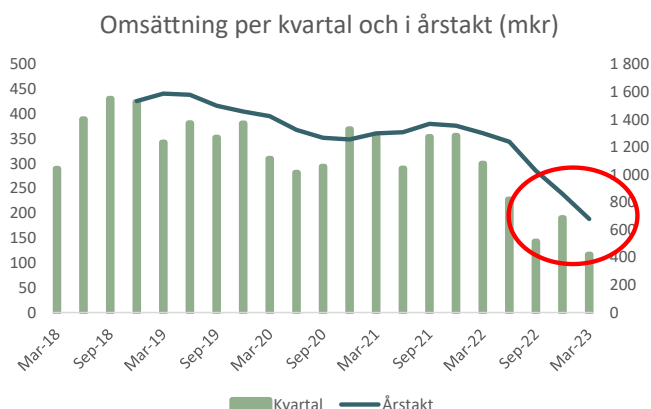
Efterfrågan på smartphones och datorer var fortsatt dämpad och med fortsatt höga lagernivåer både hos Fingerprints, modulhus och distributörer såg vi fortsatt stark prispress under kvartalet. Lagernivåerna för distributörerna och modulhusen, vilka är Fingerprints kunder, är nu betydligt under det normala och orderingången för Fingerprint motsvarar nu slutefterfrågan för smartphone-tillverkarna. Det finns tecken på återhämtning i den kinesiska mobiltelefonmarknaden och vi har uppfattat att konsumenten är mer aktiv än för bara några månader sedan.

Orderingången i början av året var mycket svag, men återhämtade sig under kvartalet, en trend som har fortsatt under det andra kvartalet. Orderingången växte 830% sedan första veckan i januari och orderingången för produkter som ska levereras under Q2 är redan högre än försäljningen i Q1.

Målet, att försäljningen av produkter utanför kapacitiva sensorer till mobiltelefoner ska uppgå till 45% av försäljningen i slutet av 2023 kvarstår (34% i Q1'23, 30% i Q4'22) och detta trots att vi bedömer att försäljningen av kapacitiva sensorer till mobilmarknaden kommer att öka sekventiellt från Q1. PC-marknaden föll med ca 30% y/y i Q1, men trots detta tredubblades Fingerprints försäljning till PC-marknaden i Q1.

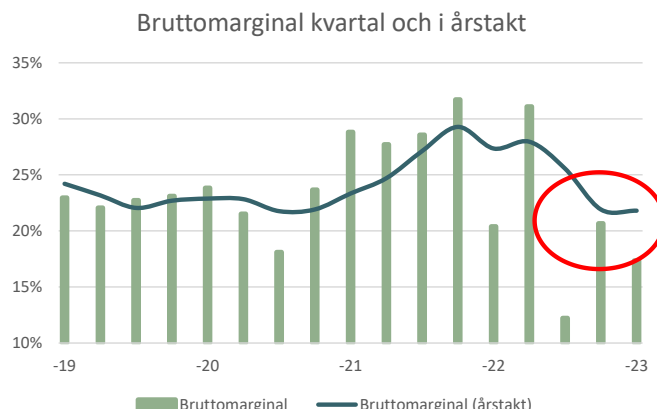
Lagernivåerna fortsatte sjunka – de föll 10% sekventiellt till c 270 mkr (lagren låg som mest på över 400 mkr). Enligt bolaget kommer lagerminskningen accelerera under Q2 för att sedan normaliseras under H2.

Diagram 1: Försäljningen på lägsta nivån på fem år...



Källa: Bolaget. EPB

Diagram 2: ...men bruttomarginalen verkar ha bottnat

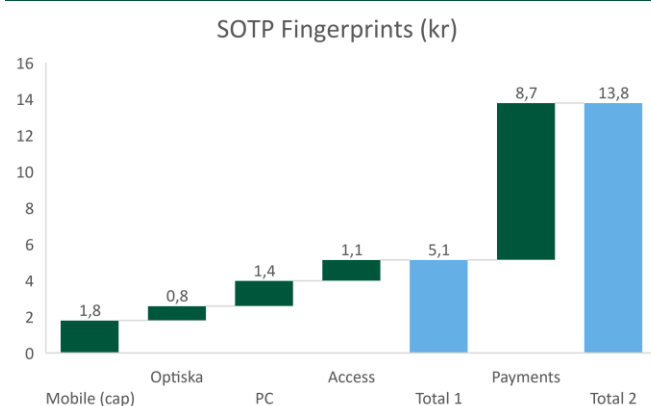


Källa: Bolaget. EPB

Värdering

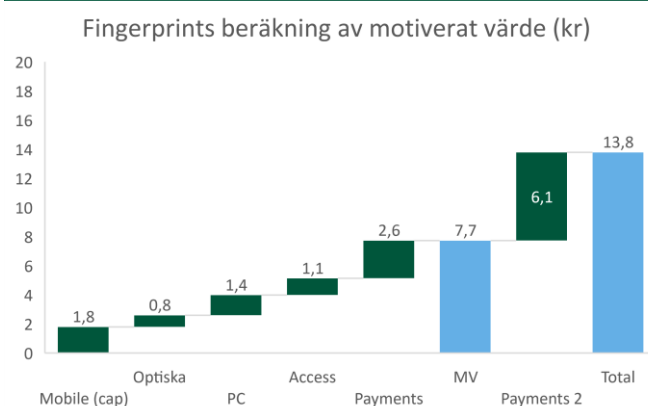
Eftersom de olika verksamheterna har så distinkt olika tillväxt drivare och mognadsgrad använder vi olika multiplar och diskonteringsräntor för dem och använder därmed SOTP när vi värderar aktien. Bortsett från Payments står kapacitiva sensorer till mobiltelefoner för den största delen av värdet (Diagram 3). Payments som helhet värderar vi till nästan 9 kr per aktie (Diagram 3), men eftersom osäkerheten är hög och försäljningen fortfarande låg reflekterar vi endast en del av värdet i vårt motiverade värde. Som helhet når vi nästan 8 kr i vår SOTP (Diagram 4) med ytterligare 6 kr potential från Payments. Vår DCF visar 20 kr (Tabell 1-2).

Diagram 3: SOTP på 17 kr...



Källa: EPB

Diagram 4: ...och ett motiverat värde på 7-8 kr



Källa: EPB

Tabell 1: DCF - huvudantaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 797	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	5 543	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	13,0%
Företagsvärde (EV)	8 340	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	104	Extra riskpremium	4,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	0,4%
Eget kapital	8 236			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	421			Terminalvärde, % av EV	66%
Eget kapital per aktie	20				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			6,0%	8,0%	13,0%	12,0%	14,0%
WACC	12,0%	24	26	27	29	30	WACC	12,0%	14	17	27	25	29
	13,0%	21	22	23	24	25		13,0%	12	15	23	21	24
	14,0%	18	19	20	21	22		14,0%	10	13	20	18	21
	15,0%	16	16	17	18	18		15,0%	9	11	17	16	18
	16,0%	14	14	15	15	16		16,0%	8	10	15	14	16

Källa: EPB

Resultaträkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	1 459	1 256	1 356	862	1 017	1 647	2 315
Totala intäkter	1 459	1 256	1 356	862	1 017	1 647	2 315
Kostnad sålda varor	-1 128	-981	-959	-695	-781	-1 206	-1 662
Bruttoresultat	331	275	397	166	235	441	653
Övriga rörelsekostnader	-202	-224	-312	-283	-224	-333	-447
EBITDA	129	-289	85	-550	12	108	206
Jämförelsestörande poster	0	-341	0	-433	0	0	0
EBITDA, justerad	129	52	85	-116	12	108	206
Avskrivningar	-143	-77	-93	-81	-115	-140	-169
EBITA, justerad	-14	-25	-8	-198	-103	-32	37
EBIT	-14	-366	-8	-631	-103	-32	37
EBIT, justerad	-14	-25	-8	-198	-103	-32	37
Finansnetto	-3	-15	7	-21	-13	-12	-17
Resultat före skatt	-17	-381	-1	-652	-116	-44	20
Resultat före skatt, justerad	-17	-41	-1	-219	-116	-44	20
Total skatt	4	40	1	66	26	10	-4
Nettoresultat	-14	-341	0	-586	-91	-34	15
Nettoresultat, justerad	-14	0	0	-153	-91	-34	15
Intäkstillväxt	-	-14%	8%	-36%	18%	62%	41%
Bruttomarginal	22,7%	21,9%	29,3%	19,3%	23,2%	26,8%	28,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6%
EPS, justerad	-0,04	0,00	0,00	-0,50	-0,22	-0,08	0,04
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Kassaflödesanalys							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-14	-366	-8	-631	-103	-32	37
Övriga kassaflödesposter	148	437	127	462	127	138	147
Förändringar i rörelsekapital	27	87	-95	-165	122	67	42
Kassaflöde från den operationella verksamheten	160	158	24	-334	146	173	226
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-2	-5	-3	-4	-6	-8
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-94	-118	-86	-102	-105	-120	-137
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-95	-119	-91	-105	-109	-126	-145
Fritt kassaflöde	66	39	-67	-439	37	47	81
Förvärv och avyttringar	-21	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	-190	0	375	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	75	-25	-16	62	117
Utdelningar	0	0	0	0	0	-84	-168
Övriga poster	-20	-19	-16	-22	-20	-25	-30
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-40	-209	58	328	-37	-47	-81
Kassaflöde	25	-170	-8	-110	0	0	0
Nettoskuld	-507	-354	-59	43	27	89	207

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	843	502	555	214	214	214	214
Övriga immateriella tillgångar	285	258	283	324	339	350	356
Materiella anläggningstillgångar	16	7	7	4	4	4	4
Finansiella anläggningstillgångar	18	47	54	122	122	122	122
Övriga anläggningstillgångar	33	25	24	25	25	25	25
Summa anläggningstillgångar	1 195	838	923	689	704	715	720
Varulager	253	136	159	304	183	181	208
Kundfordringar	197	196	280	128	102	165	231
Övriga omsättningstillgångar	28	28	63	50	51	58	66
Likvida medel och kortfristiga placeringar	564	377	374	274	274	274	274
Summa omsättningstillgångar	1 042	737	876	756	610	678	780
SUMMA TILLGÅNGAR	2 237	1 575	1 799	1 446	1 314	1 393	1 500
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	1 799	1 183	1 027	867	776	657	505
Summa eget kapital	1 799	1 183	1 027	867	776	657	505
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	293	294	277	340	457
Långfristiga leasingskulder	39	10	12	12	12	12	12
Övriga långfristiga skulder	12	21	17	13	13	13	13
Summa långfristiga skulder	50	30	321	319	303	365	482
Leverantörsskulder	235	201	222	74	71	115	162
Kortfristiga leasingskulder	18	13	11	11	11	11	11
Övriga kortfristiga skulder	135	148	218	174	153	244	340
Summa kortfristiga skulder	388	362	451	260	236	370	513
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 237	1 575	1 799	1 446	1 314	1 393	1 500

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-14%	8%	-36%	18%	62%	41%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-60%	66%	N.m.	N.m.	>100%	91%
EBIT-tillväxt, justerad	-	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.
Bruttomarginal	22,7%	21,9%	29,3%	19,3%	23,2%	26,8%	28,2%
EBITDA-marginal	8,8%	Neg.	6,3%	Neg.	1,1%	6,6%	8,9%
EBITDA-marginal, justerad	8,8%	4,1%	6,3%	Neg.	1,1%	6,6%	8,9%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	0,0%	Neg.	Neg.	Neg.	0,7%

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	0%	Neg.	Neg.	Neg.	3%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5%

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	17%	11%	12%	35%	18%	11%	9%
Kundfordringar / totala intäkter	14%	16%	21%	15%	10%	10%	10%
Leverantörsskulder / KSV	21%	20%	23%	11%	9%	10%	10%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	29%	23%	36%	18%	23%	24%	24%
Rörelsekapital / totala intäkter	7%	1%	5%	27%	11%	3%	0%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,0x	1,0x	0,7x	0,9x	1,6x	2,3x

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-507	-354	-59	43	27	89	207
Soliditet	80%	75%	57%	60%	59%	47%	34%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,3x	-0,1x	0,0x	0,0x	0,1x	0,4x
Nettoskuld / EBITDA	-3,9x	1,2x	-0,7x	-0,1x	2,3x	0,8x	1,0x

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,04	-1,10	0,00	-1,92	-0,22	-0,08	0,04
EPS, justerad	-0,04	0,00	0,00	-0,50	-0,22	-0,08	0,04
FCF per aktie	0,21	0,13	-0,23	-1,44	0,09	0,11	0,19
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20	0,40
Eget kapital per aktie	5,73	3,83	3,48	2,84	1,84	1,56	1,20
Antal aktier vid årets slut, m	314	309	295	305	421	421	421
Antal aktier efter utspädning, snitt	314	309	295	305	421	421	421

Källa: Fingerprint Cards, EPB

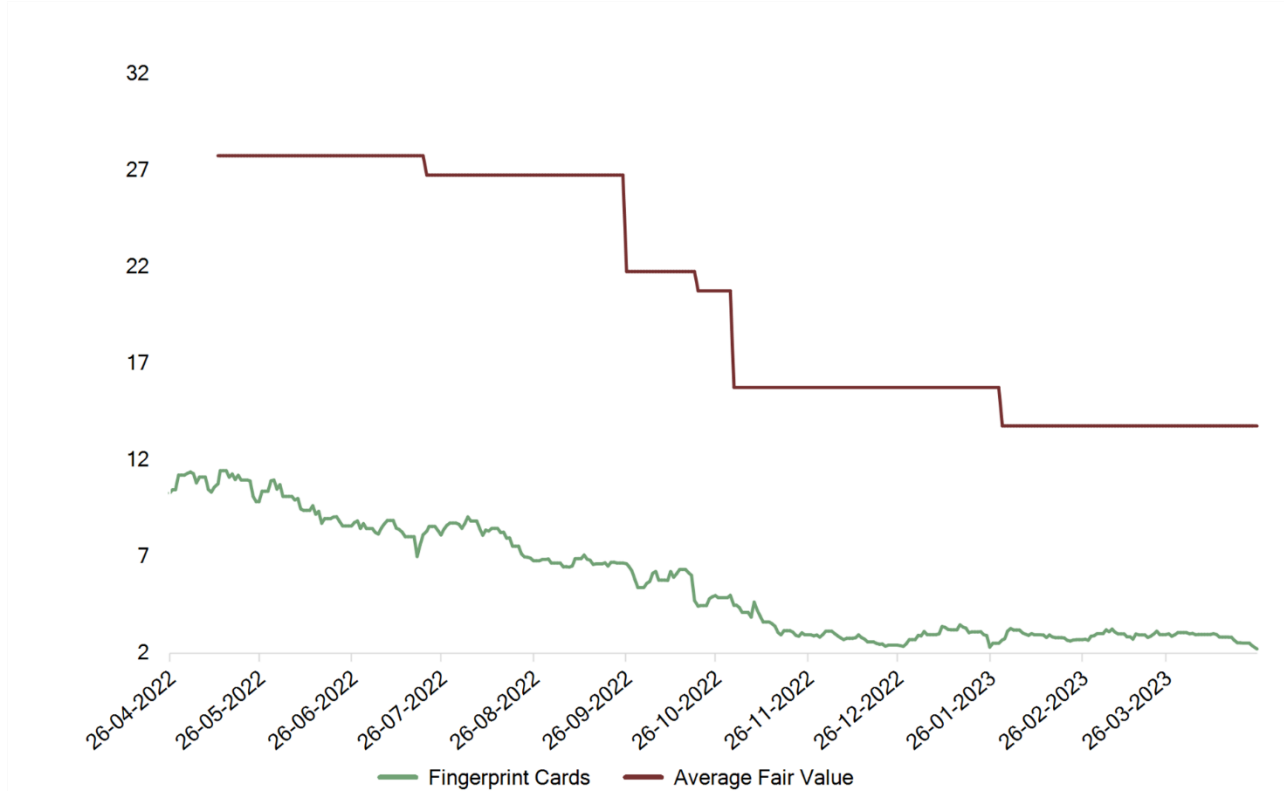
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	61 078,7x	Neg.	Neg.	Neg.	66,6x
P/EK	3,3x	4,5x	5,9x	1,0x	1,3x	1,6x	2,0x
P/FCF	90,4x	137,9x	Neg.	Neg.	28,2x	22,2x	12,7x
FCF-yield	1%	1%	Neg.	Neg.	4%	5%	8%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%	16,3%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-246,2%	>100%
EV/Sales	3,7x	3,9x	4,4x	1,5x	1,1x	0,7x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	42,1x	94,9x	70,6x	Neg.	98,4x	10,5x	5,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30,5x
EV	5 420	4 895	6 025	1 277	1 135	1 135	1 135
Aktiekurs	18,9	17,4	20,7	2,9	2,5	2,5	2,5

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Fingerprint Cards (FINGB 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