This report was completed and disseminated 26 oktober 2023: 08:30 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 26 oktober 2023

Upsales Technology

Första steget mot tillväxt taget

ARR i linje med tidigare guidning från Q2

Omsättningen i kvartalet uppgick till 36,0 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 10,2%. Siffran var marginellt högre än vad som krävs för att nå våra helårsestimat. ARR uppgick till 141,2 mkr, vilket motsvarade en tillväxt om 3,5% y/y. EBITDA i kvartalet uppgick till 12,2 mkr, vilket motsvarade en marginal om 33,9%, en nedgång q/q då marginalen i Q2 uppgick till 40,2%. På helåret hade vi räknat med en marginal om 25,5%. Lönsamheten var därmed starkare än våra estimat. Under kvartalet har bolaget börjat se en större affärsstorlek, vilket är i linje med den strategi som lanserats för att vända den trend bolaget sett i ARR-utveckling under innevarande år.

Lönsamhet starkare än estimat

Vi bedömer att Upsales satsningar på att utöka säljkåren och rikta sig mot större kunder kommer leda till en återgång till tillväxt, men denna process kommer ta några kvartal där vi bedömer första steget vara taget. Vi lämnar således våra intäktsestimat oförändrade. Trots att bolaget har genomfört mer seniora rekryteringar än tidigare, vilket leder till högre kostnadsbas, visar man god kostnadskontroll i övrigt. Vi höjer således våra EBITDA-estimat med i snitt 5,8% under perioden 2024–2025.

Marginell justering av motiverat värde

Vi bedömer att Upsales succesivt kommer röra sig tillbaka mot den historiska tillväxten. Detta kommer dock ta tid då en ny säljstrategi inte kan byggas upp över en natt. Givet detta anser vi att en DCF är den bästa metoden för att värdera Upsales och baserat på en mindre justering av avkastningskravet gör vi en marginell justering av motiverat värde till 49–50 kr (51–53). Upsales handlar i dagsläget i paritet med andra mjukvarubolag med liknande kombination av tillväxt och lönsamhet, men vi bedömer att man kommer kunna återgå till ett premium när vi börjar se effekt av den nya säljsatsningen.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	1,6%	0,0%	0,0%
EBITDA, just.	11,1%	4,7%	6,9%
EPS, just.	15,7%	6,7%	9,3%

Kommande händelser

Q4 - rapport	14 Feb 2024
Q1 - rapport	24 april 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	17m
Börsvärde	544
Nettoskuld	-45
EV	499
Free float	56%
Daglig handelsvolym, snitt	7k
Bloomberg Ticker	UPSALE SS EQUITY

Analytiker

Rikard Engberg
rikard.engberg@penser.se

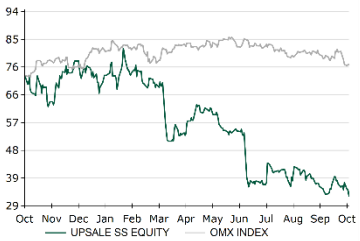
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	140	153	174	208
Tillväxt	39%	9%	14%	19%
EBITDA, just.	36	41	43	50
EBIT, just.	28	32	31	38
EPS, just.	1,3	1,5	1,5	1,8
EPS-tillväxt, just.	>100%	12%	-1%	21%
EK/aktie	2,2	2,1	2,4	2,9
Utdelning per aktie	2,0	1,2	1,3	1,3
EBIT-marginal	22,1%	21,9%	18,8%	18,7%
ROE, just.	59,4%	69,7%	65,4%	67,2%
ROCE, just.	75,5%	88,7%	82,4%	84,7%
EV/Sales	8,2x	3,3x	2,9x	2,4x
EV/EBITDA	32,4x	12,3x	11,5x	10,0x
EV/EBIT	40,5x	15,6x	15,9x	13,2x
P/E, just.	53,5x	21,6x	21,9x	18,1x
P/EK	32,6x	15,3x	13,5x	11,2x
Direktavkastning	2,8%	3,7%	4,0%	4,0%
FCF yield	2%	3%	3%	4%
Nettoskuld/EBITDA	-1,8x	-1,4x	-1,2x	-1,0x

Värde och risk

Motiverat värde	49,0 - 50,0 SEK
Aktiekurs	32,7 SEK
Risknivå	Medel

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant	✓	
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Genererar hög avkastning på investering: Upsales levererar CRM-mjukvara till bolag inom SME-segmentet. Dessa bolag har oftast inte CRM-system, vilket gör att implementeringen av CRM-system ger en hög utveckling i försäljningstakt på dessa. Vi bedömer således att Upsales har stora möjligheter att hitta nya kunder.

Potentiell acceleration av tillväxt på befintliga kunder: Upsales bedömer att befintlig kundstock har en potentiell ARR om 500 mkr, mot Upsales senast rapporterade ARR om 146 mkr. Vi bedömer att ett ökat fokus på tillväxt på befintliga kunder kommer kunna stärka lönsamheten hos bolaget då payback-tiden på investerad marknadsföring på befintliga kunder är under ett år.

Kan ha nått botten av vikande tillväxttrend: Vi bedömer att Upsales under kommande kvartal kommer att vända den negativa tillväxttrend man sett under inledningen av 2023. Vi bedömer att detta är möjligt genom en satsning på försäljning till befintliga kunder och lansering av nya tjänster.

Bolagsprofil

CRM-system – hög strukturell tillväxt

Marknaden för SaaS-baserade CRM-system i Norden väntas växa med ca 20% årligen de kommande åren. Vi ser framför allt tre anledningar till den accelererande tillväxttakten. De två främsta anledningarna till den högre tillväxttakten är dels regulatoriska krav då GDPR kräver att bolag har kontroll på kunddata och personuppgifter, dels att bolag ser stora affärsmässiga vinster med att börja använda sig av CRM-system. Den tredje faktorn är utfasningen av gamla licensbaserade system.

En blå ocean

I dagsläget har mindre än 50% av alla små och medelstora bolag ett CRM-system installerat. Av den installerade basen är dessutom en relativt stor del äldre on-premise-baserade system (system där kunden betalar i förskott för en licens). Vi bedömer att denna installerade bas under de kommande åren ersätts av SaaS-lösningar. Vidare bedömer vi att de regulatoriska drivkrafterna som beskrivs ovan kommer att bidra till att användandet av CRM-system ökar då bolag nu riskerar böter om kunddata eller personuppgifter inte hanteras enligt lagen.

En attraktiv affärsmodell med starka nyckeltal

Upsales säljer sin mjukvara direkt genom en SaaS-lösning. SaaS, eller Software as a Service, innebär att mjukvaran säljs genom abonnemang. Vi ser detta som en mycket attraktiv affärsmodell då den genererar återkommande intäkter och höga bruttomarginaler. Vidare ser vi att Upsales historiskt har visat starka SaaS-relaterade nyckeltal i form av en hög andel återkommande intäkter av totala intäkter (Totala intäkter/ARR) och låg churn-rate (Upsales hade en churn under 10% 2018), vilket får ses som starkt för ett mjukvarubolag med inriktning mot SME:s (generellt anses en churn mellan 5–10% som starkt för denna typ av bolag). Vidare ser vi att bolaget enligt våra estimat har en kort payback-tid (under 1 år) vid kundanförskaffning, vilket gör att vi tror att man har en bra prissättning samt effektivt marknadsförings- och säljarbete. Upsales har goda möjligheter att växa på sin befintliga kundbas. Bolaget bedömer att potentiell ARR för denna är 500 mkr vs dagens ARR om 146 mkr.

Värdering

Historiskt har Upsales värderas på en premie, givet den höga graden värdeskapande i bolaget (definierat av oss som omsättningstillväxt + EBITDA-marginal). I dagsläget värdas man dock i linje med sitt värdeskapande. Givet att bolaget lyckas vända tillväxttrenden, anser vi att värderingen ser attraktiv ut på dagens kursnivåer, vilket reflekteras i vårt användande av DCF för värdering. Givet en mindre justering av avkastningskravet set vi ett nytt motiverat värde om 49–50 kr (51-53).

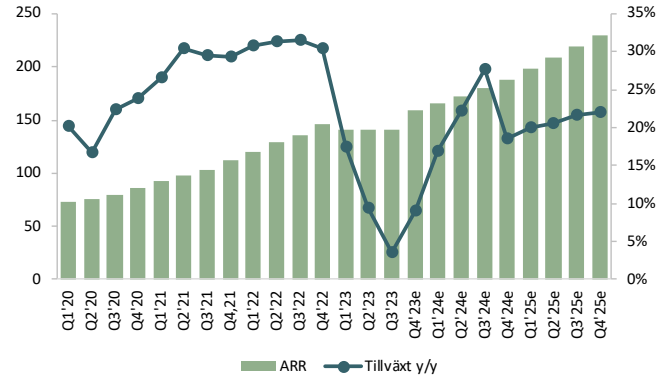
Kvartalet i korthet

Under kvartalet har bolaget fortsatt med nya lanseringar av tilläggstjänster som på sikt kommer att kunna addera tillväxt på befintliga kunder. Vi gör bedömningen att nuvarande kunder har en potentiell ARR om 400–500 mkr. Under kvartalet har bolaget fortsatt sitt rekryteringsarbete och vi bedömer att man kommer börja se full utveckling under H1'24.

Estimatförändringar

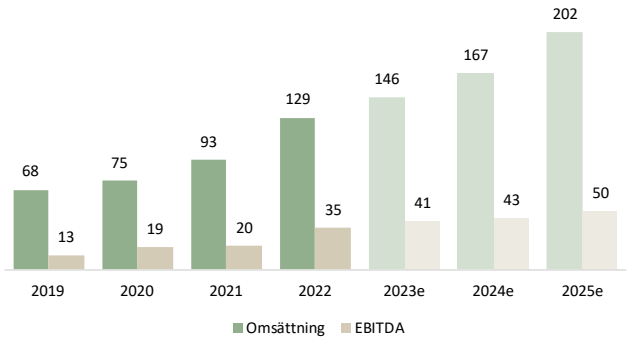
Vi gör endast marginella estimatförändringar givet rapporten. Givet den starka lönsamheten justerar vi upp våra estimat för EBITDA marginellt under prognosperioden. På kort sikt bedömer vi att EBITDA-marginalen kommer att sjunka marginellt, givet att de nya säljare som rekryteras behöver tid innan de levererar på full kapacitet.

Vi bedömer att bolaget kommer bryta den negativa ARR-utvecklingen kommande kvartal…



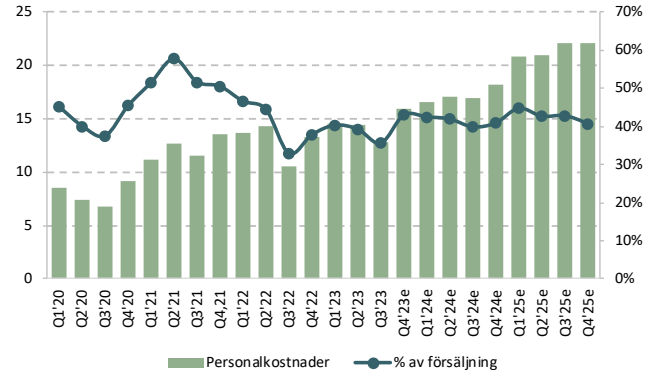
Källa: Bolaget, EPB

…vilket återspeglas i våra tillväxtestimat framöver…



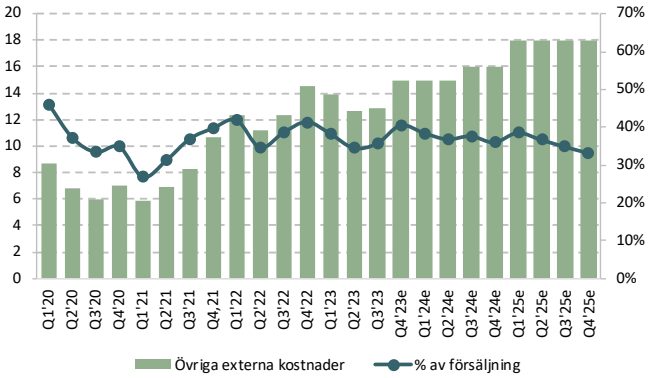
Källa: Bolaget, EPB

…och drivs av en utökad säljkår..



Källa: Bolaget, EPB

…samtidigt som bolaget visar god övrig kostnadskontroll



Källa: Bolaget, EPB

Värdering

DCF

DCF-värdering

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	332
Nuvärdet av terminalvärde	430
Företagsvärde (EV)	**762**
Nettoskuld, senast rapporterad	-45
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**807**
Antal utstående aktier, full utspädning	17
Eget kapital per aktie	**49**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremium	5,5%
Småbolagspremium	4,0%
Justering	0,0%
WACC	**12,0%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,5%
Långsiktig EBIT-marginal	30,0%
Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Capex, % av omsättning	1,8%
Rörelsekapital, % av omsättning	3,0%
Skattesats	22,0%
Terminalvärde, % av EV	56,4%

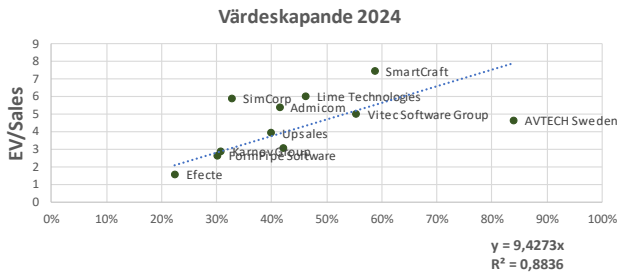
Känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
	11,0%	51	53	56	59	62
	11,5%	48	50	52	54	57
WACC	12,0%	45	47	49	51	53
	12,5%	42	44	46	47	49
	13,0%	40	41	43	44	46

		Långsiktig EBIT-marginal				
		25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
	11,0%	49	52	56	59	63
	11,5%	45	49	52	55	58
WACC	12,0%	43	46	49	52	55
	12,5%	40	43	46	48	51
	13,0%	38	40	43	45	48

Värdeskapande 2024



Källa: Factset

Känslighetsanalys

X EV/Sales 2024, Y försäljning 2024

	4,50x	4,75x	5,00x	5,25x	5,50x
150	38	40	42	45	47
160	41	43	45	48	50
170	43	46	48	51	54
180	46	49	51	54	57
190	49	52	54	57	60

Källa: EBP

Referensgrupp

		Share price perf.				EV/S			EV/EBITDA			CY rev. growth	
Name	**Share price (USD)**	**LTM**	**L6M**	**LTM**	**M-cap (USD)**	**2023**	**2024**	**2025**	**2023**	**2024**	**2025**	**2024**	**2025**
AVTECH Sweden	0,3	48,5%	-20,7%	10,5%	16	5,74	4,62	nm	10,8	7,7	nm	24,1%	-
Fortnox	4,4	0,9%	-15,8%	-27,8%	2 562	16,82	12,89	10,12	34,0	25,3	19,4	29,0%	27,2%
SmartCraft	1,9	37,8%	13,1%	0,5%	326	8,59	7,44	6,41	20,2	16,7	14,0	14,3%	14,5%
Lime Technologies	24,9	-0,3%	13,2%	-1,8%	344	6,90	6,02	5,32	22,0	19,2	16,7	14,8%	13,2%
SimCorp	104,2	42,7%	46,8%	1,5%	4 107	6,34	5,86	5,30	28,6	23,8	20,4	8,2%	10,6%
Admicom	40,7	-26,9%	-8,2%	-5,5%	203	5,63	5,38	4,91	14,3	13,9	12,5	2,6%	8,1%
Lemonsoft	5,1	-59,4%	-34,9%	-40,7%	n/a	3,42	3,06	2,88	12,0	10,0	9,1	11,6%	6,5%
Efecte	7,8	-32,7%	-30,8%	-27,8%	50	1,81	1,57	1,34	nm	22,0	11,7	15,3%	16,6%
FormPipe Software	2,4	-12,3%	16,4%	5,2%	134	2,86	2,65	2,39	14,2	11,9	9,3	7,8%	10,9%
Vitec Software Group	40,2	-9,7%	-7,4%	-20,3%	1 293	5,80	5,00	4,40	nm	nm	nm	16,2%	16,6%
Karnov Group	4,3	-26,5%	-23,1%	-2,5%	463	2,95	2,85	2,74	11,8	10,6	9,5	4,0%	3,7%
Median						5,74	5,00	4,66	14,31	15,30	12,45	14%	12%
medel						6,08	5,21	4,58	18,65	16,10	13,61	13%	13%
Vs Upsales						-25%	-25%	-28%	0%	2%	8%		
Upsales Technology	3,2	-32,2%	-51,9%	-35,9%	53	4,54	3,92	3,28	18,6	16,5	14,6	7%	16%

Källa: Factset

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**57**	**68**	**75**	**93**	**129**	**146**	**167**	**202**
Övriga rörelseintäkter	4	4	4	8	11	7	7	6
Totala intäkter	**61**	**72**	**79**	**101**	**140**	**153**	**174**	**208**
Bruttoresultat	**61**	**72**	**79**	**101**	**140**	**153**	**174**	**208**
Övriga rörelsekostnader	-50	-60	-61	-81	-105	-112	-131	-158
EBITDA	**11**	**13**	**18**	**20**	**36**	**41**	**43**	**50**
EBITDA, justerad	**11**	**13**	**18**	**20**	**36**	**41**	**43**	**50**
EBITA, justerad	**11**	**13**	**18**	**20**	**36**	**41**	**43**	**50**
Amortering	-8	-9	-9	-7	-7	-9	-12	-12
EBIT	**2**	**4**	**9**	**13**	**28**	**32**	**31**	**38**
EBIT, justerad	**2**	**4**	**9**	**13**	**28**	**32**	**31**	**38**
Finansnetto	-1	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	**1**	**3**	**9**	**12**	**28**	**32**	**31**	**38**
Resultat före skatt, justerad	**1**	**3**	**9**	**12**	**28**	**32**	**31**	**38**
Total skatt	-1	-1	-3	-3	-6	-7	-6	-8
Nettoresultat	**0**	**3**	**7**	**10**	**22**	**25**	**25**	**30**
Nettoresultat, justerad	**0**	**3**	**7**	**10**	**22**	**25**	**25**	**30**
Intäktstillväxt	*-*	*19%*	*10%*	*27%*	*39%*	*9%*	*14%*	*19%*
Bruttomarginal	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*
EBIT-marginal, justerad	*4,2%*	*5,5%*	*12,2%*	*13,5%*	*22,1%*	*21,9%*	*18,8%*	*18,7%*
EPS, justerad	*0,00*	*0,17*	*0,40*	*0,57*	*1,35*	*1,51*	*1,49*	*1,80*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*>100%*	*>100%*	*43%*	*>100%*	*12%*	*-1%*	*21%*

Källa: Upsales Technology, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	2	4	9	13	28	32	31	38
Övriga kassaflödesposter	7	9	9	7	5	2	6	4
Förändringar i rörelsekapital	-3	0	5	21	1	-4	-8	-10
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**7**	**12**	**24**	**40**	**34**	**30**	**29**	**32**
Investeringar i anläggningstillgångar	-4	0	0	-8	-4	-5	-5	-5
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-6	-5	-3	-8	-7	-7	-6
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-5**	**-6**	**-5**	**-11**	**-12**	**-12**	**-12**	**-11**
Fritt kassaflöde	**2**	**6**	**19**	**29**	**22**	**18**	**17**	**21**
Nyemission / återköp	0	27	0	2	9	7	0	0
Förändring av skulder	0	-25	0	0	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	-34	-33	-20	-22
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**0**	**2**	**0**	**2**	**-24**	**-27**	**-20**	**-22**
Kassaflöde	**2**	**8**	**19**	**31**	**-2**	**-9**	**-3**	**-1**
Nettoskuld	**16**	**-17**	**-35**	**-66**	**-64**	**-56**	**-53**	**-52**

Källa: Upsales Technology, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	16	16	15	17	19	22	22	21
Finansiella anläggningstillgångar	2	1	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	8	6	2	5	7	12	17	22
Summa anläggningstillgångar	**26**	**23**	**17**	**22**	**26**	**34**	**39**	**43**
Kundfordringar	17	20	19	22	27	37	42	50
Övriga omsättningstillgångar	3	4	3	5	7	7	7	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	17	35	66	64	56	53	52
Summa omsättningstillgångar	**30**	**40**	**57**	**94**	**98**	**100**	**102**	**110**
SUMMA TILLGÅNGAR	**56**	**63**	**74**	**116**	**124**	**134**	**141**	**153**
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	-9	20	27	39	37	36	40	49
Summa eget kapital	**-9**	**20**	**27**	**39**	**37**	**36**	**40**	**49**
Långfristiga räntebärande skulder	9	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	**9**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Kortfristiga räntebärande skulder	16	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	4	4	2	11	4	15	17	20
Övriga kortfristiga skulder	36	39	45	66	84	84	84	84
Summa kortfristiga skulder	**55**	**42**	**47**	**77**	**88**	**99**	**101**	**104**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**56**	**63**	**74**	**116**	**124**	**134**	**141**	**153**

Källa: Upsales Technology, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	19%	10%	27%	39%	9%	14%	19%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	19%	45%	8%	79%	14%	6%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	-	54%	>100%	37%	>100%	12%	-2%	21%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	43%	>100%	12%	-1%	21%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	18,7%	18,6%	24,3%	21,3%	27,6%	27,9%	26,0%	24,7%
EBITDA-marginal, justerad	18,7%	18,6%	24,3%	21,3%	27,6%	27,9%	26,0%	24,7%
EBIT-marginal	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	21,9%	18,8%	18,7%
EBIT-marginal, justerad	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	21,9%	18,8%	18,7%
Vinst-marginal, justerad	0,0%	4,0%	8,8%	10,2%	17,4%	17,2%	14,9%	14,9%

Källa: Upsales Technology, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	48%	28%	29%	59%	70%	65%	67%
ROCE, justerad	Neg.	20%	39%	38%	76%	89%	82%	85%
ROIC, justerad	Neg.	67%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Upsales Technology, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	29%	28%	24%	22%	19%	24%	24%	24%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	71%	77%	95%	84%	88%	77%	66%
Rörelsekapital / totala intäkter	-31%	-26%	-32%	-49%	-38%	-36%	-30%	-22%
Kapitalomsättningshastighet	3,8x	3,6x	2,9x	2,6x	3,8x	4,3x	4,3x	4,3x

Källa: Upsales Technology, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	16	-17	-35	-66	-64	-56	-53	-52
Soliditet	-16%	32%	37%	33%	29%	26%	29%	32%
Nettoskuldsättningsgrad	-1,8x	-0,8x	-1,3x	-1,7x	-1,8x	-1,6x	-1,3x	-1,1x
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	-1,3x	-1,9x	-3,3x	-1,8x	-1,4x	-1,2x	-1,0x

Källa: Upsales Technology, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,51	1,49	1,80
EPS, justerad	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,51	1,49	1,80
FCF per aktie	0,13	0,39	1,13	1,74	1,34	1,10	1,00	1,25
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	2,00	2,00	1,20	1,30	1,30
Eget kapital per aktie	-0,58	1,22	1,63	2,33	2,21	2,14	2,43	2,93
Antal aktier vid årets slut, m	15,3	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	15,3	16,0	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6

Källa: Upsales Technology, EPB

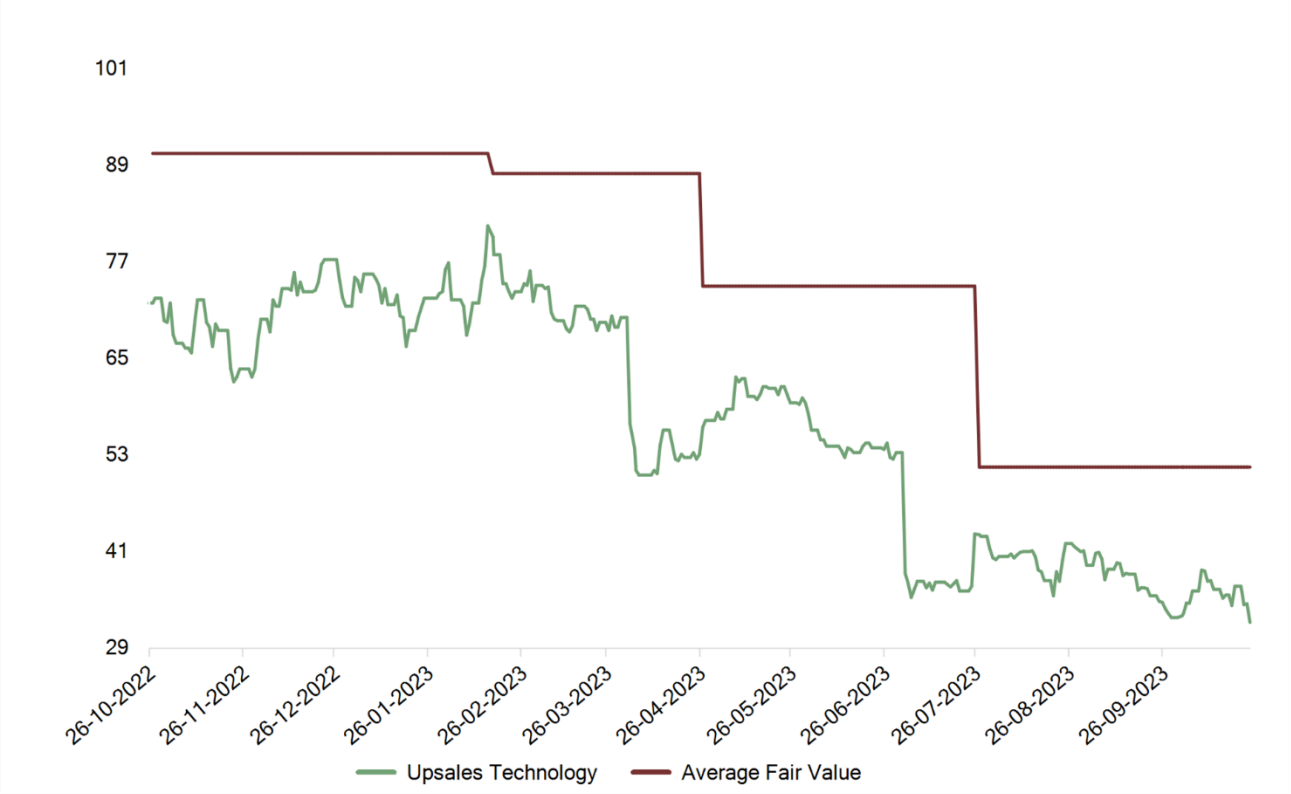
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	38 530,7x	173,0x	148,0x	131,2x	53,5x	21,6x	21,9x	18,1x
P/EK	Neg.	24,2x	36,4x	32,3x	32,6x	15,3x	13,5x	11,2x
P/FCF	260,6x	75,7x	52,7x	43,2x	53,7x	29,8x	32,8x	26,2x
FCF-yield	0%	1%	2%	2%	2%	3%	3%	4%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	2,8%	3,7%	4,0%	4,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	>100%	>100%	79,3%	87,0%	72,1%
EV/Sales	Neg.	6,6x	12,0x	11,8x	8,1x	3,3x	2,9x	2,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	37,6x	52,0x	59,7x	31,8x	12,5x	11,8x	10,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	128,1x	103,2x	93,8x	39,8x	15,9x	16,3x	13,5x
EV	Neg.	476	952	1 184	1 133	509	509	509
Aktiekurs	-	29,6	59,4	75,2	72,0	32,7	32,7	32,7

Källa: Upsales Technology, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Upsales Technology (UPSALE SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan ”Publikationen”) har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan ”Banken”) i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan ”Bolaget”) verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk
Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

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 kraftig 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 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