



# ERIK PENSER BANK

Penser Future | Mjukvara | Sverige | 08 juni 2023

## Sileon

### Gynnas av omställningen till mer digitala betalsätt

#### Säljer teknologin för omställningen till BNPL

Sileon är ett techbolag som säljer teknologin så att betaltjänstleverantörer och kreditgivare på ett snabbt och kostnadseffektivt sätt kan erbjuda BNPL-tjänster till sina kunder. BNPL har blivit en populär betalningsmetod, särskilt bland yngre generationer, på grund av dess transparenta avgiftsstruktur och möjligheten att skapa ekonomisk flexibilitet. För närvarande finns det få banker och kortutgivare som erbjuder BNPL-tjänster, vilket resulterar i förlorade marknadsandelar och intäkter till förmån för specialiserade BNPL-leverantörer. Vi ser en betydande potential i Sileons affärsmodell att erbjuda BNPL-funktionalitet till etablerade aktörer som riskerar att förlora intäkter på grund av att de inte har anpassat sig till utvecklingen.

#### Sileons teknologi är betalsättsagnostisk

Initialt riktar Sileon sitt erbjudande till kortutgivare av både debit- och kreditkort. Genom teknologin möjliggörs det för slutkonsumenter att i efterhand använda sin bankapp för att välja att exempelvis delbetala eller skjuta upp en redan genomförd kortbetalning. Detta gör att kortutgivare kan konkurrera med BNPL-checkout-lösningar och samtidigt öka sina intäkter genom att exempelvis erbjuda debetkortsanvändare möjligheten till krediter i efterhand.

#### Minskat kortanvändande ökar Sileons efterfrågan då kunderna vill behålla intäkterna

En ny rapport visar att användningen av betalkort i Europa är relativt konstant mellan 2022 och 2023. Samtidigt ökar användningen av digitala plånböcker, vilket är positivt för Sileon eftersom det ofta innebär att betalningar genomförs med digitala debit- eller kreditkort. Den minskade användningen av betalkort bör öka viljan hos Sileons målgrupp att köpa tjänster som hjälper dem att behålla sin marknadsandel och öka sina intäkter.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Bedömning													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e														
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	90	112	192	358	Potential	4												
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	75%	23%	72%	86%	Risk	3												
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	-11	-16	31	89	Finansiell ställning	3												
				EBIT, just.	-29	-36	9	65	Historik & meriter	2												
				EPS, just.	-1,2	-1,4	0,1	2,2														
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	Aktiekurs	4,1 kr												
				EK/aktie	1,5	0,4	0,5	1,7														
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	5,3%	19,9%														
				ROE, just.	Neg.	Neg.	17,2%	>100%														
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	9,5%	53,3%														
				EV/Sales	1,7x	1,4x	0,8x	0,4x														
				EV/EBITDA	-	-	5,2x	1,8x														
				EV/EBIT	-	-	18,1x	2,4x														
				P/E, just.	-	-	34,9x	1,7x														
				P/EK	2,4x	8,6x	7,2x	2,2x														
				FCF yield	-	-	5%	51%														
				Nettoskuld/EBITDA	-2,2x	-4,5x	2,4x	0,6x														
<b>Kommande händelser</b>									<b>Kursutveckling 12 mån</b>													
Q2 - rapport	17 augusti 2023																					
Q3 - rapport	17 november 2023																					
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>									<b>Intressekonflikter</b>													
Antal aktier	34m								<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <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> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser	✓		Transaktioner 12m	✓	
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser	✓																					
Transaktioner 12m	✓																					
Börsvärde	128																					
Nettoskuld	30																					
EV	157																					
Free float	59%																					
Daglig handelsvolym, snitt	17k																					
Bloomberg Ticker	SILEON SS EQUITY																					
<b>Analytiker</b>																						
Hugo Lisjo																						
hugo.lisjo@penser.se																						

## Investment case

Sileon är en underleverantör till aktörer på den snabbväxande och höglönsamma Buy Now, Pay Later (BNPL) – marknaden. Eftersom Sileon är en mjukvaruleverantör konkurrerar de inte med övriga betaltjänstleverantörer som t.ex. Klarna. Internationellt är det de digitala betalsätten, till exempel BNPL och digitala plånböcker, som växer absolut snabbast. Dessa betalsätt kan för leverantörerna vara mycket lönsamma, men själva tillväxten i de båda betalsätten drivs i stor utsträckning av användarnas ökade vilja att sprida betalningarna.

De som använder BNPL uppskattar betalsättets enkelhet och transparens av avgifter som omgärdar transaktionerna. Användningen av digitala plånböcker drivs till stor del av enkelheten samt den globala digitaliseringstrenden. Vi bedömer att dessa digitala betalsätt kommer att öka sin marknadsandel, i synnerhet på betalkortens bekostnad. Därför vill betalkortslieferantörerna vara med i utvecklingen för att bibehålla sin marknadsandel. Av just den anledningen har Sileon ett avtal med VISA, vilka kommer att återförsälja Sileons mjukvara samt delfinansiera utvecklingen.

Kreditgivares system är ofta byggda i äldre it-strukturer, vilket försvårar aktörernas egen utveckling av BNPL-funktionalitet, och kan därmed inte möta konsumentens efterfrågan. För kredit- och långgivare är det funktionen efter själva betaltillfället som är mest intressant. Genom att addera Sileons BNPL-funktionalitet får dessa aktörer möjlighet att tjäna pengar även efter att den initiala transaktionen är slutförd. BNPL är med andra ord uppskattat av både användare och leverantör.

## Bolagsprofil

Sileon är ett techbolag som levererar BNPL-funktion via SaaS-modell till kreditgivare på en internationell marknad. Sileons mjukvara möjliggör för kreditgivare att på ett snabbt och kostnadseffektivt sätt erbjuda sina kunder BNPL-tjänster. Plattformen är specialiserad för att hantera stora volymer av BNPL-transaktioner samt många olika scenarion och kan snarast liknas vid ett "core banking system" för BNPL. Kunderna kopplar upp sig mot tjänsten via API och kan sedan enkelt skala sitt BNPL-erbjudande på och till de marknader de vill expandera inom.

Sileons funktionalitet är byggd för att hantera BNPL-transaktioner både före (pre purchase), vid (POS) och efter själva köptillfället (after purchase). Funktionaliteten är inte knuten till ett kort eller betalsätt, utan kunden väljer själv när BNPL-funktionen ska erbjudas konsumenten. Plattformen är byggd för att vara flexibel vad gäller både olika erbjudanden samt för konsumenten att ändra betalsätt. Konsumenten kan i efterhand enkelt ändra från exempelvis en kortbetalning till en delbetalning eller liknande.

I och med att Sileon är en mjukvaruleverantör av BNPL-funktionalitet är det Sileons kunder som tjänar pengar på kreditutlåningen. Det är alltså Sileons kunder som tar intäkterna och riskerna som följer med krediterna. Majoriteten av intäkterna kommer från fasta återkommande intäkter, vi räknar med kvartalsvis, som kompletteras av en mindre rörlig intäkt. Denna styrs av antalet transaktioner på plattformen.

## Metodik

Vår analysmetodik av Sileon bygger på en bedömning av den operativa potentialen, riskerna, finansiella ställningen samt historik och meriter. Sileon verkar mot en enorm global marknad med en stark underliggande strukturell tillväxt. Vi ser att Sileon bör växa snabbare än den underliggande marknaden då de erbjuder en unik och skalbar produkt. Eftersom produkten är mjukvara ser vi god potential för höga marginaler framöver. Sammantaget ser vi en stor potential som motiverar rating 4.

Verksamheten är utsatt för olika risker. Vi ser att det runt BNPL-marknaden finns en viss regulatorisk risk som omgärdar konsumenters belåning. Eftersom Sileon är en underleverantör är risken indirekt, men kan komma att påverka Sileons intäkter. Vi ser även att det finns viss operationell risk i och med att Sileons produkt är ny i sitt slag, vilket gör det svårt att bedöma efterfrågan. Det är främst den regulatoriska risken som motiverar att vi ser risk på medelnivå, rating 3.

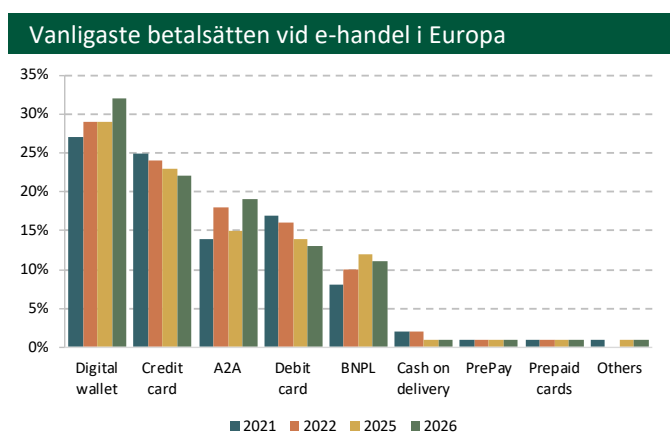
Vi anser att bolagets finansiella ställning är god trots hög belåning i absoluta tal. Delar vi upp skulden i sina delar är ca 30 mkr hänförligt dagens finansieringsverksamhet, resterande är COVID-19 stöd, lån från storägarna, konvertibelt lån samt leasing och övriga skulder. Justerar vi för främst den operativa belåningen har Sileon nettokassa. Vi anser vidare att en stor del av övrig belåning är till bra villkor och utgör därmed inte ett problem ur ett refinansierings hänseende, vilket motiverar rating 3.

Bolaget genomgår en transformation, vilket innebär att historiken i detta fall inte är central i vår analys. Det som lyfter detta kriterium är att det vuxit fram en stabil och aktiv ägarbas, vilka driver utvecklingen åt rätt håll. Den historiska utvecklingen motiverar en rating på 2.

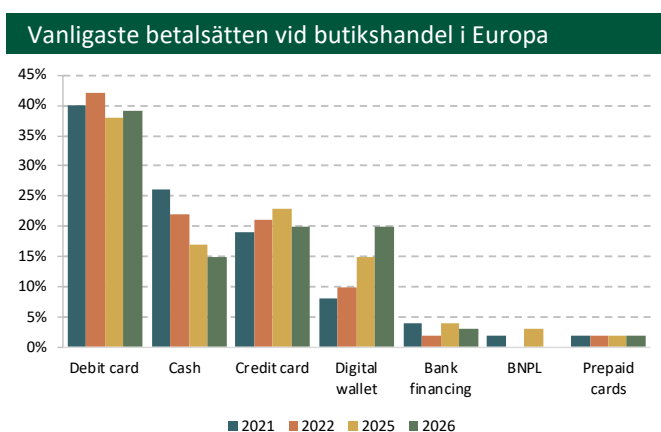
## Fortsatt ökad användning av digitala betalsätt

I FIS "The Global Payments Report" har vi följt utvecklingen av olika betalmetoder, främst i Europa, under de senaste åren. Nyligen släpptes den uppdaterade rapporten med siffror för 2022 samt prognoser för hur användningen av olika betalmetoder förväntas förändras fram till 2026.

Det finns flera intressanta trender i utvecklingen. För det första finns det en tydlig skillnad mellan betalmetoder för e-handel och fysisk butikshandel. Andelen köp som görs med både debetkort och kreditkort förväntas fortsätta minska både för fysisk och e-handel. Dock såg vi under 2022 en minskning av betalkortsanvändning vid e-handel till förmån för mer digitala betalmetoder, samtidigt som kortanvändningen i fysiska butiker ökade. Det är också intressant att notera att användningen av debetkort vid köp i fysiska butiker ökade under 2022 och förväntas inte längre samma drastiska minskning. Kreditkort förväntas nu, till skillnad från i fjol, att minska i användande fram till 2026.



Källa: Worldpay, FIS Global



Källa: Worldpay, FIS Global

För Sileon är det viktigaste att betalningar övergår till digitala betalsätt, eftersom deras funktioner är anpassade för digital förflyttning av pengar och inte är beroende av hur betalningen sker. Det spelar egentligen ingen roll vilket betalsätt som används, så länge som övergången till digitala betalningar sker. För att effektivisera sin försäljningsprocess har Sileon fokuserat på att samarbeta med kortutgivare. Genom denna strategi har de upplevt bättre respons i sina initiala kundsamtal, då det blir tydligare för mottagaren vad Sileon gör och vem som är den beslutsfattande personen på kundens sida.

Som tidigare nämnts är kortanvändandets utveckling avhängigt handelssätt, samtidigt som vi fortsätter att se en tydlig ökning av användningen av digitala plånböcker, vilket ofta innebär användningen av digitala betalkort. För Sileon spelar det ingen roll om köpet genomförs med ett fysiskt eller digitalt kort. Att kortbetalningarna minskar behöver inte vara negativt för Sileon, tvärtom. Det gör kortutgivare ännu mer angelägna om att erbjuda sina kunder nya tjänster för att fortsätta använda deras kort, samtidigt som det blir allt viktigare att hitta nya intäktströmmar. Därför förväntas efterfrågan på lösningar som gör att kortutgivarna både kan behålla marknadsandelar och intäkter kan öka, vilket talar för Sileon.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>28</b>	<b>36</b>	<b>49</b>	<b>74</b>	<b>164</b>	<b>326</b>
Övriga rörelseintäkter	9	13	16	16	41	38	28	32
<b>Totala intäkter</b>	<b>42</b>	<b>52</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>90</b>	<b>112</b>	<b>192</b>	<b>358</b>
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	0	-3	-20	-52
<b>Bruttoresultat</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>39</b>	<b>72</b>	<b>90</b>	<b>159</b>	<b>299</b>
Försäljningskostnader	0	0	0	0	0	0	0	-25
Administrationskostnader	-28	-27	-26	-34	-40	-57	-82	-138
Övriga rörelsekostnader	-21	-27	-32	-30	-43	-48	-47	-47
<b>EBITDA</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>-28</b>	<b>-25</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>31</b>	<b>89</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>-28</b>	<b>-25</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>31</b>	<b>89</b>
Avskrivningar	-16	-14	-16	-21	-19	-20	-22	-24
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-34</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>	<b>-47</b>	<b>-29</b>	<b>-36</b>	<b>9</b>	<b>65</b>
<b>EBIT</b>	<b>-34</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>	<b>-47</b>	<b>-29</b>	<b>-36</b>	<b>9</b>	<b>65</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-34</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>	<b>-47</b>	<b>-29</b>	<b>-36</b>	<b>9</b>	<b>65</b>
Finansnetto	-3	-7	-6	-3	-3	0	-3	-3
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-32</b>	<b>-36</b>	<b>5</b>	<b>62</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-32</b>	<b>-36</b>	<b>5</b>	<b>62</b>
Total skatt	0	0	0	0	0	-1	-2	-3
<b>Nettoresultat</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-32</b>	<b>-37</b>	<b>3</b>	<b>58</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-32</b>	<b>-37</b>	<b>3</b>	<b>58</b>
Intäkttillväxt	-	22%	-16%	19%	75%	23%	72%	86%
Bruttomarginal	93,1%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%	97,4%	91,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,3%	19,9%
EPS, justerad	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-1,24	-1,44	0,11	2,25
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Sileon, EPB

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-34	-31	-44	-47	-29	-36	9	65
Övriga kassaflödesposter	14	9	10	19	16	19	16	17
Förändringar i rörelsekapital	2	8	3	-4	3	5	9	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-18</b>	<b>-15</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>33</b>	<b>82</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	0	-1	-3	-3	-3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-16	-12	-15	-12	-22	-23	-25	-29
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-16</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-13</b>	<b>-23</b>	<b>-25</b>	<b>-28</b>	<b>-32</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-34</b>	<b>-27</b>	<b>-46</b>	<b>-44</b>	<b>-34</b>	<b>-38</b>	<b>5</b>	<b>50</b>
Nyemission / återköp	13	38	61	59	70	0	0	0
Förändring av skulder	15	-15	-5	6	-9	2	2	2
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	-17
Övriga poster	-1	-6	-6	-5	-9	-2	-2	-2
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>27</b>	<b>17</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>52</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-17</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>-38</b>	<b>6</b>	<b>33</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>54</b>	<b>24</b>	<b>71</b>	<b>74</b>	<b>49</b>

Källa: Sileon, EPB

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	51	52	54	48	54	60	66	73
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	0	7	4	10	6	6	6	6
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>52</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>61</b>	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>80</b>
Kundfordringar	1	0	0	2	9	14	22	37
Övriga omsättningstillgångar	73	83	63	102	88	95	104	120
Likvida medel och kortfristiga placeringar	7	0	4	20	38	1	6	39
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>81</b>	<b>84</b>	<b>67</b>	<b>124</b>	<b>135</b>	<b>109</b>	<b>132</b>	<b>197</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>132</b>	<b>142</b>	<b>126</b>	<b>182</b>	<b>196</b>	<b>175</b>	<b>204</b>	<b>277</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	13	6	14	21	52	15	18	59
<b>Summa eget kapital</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>52</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>59</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	7	26	42	33	35	37	39
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>26</b>	<b>42</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>39</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	48	37	21	32	30	37	43	49
Leverantörsskulder	2	5	6	4	5	8	16	28
Övriga kortfristiga skulder	70	87	59	83	76	80	90	101
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>120</b>	<b>129</b>	<b>86</b>	<b>119</b>	<b>111</b>	<b>125</b>	<b>150</b>	<b>179</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>132</b>	<b>142</b>	<b>126</b>	<b>182</b>	<b>196</b>	<b>175</b>	<b>204</b>	<b>277</b>

Källa: Sileon, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	22%	-16%	19%	75%	23%	72%	86%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	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.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	93,1%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%	97,4%	91,7%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,7%	27,2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,7%	27,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,3%	19,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,3%	19,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,7%	17,8%

Källa: Sileon, EPB

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17%	>100%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%	53%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%	65%

Källa: Sileon, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	2%	0%	0%	4%	10%	12%	11%	10%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	-	-	-	>100%	81%	54%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	68%
Rörelsekapital / totala intäkter	4%	-17%	-5%	33%	17%	18%	10%	8%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	1,0x	0,7x	0,5x	0,8x	1,3x	2,0x	2,4x

Källa: Sileon, EPB

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	41	44	43	54	24	71	74	49
Soliditet	10%	4%	11%	11%	27%	8%	9%	21%
Nettoskulsättningsgrad	3,2x	7,2x	3,1x	2,6x	0,5x	4,8x	4,2x	0,8x
Nettoskuld / EBITDA	-2,3x	-2,5x	-1,5x	-2,2x	-2,2x	-4,5x	2,4x	0,6x

Källa: Sileon, EPB

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-1,24	-1,44	0,11	2,25
EPS, justerad	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-1,24	-1,44	0,11	2,25
FCF per aktie	-0,09	-4,82	-4,33	-2,74	-1,31	-1,46	0,21	1,93
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,03	0,81	1,06	1,22	1,54	0,44	0,52	1,74
Antal aktier vid årets slut, m	374	7,52	13,0	16,9	33,8	33,8	33,8	33,8
Antal aktier efter utspädning, snitt	374	5,50	10,7	16,1	25,8	25,8	25,8	25,8

Källa: Sileon, EPB

## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	34,9x	1,7x
P/EK	965,1x	40,4x	12,8x	5,6x	2,4x	8,6x	7,2x	2,2x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,3x	2,0x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5%	51%
Direktavkastning	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%
EV/Sales	291,4x	5,6x	5,1x	3,3x	1,7x	1,4x	0,8x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,2x	1,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,1x	2,4x
EV	12 302	291	219	170	151	157	157	157
Aktiekurs	32,8	32,8	13,6	6,8	3,8	3,8	3,8	3,8

Källa: Sileon, EPB

## 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.

### Estimat och risk

Penser Future-analysen innehåller ingen riktkurs eller ett motiverat värde, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för risk innebär att vi bedömer risken som hög.

### 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 Future" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här för mer information om tjänsten](#) och [här för mer information om hur bedömningsprocessen går till](#).

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 Future.

---

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)