



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Kommunikation | Sverige | 24 maj 2023

Kebni

Rustat för tillväxt

På rätt väg mot de strategiska målen

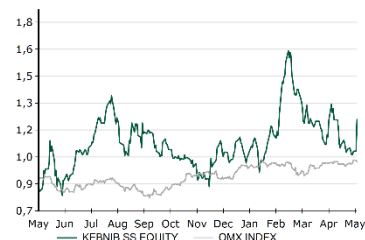
Omsättningen ökade 80% y/y till 10,8 mkr (6,1), vilket till stor del var drivet av leveranser av satellitantenner till kunden IAI. Utvecklingsprogrammet, som pågått mellan 2013-22, är slutfört och Kebni har nu världens mest testade maritima antenn för militärt bruk. Nu kan försäljningsarbetet intensifieras och breddas till såväl IAI som till nya kunder. Det har under kvartalet fortsatt att komma in ordrar inom Satcom och kvartalet signalerar att Kebni är på rätt väg mot det strategiska målet att omsätta 150-200 mkr 2024. EBIT blev -10 mkr (-12) och kostnaderna ligger i linje med vad man kan förvänta sig i den fas som bolaget befinner sig i.

Väl rustat för stark omsättningstillväxt

Det viktigaste för Kebni i närtid är annars att den nya produktionsanläggningen görs klar för att i Q2 börja leverera IMU-sensorer till Saabs NLAW samt även den nya IMU-familjen SensAltion. Detta går enligt plan och den officiella produktionsstarten är planerad till slutet av kvartalet. Vi förväntar oss att fler ordrar från Saab kommer att annonseras under året. Orderboken är rekordstor och Kebni är väl rustade för den kraftiga försäljningstillväxt vi ser de kommande åren, där vi bedömer att skalbarheten leder till lönsamhet under 2024.

Behåller motiverat värde

Vi gör endast marginella justeringar i våra prognoser efter rapporten. Under kvartalet tillfördes bolaget ca 24 mkr tack vare nyttjande av teckningsoptioner och kassapositionen är god på drygt 19 mkr. Vårt motiverade värde ligger kvar på 1,7-1,9 kr per aktie.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	1.7 – 1.9 kr												
Totala intäkter	7,2%	0,3%	0,2%	Totala intäkter	34	109	200	261	Aktiekurs	1,2 kr												
EBITDA, just.	15,5%	-10,1%	-5,9%	Tillväxt	22%	>100%	84%	31%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	n.m.	0%	-0,8%	EBITDA, just.	-39	-15	14	31	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-64	-23	6	23														
Q2 - rapport	24 augusti 2023			EPS, just.	-0,4	-0,1	0,0	0,1														
Q3 - rapport	27 oktober 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	0,2	0,2	0,2	0,3	<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	247m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	301			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	3,0%	9,1%														
Nettoskuld	-16			ROE, just.	Neg.	Neg.	9,3%	31,0%														
EV	284			ROCE, just.	Neg.	Neg.	13,5%	40,4%														
Free float	67%			EV/Sales	6,0x	2,6x	1,4x	1,1x														
Daglig handelsvolym, snitt	2 245k			EV/EBITDA	-	-	20,5x	9,2x														
Bloomberg Ticker	KEBNIB SS EQUITY			EV/EBIT	-	-	49,1x	12,4x														
Analytiker				P/E, just.	-	-	69,7x	16,8x														
Henrik Holmer				P/EK	5,7x	6,7x	6,1x	4,4x														
henrik.holmer@penser.se				FCF yield	-	-	0%	2%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,3x	0,1x	-0,1x	-0,2x														

## Investment case

**Inne i en kommersialiseringsfas:** Kebni har flera nyckelprodukter som är redo för att börja säljas. Produkterna har breda användningsområden som riktar sig mot expansiva marknader som försvarsindustrin och självkörande fordon där kraven på säkerhet och prestanda är höga, vilket leder till signifikanta inträdesbarriärer. Kebni har med sina två affärsområden, Satcom och Inertial Sensing, en unik kombination av teknikkunskaper och kan fokusera på segment med höga krav och därmed höga marginaler. Inom Satcom har bolaget världens mest testade maritima antenn för militära krav som nu kan börja säljas till världsledande systemintegratörer.

**Utökar sin adresserbara marknad:** Samtidigt utökar Kebni sin marknad inom satellitkommunikation på land genom att penetrera nya kundsegment samt genom nya unika produkter som snart kan lanseras. Utöver det lanseras de standardiserade IMU-sensorerna SensAltion samt en unik helhetslösning för intelligenta byggnadsställningar.

**Stor orderbok leder till accelererande försäljning kommande år:** Med sin kompetens inom utveckling och kalibrering kan Kebni erbjuda överlägsen pris/prestanda inom sina segment för tröghetssensorer (IMU:er), vilket ledde fram till att de fick prestigeordern att utveckla en skräddarsydd IMU-sensor för Saabs NLAW som kommer att börja levereras under 2023. Bolaget gick därmed in i 2023 med en rekordstor orderbok, vilket kommer leda till kraftiga försäljningsökningar. Det strategiska målet är att öka försäljningen från 26 mkr 2022 till 150-200 mkr 2024. Efter att Kebni annonserat sin strategiska plan för 2023-27 har Saab fått tre stora ordrar på NLAW, vilka ännu inte förts vidare till beställningar av Kebnis IMU-sensorer och som vi räknar med kommer att få stor effekt på försäljningen. Därför känner vi oss bekväma med att våra prognoser ligger i det övre spannet av de finansiella målen.

**Värderingen reflekterar varken omställningen eller kommersialiseringen av produktportföljen:** Tack vare en stark produktportfölj samt en flexibel och skalbar organisation räknar vi med att den kraftiga volymtillväxten kommer leda till positiva kassaflöden samt lönsamhet 2024. Detta blir en stark kontrast mot en besvärlig historik av förluster och kontinuerliga emissioner. De senaste två åren har Kebni rekryterat en mängd nya anställda med hög kompetens samt utökat sin marknadsnärvaro till ett 20-tal länder över hela världen. Sammantaget innebär detta att Kebni går in i 2023 som ett helt nytt bolag som inte reflekteras i dagens aktievärdering.

## Bolagsprofil

Kebni är ett svenskt teknikbolag som utvecklar, producerar och säljer utrustning för navigering, positionering och stabilisering inom affärsområdena Inertial Sensing och Satcom. Gemensamt för utrustningarna är att de känner av rörelse och mäter rörelse för att kunna stabilisera. Inom Inertial Sensing byggs tröghetssensorer, så kallade IMU-sensorer. Dessa gör Kebni antingen som standardiserade komponenter, skräddarsydda IMU:er eller som del av en helhetslösning där man gör slutprodukter till kunder. Användningsområdena är till exempel inom fordonsindustrin och militära applikationer. Inom Satcom byggs satellitkommunikationsantennerna för stillastående applikationer på land, rörliga applikationer på land samt rörliga applikationer till sjöss. Bolagets varumärken erbjuder tekniskt avancerade och robusta produkter i form av både standardiserade och kundanpassade lösningar baserat på modulära plattformar för de mest krävande kunderna som kan vara statliga, militära eller kommersiella. Kunderna är ofta marknadsledande och exempel är Saab, Epiroc, Israel Aerospace Industries (IAI) och BAE Systems. Det finns teknisynergier mellan affärsområdena, särskilt genom återanvändning av programvara och algoritmer samt användningen av IMU-sensorer i satellitkommunikationssystemen. Det finns även synergier inom försäljning, marknadsföring, leverans, produktion samt forskning och utveckling inom Kebnis verksamheter.

## Värdering

För att komma fram till vårt motiverade värde har vi använt oss av en DCF-värdering med en WACC på 14%, en långsiktig tillväx på 3% och långsiktiga EBIT-marginaler på 15%, vilket ger ett värde på 1,8 kr. Denna baseras på våra prognoser som sträcker sig fram till 2025 och ett terminalvärde 2036. Eftersom Kebni går in i en ny fas där försäljning och lönsamhet ska ta stora kliv jämfört med historiken, finns det osäkerhet i prognoserna. Därför sätter vi ett högt avkastningskrav på 14%, vilket indikerar hög risk. I takt med att bolaget bevisar sig och försäljningen och lönsamheten utvecklas i den takt vi förutser kommer vi kunna sänka avkastningskravet. Detta syns i känslighetsanalysen nedan.

Vårt motiverade värde enligt ovan landar på 1,7-1,9 kr.

DCF - antaganden och slutsatser					
Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	166 282	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	264 581	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>430 863</b>	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-16 273	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>Avkastningskrav, eget kapital</b>	<b>14,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	4,9%
<b>Eget kapital</b>	<b>447 136</b>			Skattesats	21%
Antal utstående aktier, full utspädning	246 504				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>1,81</b>				

Källa: EPB

DCF - känslighetsanalys											
		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	10,0%	3,2	3,4	3,7	4,0	4,3	2,5	3,1	3,7	4,3	4,9
	12,0%	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	1,7	2,1	2,5	2,9	3,3
	14,0%	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	1,2	1,5	1,8	2,1	2,4
	16,0%	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6	1,8
	18,0%	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	5	7	35	39	18	26	99	191	252
Övriga rörelseintäkter	6	7	2	7	9	7	9	8	9
<b>Totala intäkter</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>36</b>	<b>46</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>109</b>	<b>200</b>	<b>261</b>
Kostnad sålda varor	-2	-3	-23	-25	-12	-23	-63	-115	-151
<b>Bruttoresultat</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>46</b>	<b>85</b>	<b>110</b>
Övriga rörelsekostnader	-16	-22	-19	-46	-45	-50	-61	-71	-78
<b>EBITDA</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-5</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>	<b>-15</b>	<b>14</b>	<b>31</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-5</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>	<b>-15</b>	<b>14</b>	<b>31</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-5</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>	<b>-15</b>	<b>14</b>	<b>31</b>
<b>EBIT</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-23</b>	<b>6</b>	<b>23</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-23</b>	<b>6</b>	<b>23</b>
Finansnetto	-3	-1	-3	-2	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-23</b>	<b>6</b>	<b>23</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-23</b>	<b>6</b>	<b>23</b>
Total skatt	0	0	0	0	0	0	0	-1	-5
<b>Nettoresultat</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-38</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-23</b>	<b>4</b>	<b>18</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-38</b>	<b>-38</b>	<b>-64</b>	<b>-23</b>	<b>4</b>	<b>18</b>
Intäktstillväxt	-	33%	>100%	26%	-40%	22%	>100%	84%	31%
Bruttomarginal	>100%	>100%	39,6%	53,5%	85,7%	41,2%	46,0%	44,4%	43,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	9,1%
EPS, justerad	-0,04	-0,02	-0,23	-0,59	-0,39	-0,36	-0,09	0,02	0,07
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Kebni, EPB

## Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-9	-12	-12	-35	-38	-64	-23	6	23
Övriga kassaflödesposter	-4	-2	1	7	6	22	8	7	3
Förändringar i rörelsekapital	-1	4	-14	-9	3	11	-15	2	-3
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>	<b>-25</b>	<b>-37</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>14</b>	<b>23</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-1	0	-1	-2	0	-3	-6	-8
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-6	-5	-12	-11	-7	-10	-8	-10
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	0	-1	1	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>	<b>-30</b>	<b>-50</b>	<b>-41</b>	<b>-38</b>	<b>-43</b>	<b>0</b>	<b>6</b>
Nyemission / återköp	18	15	46	54	35	46	24	0	0
Förändring av skulder	0	-2	-13	-1	12	-12	8	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>34</b>	<b>53</b>	<b>47</b>	<b>34</b>	<b>32</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>6</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-3</b>	<b>11</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>

Källa: Kebni, EPB

## Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	0	0	0	5	4	3	2	2	1
Övriga immateriella tillgångar	23	28	26	28	30	25	29	30	34
Materiella anläggningstillgångar	0	1	1	1	3	2	5	10	16
Övriga anläggningstillgångar	1	0	6	11	12	2	2	2	2
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>53</b>
Varulager	2	5	9	10	10	6	16	18	23
Kundfordringar	1	4	8	5	8	8	32	54	71
Övriga omsättningstillgångar	2	1	3	14	10	6	7	12	13
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	1	8	11	15	11	1	1	7
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>29</b>	<b>39</b>	<b>44</b>	<b>32</b>	<b>56</b>	<b>85</b>	<b>114</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>61</b>	<b>85</b>	<b>92</b>	<b>63</b>	<b>94</b>	<b>128</b>	<b>167</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	5	15	51	65	62	44	45	49	68
<b>Summa eget kapital</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	<b>62</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>68</b>
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	9	6	5	5	5	5
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	13	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	1	3	7	3	7	6	28	54	71
Övriga kortfristiga skulder	24	11	3	7	17	9	16	20	24
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>24</b>	<b>15</b>	<b>44</b>	<b>74</b>	<b>94</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>61</b>	<b>85</b>	<b>92</b>	<b>63</b>	<b>94</b>	<b>128</b>	<b>167</b>

Källa: Kebni, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	33%	>100%	26%	-40%	22%	>100%	84%	31%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	>100%	>100%	39,6%	53,5%	85,7%	41,2%	46,0%	44,4%	43,4%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,2%	12,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,2%	12,3%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	9,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	9,1%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,3%	7,2%

Källa: Kebni, EPB

## Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%	31%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14%	40%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%	42%

Källa: Kebni, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	21%	37%	25%	22%	38%	18%	15%	9%	9%
Kundfordringar / totala intäkter	11%	29%	22%	10%	28%	24%	29%	27%	27%
Leverantörsskulder / KSV	57%	99%	32%	13%	62%	25%	44%	47%	47%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	24%	15%	42%	21%	35%	40%	41%
Rörelsekapital / totala intäkter	-199%	-24%	29%	39%	16%	16%	10%	5%	5%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	0,5x	0,7x	0,7x	0,4x	0,8x	2,4x	4,0x	3,9x

Källa: Kebni, EPB

## Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-3	11	-8	-11	-15	-11	-1	-1	-7
Soliditet	16%	36%	83%	77%	67%	69%	48%	39%	41%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,6x	0,8x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	0,0x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	0,3x	-1,0x	1,6x	0,4x	0,5x	0,3x	0,1x	-0,1x	-0,2x

Källa: Kebni, EPB

## Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,04	-0,02	-0,23	-0,59	-0,39	-0,36	-0,09	0,02	0,07
EPS, justerad	-0,04	-0,02	-0,23	-0,59	-0,39	-0,36	-0,09	0,02	0,07
FCF per aktie	-0,06	-0,03	-0,44	-0,80	-0,43	-0,21	-0,17	0,00	0,02
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	0,01	0,02	3,96	1,03	0,63	0,17	0,18	0,20	0,27
Antal aktier vid årets slut, m	371	730	12,8	63,4	97,5	252	247	247	247
Antal aktier efter utspädning, snitt	328	551	67,7	63,4	97,5	175	251	251	251

Källa: Kebni, EPB

## Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	69,7x	16,8x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	1,3x	1,2x	5,7x	6,7x	6,1x	4,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1 488,7x	53,2x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	2%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	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	Neg.	Neg.	Neg.	1,6x	2,1x	6,0x	2,6x	1,4x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20,5x	9,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	49,1x	12,4x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	73	59	202	284	284	284
Aktiekurs	-	-	-	1,3	0,8	1,0	1,2	1,2	1,2

Källa: Kebni, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Kebni (KEBNIB 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](http://www.penser.se)