



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Software | Sweden | 14 November 2023

Irisity

Guidance reiterated, but with reduced visibility

Report in line with guidance

Net sales came in at SEK 32.3m for the quarter, implying growth of 143% y/y. This sound growth relates to the company now seeing large project revenues, with MRR unchanged q/q and declining SEK 0.2m y/y. EBITDA was SEK 1.4m, which was lower than required for it to achieve the full-year estimate. The company maintains its guidance for Q4 net sales at SEK 37–42m, despite the increased uncertainty given ongoing conflict in the Middle East, an important market and home to large parts of the company.

Preparing for an uncertain environment

We account for the uncertainty the company flags in the world around it by lowering our Q4 sales estimate by 4% to SEK 34m. Given that capitalisation and other income beat our estimates in Q3, we leave our total revenue forecast for 2023 unchanged. We cut EBITDA to zero, assuming an unchanged cost base. We reduce our 2024–2025 total revenue estimates by on average 1,7%. As we maintain our cost base expectations, we lower our 2024–2025 EBITDA forecasts by 8% and 5%, respectively.

Fair value maintained

Despite the increased near-term uncertainty, we believe Irisity has taken a number of steps in the right direction during the quarter. We base this on: 1) It has concluded its first OEM contract with US security company Identiv, confirming the strategy communicated by the new management. 2) The launch of the first tailor-made AI algorithm, “2 men on a motorcycle”. These two factors boost our confidence in our long-term view of Irisity. As a result, we leave our fair value unchanged. The adjustments to our sales estimates only affect the valuation within our fair value range.

Estimate changes			Forecasts (SEKm)				Valuation and risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Fair value	SEK 9,1 - 9,5	
Total revenues	-0,8%	-2,9%	-0,4%	121	159	197	237	Share price	SEK 4,3	
EBITDA, adj.	nm	-7,9%	-4,8%	Growth	30%	31%	24%	20%	Risk level	High
EPS, adj.	nm	nm	nm	EBITDA, adj.	-32	0	24	35	<div style="background-color: #006666; color: white; padding: 5px; text-align: center;">12-mth share price development</div>	
Coming events			EBIT, adj.	-147	-129	-100	-88			
			EPS, adj.	-3,6	-2,8	-2,1	-1,8			
Q1 - report	23 February 2024		EPS growth, adj.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.			
Q2 - report	15 May 2023		Equity per share	19,3	13,6	11,5	9,7			
Company details (SEKm)			Dividend per share	0,0	0,0	0,0	0,0			
			EBIT margin	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Number of shares	49m		ROE, adj.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Market capitalisation	213		ROCE, adj.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Net debt	32		EV/Sales	2,4x	1,5x	1,2x	1,0x			
EV	246		EV/EBITDA	-9,0x	1038,8x	10,1x	6,9x			
Free float	85%		EV/EBIT	-2,0x	-1,9x	-2,5x	-2,8x			
Daily trading volume, average	66k		P/E, adj.	-1,9x	-1,5x	-2,1x	-2,4x			
Bloomberg Ticker	IRIS SS EQUITY		Price/book value	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x			
Analyst			FCF yield	-27%	-24%	-8%	-6%			
			Net debt/EBITDA	0,1x	-42,9x	0,3x	0,6x			
Rikard Engberg							Conflicts of interest			
rikard.engberg@penser.se									Yes No	
							Market maker		✓	
							Certified adviser	✓		
							Transactions, 12 mth	✓		

Investment case

Technical validation: We believe Irisity's technical platform holds a particularly solid position in the market. We base this on it having received technical validation from leading players in the market like Axis and Milestone. We consider much of its share price performance in recent years as stemming from other factors.

Integration and strategy finalised: We believe the protracted integration of Agent Vi has now been completed, with synergies visible from 2024 and on. We also believe the new management's strategic initiatives, focused on increasing sales and monetising existing products, will propel the company back to profitability and growth.

New initiatives will generate growth: Irisity has expanded its offering to provide tailored AI solutions on demand for customers. We believe these, particularly the applications not involving human activity, can contribute to sound growth in the future.

Company profile

Irisity is a software company that develops different analysis algorithms for IP cameras. These cameras can then be used to facilitate various types of surveillance work. Case studies from the company have demonstrated reductions of some 30% in OPEX and around 80% in OPEX. OPEX savings mainly stem from Irisity being able to reduce the number of false alarms, which is one of the largest cost aspects with traditional surveillance. We believe Irisity has developed a fairly robust software. Beyond effectively reducing the number of alarms with traditional surveillance, Irisity has also developed predictive algorithms that can, for example, warn about suspicious or violent behaviour in public spaces or of a fall by residents at an elderly care home. Irisity's algorithms all work in real time with complete anonymisation, which reduces the authorisation and administration required during installation.

The security industry is conservative, with numerous players. Beyond the pure security companies, there are a number of different types of suppliers to these. These include camera manufacturers, software companies, VMS companies, etc. Given the industry's rapid geographical consolidation, it is relatively decentralised, meaning its digitalisation is relatively slow. Today, only 50% of surveillance cameras are connected and just 50–60% of all storage is in private/connected clouds, limiting the use of analytics. Irisity has managed to engage with several key players in the industry and has, among other things, established a co-operation with leading camera manufacturer Axis, two of the most prominent WMS operators – Milestone and Genentech – and signed agreements with G4S and Securitas, two key security companies. We thus consider the company's technology verified by these leading industry players. During 2021–2022, however, we saw major disruptions to supply chains in the branch, with 46% of all surveyed companies reporting project delays in excess of three months.

We believe there is potential for Irisity to return to a relatively high growth rate following a 2022 dominated by supply chain disruptions that led, in turn, to delays and project cancellations. We base this hypothesis on the company now having a relatively robust sales year and, thanks to the agreements signed, a presence across most of the ecosystem.

Valuation

We have chosen to value Irisity using a peer valuation based on the 2025 sales estimate. We have then discounted this back to current value to arrive at our fair value.

- In our view, Irisity should be valued at a multiple of 3.5x EV/Sales. This represents a discount to the listed SaaS companies. We consider this realistic since Irisity has a higher variable component in its revenues and is not profitable at present.
- IRR of 25%, previously 30%. We see the conducted share issue reducing the financial risk in Irisity. We expect, however, that a high IRR is still warranted as the company and its new management must prove the initiatives taken will be visible in revenues.

These two assumptions suggest a valuation of some SEK 9.1–9.5 per share. Despite the high required rate of return, we remain confident in the company's products owing to the technical validation received from Axis and Mobotix and other industry partners. This is bolstered by the performance we have seen from the products, the example projects from G4S and other customers, and the projects Irisity has won in recent years. We believe required rate of return can decrease if the company delivers on its guidance, given financial risk in the company is now considerably lower thanks to the recently completed share issue.

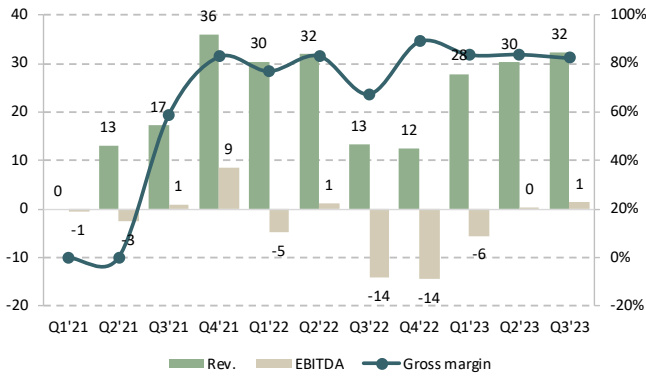
The quarter in detail

Irisity has concluded an OEM contract with US digital security company Identiv. The agreement means the sale of Irisity's IRIS+ platform as "Identiv VisionAI – Powered by Irisity". Identiv, which is listed in the US on NASDAQ, is expected to generate USD 29–31m in turnover in Q4 2023, and it has around 5,000 customers worldwide. We expect this deal to start adding to MRR during Q4 but primarily in 2024–2025. We consider this a key milestone in Irisity's strategy to bolster sales via OEMs. We expect several similar agreements to prove a key factor in propelling estimates and the share price in the future. Moreover, we believe this agreement will expand the gross margin as only software is sold.

During the quarter, Irisity launched its tailored AI algorithm, "2 men on a motorcycle". The algorithm is designed for crime prevention in the Latin American market, where two men on one motorcycle are often a strong indication that crimes will be committed, given that certain city limits are crossed. Tests were conducted in October and the results appear promising. We believe Latin America will thus contribute to future growth.

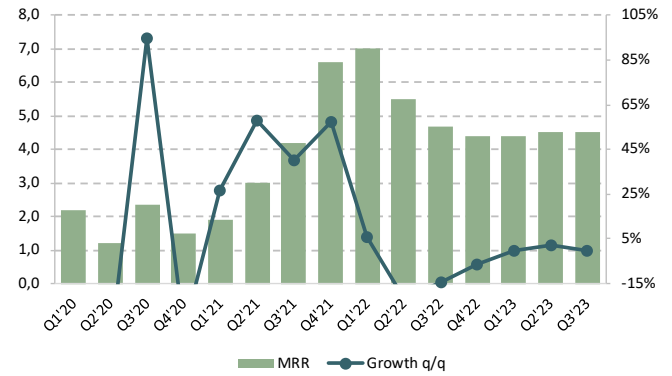
Irisity in charts

Turnaround in sight



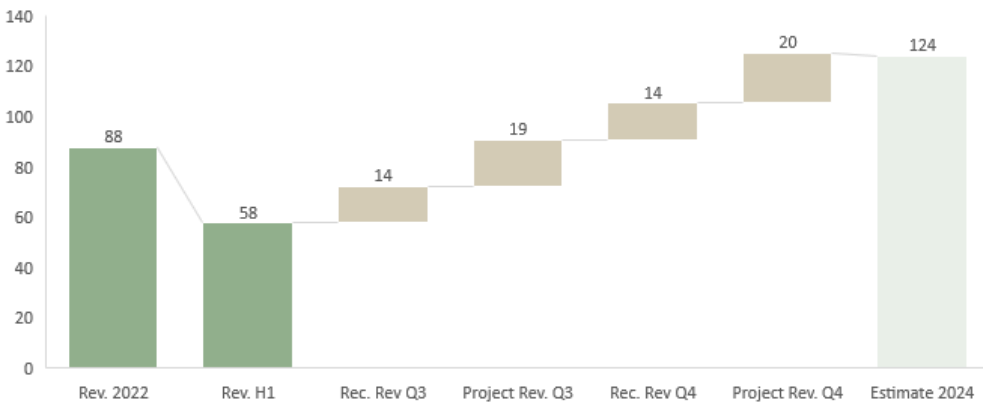
Source: Company

We expect MRR to begin increasing



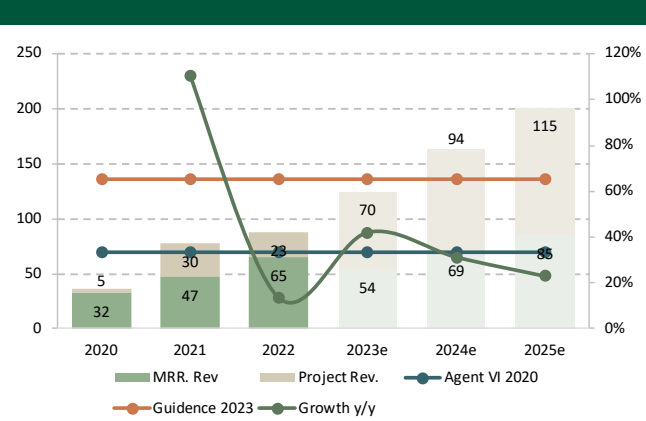
Source: Company

Revenue bridge – current year



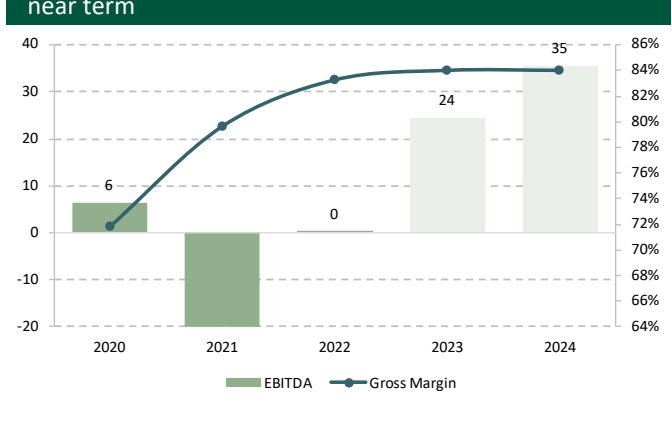
Source: EPB

Agent VI has not delivered as much as we anticipated



Source: EPB

Profitability achievable thanks to strong gross margins in near term



Source: EPB

Valuation

Peers														
Valuation	MCAP (USD)	EV (USD)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
AVTECH Sweden	18	16	7,77x	5,23x	4,23x	--	9,5x	6,9x	29,3x	13,4x	8,9x	--	--	--
Fortnox	2 716	2 693	22,91x	14,24x	11,29x	57,9x	28,5x	22,2x	65,5x	35,0x	25,9x	62,3x	44,8x	33,1x
SmartCraft	320	298	9,94x	7,21x	6,32x	25,8x	16,4x	14,1x	32,9x	20,3x	17,3x	--	27,1x	23,1x
Lime Technologies	329	345	6,72x	5,62x	4,97x	23,8x	17,9x	15,6x	34,3x	26,4x	22,3x	45,4x	31,2x	26,8x
SimCorp	--	4 113	6,45x	6,04x	5,51x	24,5x	24,3x	21,8x	27,1x	26,6x	23,7x	37,5x	33,5x	29,8x
Admicom	211	210	5,82x	5,53x	5,12x	14,7x	14,1x	13,1x	20,0x	16,2x	14,8x	28,0x	19,0x	17,5x
Lemonsoft	99	101	3,75x	3,27x	3,10x	11,6x	10,2x	9,5x	14,6x	11,8x	11,1x	20,3x	15,2x	14,3x
Efecte	52	50	1,98x	1,69x	1,49x	--	19,4x	11,1x	--	38,9x	15,5x	(29,3x)	52,1x	20,2x
FormPipe Software	124	127	2,67x	2,43x	2,21x	13,6x	9,7x	7,8x	35,6x	18,2x	12,7x	57,5x	23,4x	16,0x
Vitec Software Group	1 666	1 624	6,74x	5,43x	4,65x	17,2x	13,7x	11,7x	29,9x	23,5x	19,9x	54,9x	36,0x	31,4x
Karnov Group	520	726	3,57x	3,04x	2,93x	13,3x	11,1x	10,3x	31,7x	24,5x	20,8x	19370,4x	16,3x	13,1x
Upsales Technology	62	57	4,33x	3,73x	3,09x	14,9x	14,5x	12,5x	18,4x	20,1x	16,4x	24,2x	26,6x	22,1x
Irisity	20	23	3,04x	1,45x	1,21x	--	9,7x	6,9x	--	--	--	--	--	--
Mean			7,47x	5,67x	4,89x	23,6x	16,4x	13,4x	32,1x	23,0x	17,2x	34,6x	31,4x	23,6x
Median			6,58x	5,48x	4,81x	20,5x	15,3x	12,4x	29,9x	21,9x	16,4x	41,5x	31,2x	23,1x

Source: Factset

Sensitivity table

X-WACC, Y EV/Sales 2025

	15%	20%	25%	30%	35%
2,8	9,1	8,2	7,5	6,9	6,3
3,0	9,9	8,9	8,1	7,4	6,8
3,5	11,4	10,3	9,4	8,6	7,9
3,5	11,4	10,3	9,4	8,6	7,9
4,0	13,0	11,7	10,7	9,7	8,9

Source: EPB

DCF

Valuation output		WACC assumptions		Terminal value assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	234	Risk free nominal rate	2,5%	Long term growth rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	246	Risk premium	5,5%	Long term EBIT margin	25,0%
Enterprise value	480	Small cap premium	6,0%	Depreciation (% of sales)	7,5%
Latest net debt	32	Extra Risk	1%	Capex (% of sales)	8,0%
Minority interests & other	0	WACC	15,5%	Working cap. (% of sales)	8,0%
Equity value	447			Tax rate	21%
No. of shares outstanding (millions)	49				
Equity value per share	9,1				

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate					Long-term EBIT margin						
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%			20,0%	22,5%	25,0%	27,5%	30,0%
WACC	13,0%	11,8	12,2	12,7	13,2	13,7	WACC	13,0%	10,3	11,5	12,7	13,8	15,0
	14,0%	10,4	10,7	11,0	11,4	11,9		14,0%	9,0	10,0	11,0	12,1	13,1
	15,5%	8,6	8,8	9,1	9,4	9,7		15,5%	7,4	8,3	9,1	9,9	10,7
	16,0%	8,1	8,3	8,5	8,8	9,1		16,0%	7,0	7,8	8,5	9,3	10,1
	17,0%	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0		17,0%	6,2	6,9	7,6	8,3	9,0

Source: EPB

Income statement

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net sales	35	45	35	37	77	88	124	163	201
Other operating income	0	0	16	13	16	34	34	34	36
Total revenues	35	45	52	50	93	121	159	197	237
Cost of goods sold	-8	-9	-13	-15	-22	-18	-21	-26	-32
Gross profits	27	36	39	35	71	103	138	171	204
Other operating costs	-27	-44	-43	-41	-65	-135	-138	-147	-169
EBITDA	1	-8	-5	-6	6	-32	0	24	35
EBITDA, adjusted	1	-8	-5	-6	6	-32	0	24	35
EBITA, adjusted	1	-8	-5	-6	6	-32	0	24	35
Amortisation	-4	-6	-12	-13	-13	-49	-39	-39	-39
EBIT	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-129	-100	-88
EBIT, adjusted	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-129	-100	-88
Net financial items	-1	-1	-1	0	-1	0	-3	-2	-2
Profit/loss before tax	-4	-14	-17	-20	-26	-148	-132	-102	-90
Profit/loss before tax, adjusted	-4	-14	-17	-20	-26	-148	-132	-102	-90
Total taxes	0	0	0	0	3	11	9	0	0
Net income	-4	-14	-18	-20	-24	-137	-123	-102	-90
Net income, adjusted	-4	-14	-18	-20	-24	-137	-123	-102	-90
Revenue growth	-	29%	14%	-4%	88%	30%	31%	24%	20%
Gross margin	77,7%	79,4%	>100%	94,5%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT margin, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, adjusted	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,82	-2,06	-1,84
EPS growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Source: Irisity, EPB

Cash flow analysis

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-129	-100	-88
Other cash flow items	4	6	12	13	31	116	127	122	122
Changes in working capital	-3	1	3	-5	-33	-10	-12	-5	-11
Cash flows from operating activities	-2	-7	-2	-11	-27	-42	-14	18	22
Investments in fixed assets	-	-	-	-	0	-1	-1	-1	0
Investments in intangible fixed assets	-11	-20	-18	-10	-15	-25	-29	-34	-36
Other cash flow from investments	-	-	-	-	-74	0	0	0	0
Cash flows from investment activities	-11	-20	-18	-10	-90	-26	-31	-35	-36
Free cash flows	-14	-27	-20	-21	-118	-68	-45	-18	-14
Rights issues / buybacks	0	54	27	47	125	0	53	0	0
Changes in liabilities	-	-	-	-	-1	14	59	-15	0
Cash flows from financing activities	0	54	27	47	124	14	111	-15	0
Cash flows	-14	26	8	25	6	-54	66	-33	-14
Net debt	8	-21	-34	-63	-70	-3	-10	8	21

Source: Irisity, EPB

Balance sheet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ASSETS									
Goodwill	12	25	59	59	311	310	271	232	194
Other intangible assets	-	-	-	-	425	446	385	334	285
Tangible fixed assets	7	8	5	2	1	0	0	0	0
Financial fixed assets	0	0	0	0	34	39	39	39	39
Other fixed assets	-	-	-	-	2	2	3	5	5
Total fixed assets	19	33	64	61	772	797	699	610	522
Trade receivables	8	9	6	8	40	19	37	42	56
Other current assets	37	3	2	4	15	30	34	50	58
Cash and cash equivalents and short-term investments	6	32	40	65	71	18	84	51	37
Total current assets	51	44	48	77	127	66	155	143	151
TOTAL ASSETS	69	77	112	138	899	863	853	753	673
EQUITY AND LIABILITIES									
Equity	36	47	87	118	762	739	668	567	476
Total equity	36	47	87	118	762	739	668	567	476
Long-term interest-bearing liabilities	8	6	3	1	0	11	70	55	55
Other long-term liabilities	0	0	0	0	85	76	67	67	67
Total long-term liabilities	8	6	3	1	85	87	136	121	121
Short-term interest-bearing liabilities	6	5	3	1	1	4	4	4	4
Trade payables	4	4	4	4	12	5	10	11	15
Other current liabilities	16	14	14	14	38	29	35	50	56
Total current liabilities	25	24	22	19	52	38	49	65	75
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	69	77	112	138	899	863	853	753	673

Source: Irisity, EPB

Growth and margins

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue growth	-	29%	14%	-4%	88%	30%	31%	24%	20%
EBITDA growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	46%
EBIT growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Gross margin	77,7%	79,4%	>100%	94,5%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA margin	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	0,2%	14,9%	17,7%
EBITDA margin, adjusted	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	0,2%	14,9%	17,7%
EBIT margin	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT margin, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Profit margin, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Source: Irisity, EPB

Profitability

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Source: Irisity, EPB

Capital efficiency

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Trade receivables / total revenues	22%	19%	12%	17%	43%	16%	24%	21%	24%
Trade payables / cost of sales	46%	47%	34%	24%	57%	30%	48%	44%	47%
Total current liabilities / total expenses	74%	45%	39%	34%	60%	25%	31%	38%	37%
Working capital / total revenues	72%	-16%	-19%	-12%	5%	12%	17%	16%	18%
Capital turnover rate	0,7x	0,8x	0,6x	0,4x	0,1x	0,2x	0,2x	0,3x	0,4x

Source: Irisity, EPB

Financial position

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net debt	8	-21	-34	-63	-70	-3	-10	8	21
Equity asset ratio	52%	61%	78%	85%	85%	86%	78%	75%	71%
Net debt/equity ratio	0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,5x	-0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Net debt / EBITDA	10,5x	2,6x	6,9x	10,6x	-11,0x	0,1x	-42,9x	0,3x	0,6x

Source: Irisity, EPB

Share data

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,82	-2,06	-1,84
EPS, adjusted	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,82	-2,06	-1,84
FCF per share	-0,85	-1,56	-0,84	-0,82	-3,07	-1,78	-1,03	-0,36	-0,28
Dividend per share	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Equity per share	2,27	2,67	3,77	4,56	19,9	19,3	13,6	11,5	9,68
Number of shares at year-end, m	16,0	17,6	23,2	25,8	38,3	38,3	49,2	49,2	49,2
Number of shares after dilution, average	16,0	17,6	23,2	25,8	38,3	38,3	43,8	49,2	49,2

Source: Irisity, EPB

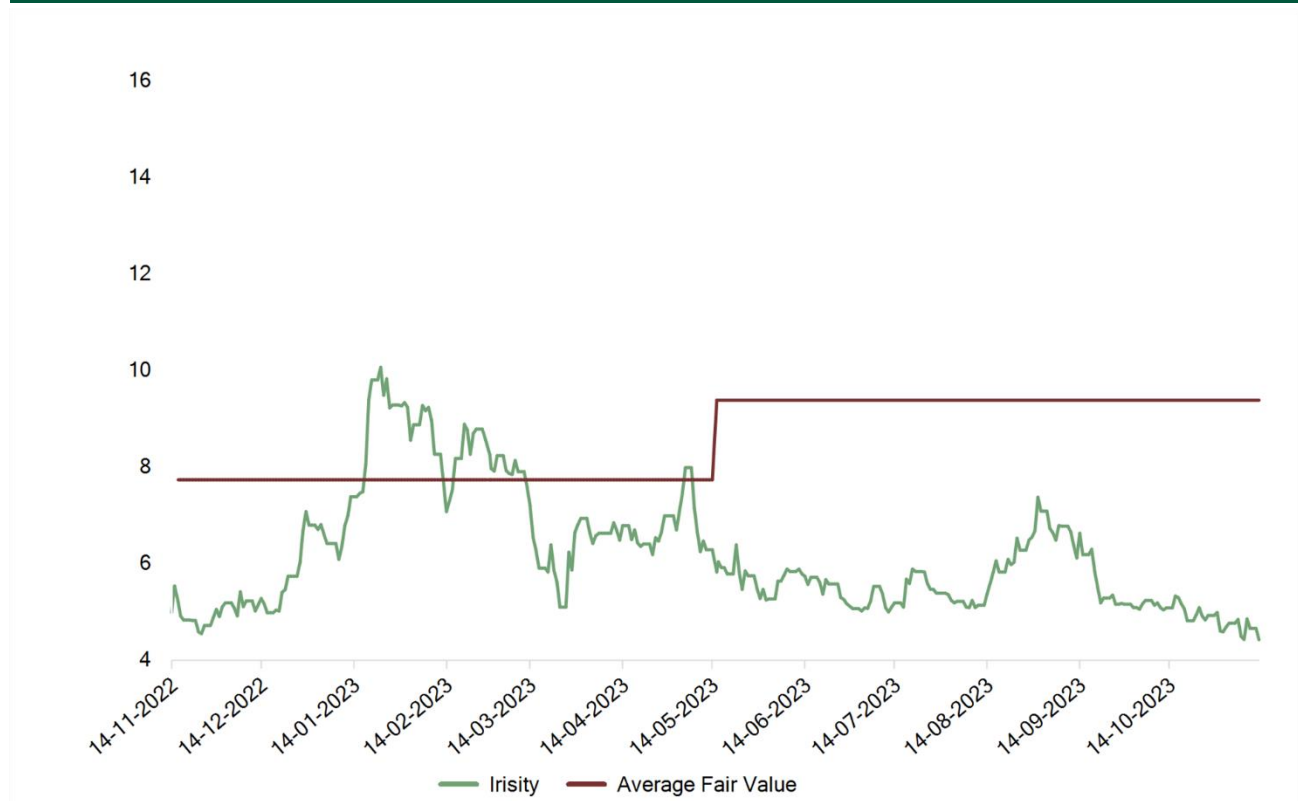
Valuation

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Price/book value	4,1x	5,4x	2,4x	8,1x	3,1x	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Payout ratio, adjusted	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	4,4x	5,1x	3,4x	18,0x	24,7x	2,1x	1,8x	1,4x	1,2x
EV/EBITDA, adjusted	213,7x	Neg.	Neg.	Neg.	359,4x	Neg.	1 191,7x	11,6x	7,9x
EV/EBIT, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	156	234	178	893	2 301	254	282	282	282
Share price	9,3	14,5	9,1	37,0	61,9	4,3	4,3	4,3	4,3

Source: Irisity, EPB

Share price and average fair value

Irisity (IRIS SS EQUITY)



Source: 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftigt rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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 informations spridning, 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