



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Kommunikation | Sverige | 14 juli 2023

Waystream

Svag utrullning av stadsnätstkunder i Norden utanför Sverige

Svag utrullning av stadsnätstkunder i Norden utanför Sverige i Q2'23

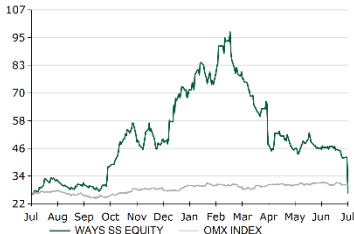
Waystream rapporterade ett svagt Q2'23 relativt föregående år. Försäljningen minskade med 15% y/y och EBIT minskade till -2,2 mkr (+5,3 mkr i Q2'22). Vi bedömer att den huvudsakliga orsaken är en betydligt svagare utrullning bland stadsnätstkunder i Norden utanför Sverige. Höga räntor & negativ reallöneutveckling bland konsumenter har gjort att bredbandsefterfrågan och konvertering till högre hastigheter hos slutkund har stannat av. Detta innebär att den förväntade tillväxten i utbytesmarknaden är väsentligt lägre än vad accessnätägarna har kommunicerat till bolaget. De beställningar som gjordes under Q4'22 har därmed gått in i nätägarnas lager snarare än att installeras i utbyggnad, vilket har skapat ett stort efterfrågebortfall i Q2'23.

76% tillväxt i Centraleuropa, fler ramavtal och den tekniska anpassningen för Telia fortskrider

Den viktiga tillväxtmotorn, Centraleuropa, växer med 76% och den första leveransen till Telia har levererats till Telia Baltikum. I Telia Sverige fortsatte den tekniska anpassningen framgångsrikt under kvartalet. Bolaget har även tecknat ett nytt ramavtal med MKB Bostäder, ett av Sveriges största allmännyttiga bostadsbolag. Kassaflödet var relativt svagt, då den avstannande efterfrågan har skapat en överproduktion och därmed överlager. Bolaget kommer dock arbeta ned detta under H2'23, vilket talar för ett klart bättre kassaflöde under H2'23.

Lägre prognoser och motiverat värde från makroekonomisk motvind – fortsatt attraktivt värderat tillväxtbolag

På grund av den makroekonomiska motvinden från högre räntor och inflation, vilket påverkar efterfrågan i det korta perspektivet, sänker vi våra prognoser och motiverat värde till 58–60 kr (76–80 kr). Vi bedömer att den underliggande efterfrågan är fortsatt stark, framför allt i Europa utanför Norden. Vi ser fortsatt Waystream som ett kvalitetsbolag med goda förutsättningar för tillväxt, vilket inte reflekteras i dagens värdering av aktien.

Estimatändring				Prognos (mSEK)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	58,0 – 60,0 SEK												
Totala intäkter	-6,2%	-6,5%	-6,4%	Totala intäkter	149	159	210	248	Aktiekurs	26,6 SEK												
EBIT, just.	-36,7%	-25,8%	-10,3%	Tillväxt	50%	6%	32%	18%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	-36,8%	-25,9%	-10,3%	EBITDA, just.	33	25	35	47	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	26	18	28	40														
Q3 - rapport	19 oktober 2023			EPS, just.	2,5	1,7	2,6	4,8														
Q4 - rapport	15 februari 2024			EPS-tillväxt, just.	34%	-30%	52%	82%														
Bolagsfakta (mSEK)				EK/aktie	9,0	10,0	11,8	14,6														
Antal aktier	8,1m			Utdelning per aktie	0,8	0,9	1,0	1,1	Intressekonflikter <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Börsvärde	211			EBIT-marginal	18,9%	12,3%	14,0%	16,8%														
Nettoskuld	11			ROE, just.	31,7%	18,2%	24,1%	36,3%														
EV	222			ROCE, just.	39,2%	22,6%	30,2%	35,7%														
Free float	65%			EV/Sales	3,5x	1,4x	1,1x	0,9x														
Daglig handelsvolym, snitt	60k			EV/EBITDA	15,7x	8,7x	6,3x	4,7x														
Bloomberg Ticker	WAYS SS EQUITY			EV/EBIT	19,7x	12,0x	7,9x	5,5x														
Analytiker				P/E, just.	27,3x	15,2x	10,0x	5,5x														
Örjan Rödén				P/EK	7,5x	2,6x	2,2x	1,8x														
orjan.rodén@penser.se				Direktavkastning	1,1%	3,2%	3,8%	4,2%														
				FCF yield	0%	-	4%	15%														
				Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-0,6x	-0,5x	-0,9x														

Investment case

Starka inträdesbarriärer och minskad konkurrens har skapat en stark marknadsposition

I takt med att den geopolitiska risken har förskjutits de senaste åren har Waystream lyckats ta marknadsandelar från Huawei och premium-segmentet präglas nu av Waystreams marknadsdominans. Bolagets satsningar på hållbarhet med lokal produktion har bidragit till detta, utöver den geopolitiska dimensionen. Samtidigt har den starka marknadspositionen samt den stabila historiken av fungerande och lättanvänd hård- och mjukvara lett till höga inträdesbarriärer. Vi ser kombinationen av dessa som mycket attraktiv.

Lönsam tillväxt

Med lokal produktion, hållbara produkter, fokus på kärnverksamhet och samarbete med partners inom resursintensiva områden har Waystream kunnat växa lönsamt. Vi bedömer att omsättningen kommer fortsätta växa med höga tvåsiffriga tal kommande år i genomsnitt med fortsatt starka marginaler.

Står inför en kraftig expansion i Europa

Bredbandsinfrastrukturen förväntas växa kraftigt de närmaste åren i Europa. Exempelvis räknar FTTH Council Europe med att antalet nya uppkopplade hushåll i EU kommer växa med 11% CAGR per år de kommande fem åren. Till den ökade penetrationen tillkommer konvertering av äldre tekniker som har lägre hastigheter än dagens standard på minst 1 Gbit/s.

Bolagsprofil

Waystream är verksamt inom bredbandsinfrastruktur. Bolaget producerar, säljer och marknadsför access-switchar som förbinder en bredbandskund till stomnätet. Det är i access-switchen som operatörer styr kundens tjänsteutbud, och den är därför central i operatörens förmåga att generera intäkter för en bredbandsuppkoppling. Bolaget är verksamt i Sverige (34% av försäljningen 2022), Norden utanför Sverige (51%) och utanför Norden, framför allt övriga Europa (15%).

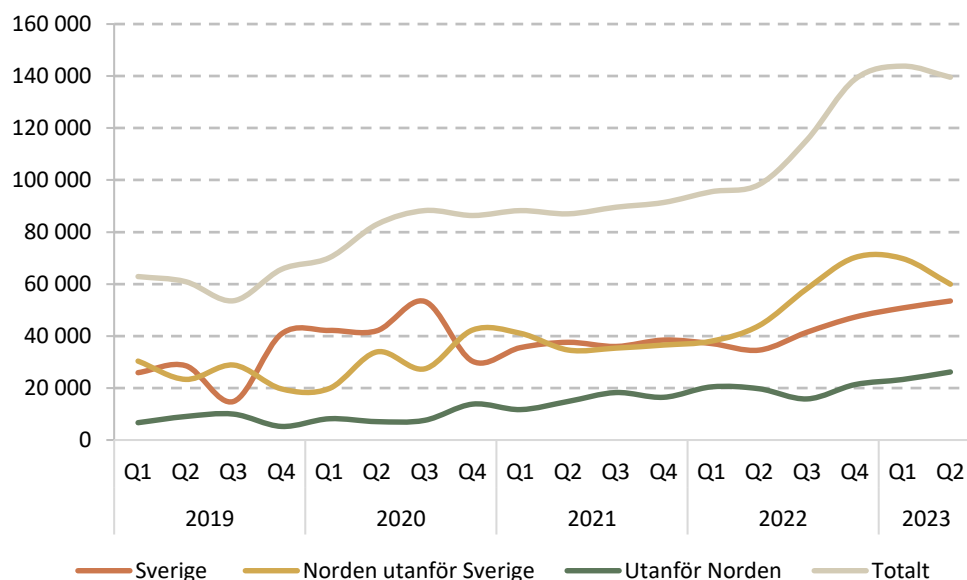
Värdering och motiverat värde

Vi värderar aktien med en EBITDA-multipel på 13x på 2024e års EBITDA, vilket är i linje med 5-års snittet för Hexatronic, som uppvisar stora likheter med Waystream. Detta ger ett motiverat värde på 58-60 kr per aktie. Vårt DCF-värde uppgår till 64 kr per aktie.

Kvartalet i korthet

Waystream rapporterade ett svagt Q2'23 relativt föregående år. Försäljningen minskade med 15% y/y. Det var framför allt Norden utanför Sverige som uppvisade en relativ svaghet, där den rullande 12-månadersförsäljningen vek ner från den tidigare starka trenden.

Rullande 12-månaders försäljning per geografisk marknad, kSEK



Källa: Bolaget, EPB

Den oerhört starka utvecklingen under 2022 har därmed övergått i en stabilisering på en hög nivå, även om tillväxten på rullande 12-månader är fortsatt stark, +42%.

EBIT minskade till -2,2 mkr (+5,3 mkr i Q2'22). Waystream har höga bruttomarginaler och den operationella hävstången är därmed signifikant. Bruttomarginalen fortsatte att försvagas, vilket är i linje med en situation vi har sett de senaste kvartalen.

Bruttomarginal rensat för aktiverade arbeten



Källa: Bolaget, EPB

Vi har tidigare i vår analys påpekat att det är rimligt med en lägre bruttomarginal framöver jämfört med historiken, då bolaget satsar kraftigt på tillväxt. Därmed bearbetas betydligt större kunder än tidigare som stora teleoperatörer, som kan ta väsentligt större volymer, men ofta till en något lägre bruttomarginal. Vi ser därför inte detta mönster som ett problem utan är snarare en konsekvens av bolagets strategi. Dessutom påverkar produktmixen; en större andel lager 2 switchar har påverkat marginalen negativt i kvartalet. Bolaget påverkas även av en negativ effekt av tidigare beställda komponenter till höga priser.

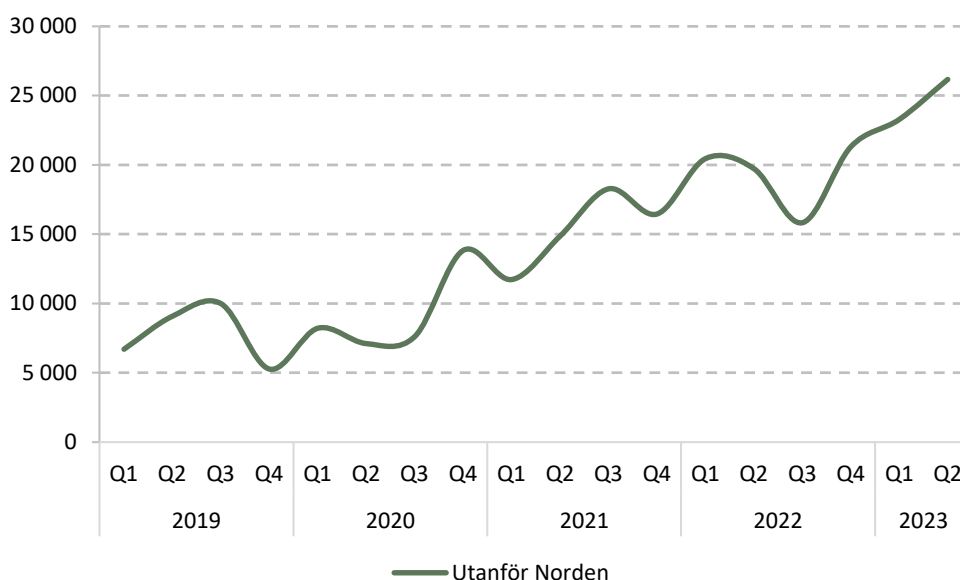
Makroekonomiska faktorer slår mot utrullningen i Norden utanför Sverige

Vi bedömer att den huvudsakliga orsaken till den svaga utvecklingen, relativt föregående år, är en betydligt svagare utrullning bland stadsnätsskunder i Norden utanför Sverige. Höga räntor & negativ reallöneutveckling bland konsumenter har gjort att bredbandsefterfrågan och konvertering till högre hastigheter hos slutkund har stannat av. Detta innebär att den förväntade tillväxten i utbytesmarknaden är väsentligt lägre än vad accessnätägarna har kommunicerat till bolaget. De beställningar som gjordes under Q4'22 har därmed gått in i nätägarnas lager snarare än att installerats i utbyggnad, vilket har skapat ett stort efterfrågebortfall i H1'23.

Kraftig tillväxt utanför Norden och ramavtalet med Telia går enligt plan

Den viktiga tillväxtmotorn Centraleuropa växer med 76%. Även om det är från låga nivåer, så är trenden i Europa utanför Norden klart positiv på rullande 12-månader. De investeringar som bolaget gör framför allt i Tyskland i form av marknadsföring & Säljkapacitet samt teknisk anpassning av produkter ser därmed ut att bära frukt.

Försäljning utanför Norden, rullande 12-månader, kSEK



Källa: Bolaget, EPB

Den första leveransen till Telia har levererats till Telia Baltikum. I Telia Sverige fortsätter den tekniska anpassningen framgångsrikt under kvartalet. Bolaget har även tecknat ett nytt ramavtal med MKB Bostäder, ett av Sveriges största allmännyttiga bostadsbolag.

Kassaflödet var relativt svagt, då den avstannande efterfrågan har skapat en överproduktion och därmed överlager. Bolaget kommer dock arbeta ned detta under H2'23, vilket talar för ett klart bättre kassaflöde under H2'23.

Prognosjusteringar och värdering

På grund av den makroekonomiska motvinden från högre räntor och inflation, vilket påverkar efterfrågan i det korta perspektivet, sänker vi våra prognoser och motiverat värde till 58 – 60 kr (76 – 80 kr). Vi bedömer att den underliggande efterfrågan är fortsatt stark, framför allt i Europa utanför Norden. Vi ser fortsatt Waystream som ett kvalitetsbolag med goda förutsättningar för tillväxt, vilket inte reflekteras i dagens värdering av aktien.

Beräkning motiverat värde

EBITDA 2024, mkr	35
Målmutipel, x	13
Motiverat företagsvärde, mkr	457

Nettokassa 2024, mkr	-18
Motiverat värde	476
Aktier, m	8,1

Värde per aktie	59
-----------------	----

Källa: EPB, FactSet

Känslighetsanalys motiverat värde

		EBITDA				
		25	30	35	40	45
EV/EBITDA	11,0	37	43	50	57	64
	12,0	40	47	55	62	69
	13,0	43	51	59	67	75
	14,0	46	55	63	72	81
	15,0	49	58	68	77	86

Källa: EPB

DCF, antaganden

WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	4,0%
Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	18,0%
Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Extra risk-premie	-2,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
		Skattesats	20,0%

Källa: EPB

DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC	11,0%	69	71	74	78	82
	11,5%	64	66	69	72	75
	12,0%	60	62	64	66	69
	12,5%	56	57	59	61	64
	13,0%	52	54	55	57	59

Källa: EPB

DCF, Känslighetsanalys

		Långsiktig EBIT-marginal				
		13,0%	15,5%	18,0%	20,5%	23,0%
WACC	11,0%	74	74	74	74	74
	11,5%	69	69	69	69	69
	12,0%	64	64	64	64	64
	12,5%	59	59	59	59	59
	13,0%	55	55	55	55	55

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	70	66	86	91	139	150	201	239
Övriga rörelseintäkter	5	9	4	8	11	9	9	9
Totala intäkter	75	74	90	100	149	159	210	248
Kostnad sålda varor	-35	-29	-35	-34	-62	-72	-93	-103
Bruttoresultat	39	45	55	65	87	87	118	145
Övriga rörelsekostnader	-40	-31	-34	-41	-55	-61	-83	-98
EBITDA	-1	14	21	25	33	25	35	47
EBITDA, justerad	-1	14	21	25	33	25	35	47
Avskrivningar	-30	-4	-6	-6	-7	-7	-7	-7
EBITA, justerad	-31	10	16	19	26	18	28	40
EBIT	-31	10	16	19	26	18	28	40
EBIT, justerad	-10	10	16	19	26	18	28	40
Finansnetto	0	-1	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-31	9	16	19	26	18	28	40
Resultat före skatt, justerad	-10	9	16	19	26	18	28	40
Total skatt	6	-2	-3	-4	-6	-4	-6	0
Nettoresultat	-25	7	12	15	21	14	22	40
Nettoresultat, justerad	-4	7	12	15	21	14	22	40
Intäkstillväxt	-	0%	21%	11%	50%	6%	32%	18%
Bruttomarginal	56,4%	68,4%	63,9%	71,6%	63,0%	58,0%	58,5%	60,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	12,3%	14,0%	16,8%
EPS, justerad	-0,56	0,93	1,50	1,83	2,45	1,73	2,63	4,79
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	62%	22%	34%	-30%	52%	82%

Källa: Waystream, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-31	10	16	19	26	18	28	40
Övriga kassaflödesposter	30	4	6	6	7	5	4	3
Förändringar i rörelsekapital	5	-2	-10	2	-23	-18	-14	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	3	12	12	27	10	6	18	42
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-1	0	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-9	-4	-8	-9	-9	-9	-9
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-9	-4	-9	-9	-9	-9	-9
Fritt kassaflöde	-1	3	8	18	1	-3	9	33
Nyemission / återköp	0	3	0	1	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	-6	-7	-8
Övriga poster	0	-2	-5	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	1	-5	1	0	-6	-7	-8
Kassaflöde	-1	4	2	18	1	-10	2	25
Nettoskuld	7	1	-6	-24	-25	-16	-18	-43

Källa: Waystream, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	4	3	2	1	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	12	17	16	20	23	25	27	29
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	1	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	8	5	3	2	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	23	26	21	24	25	27	29	31
Varulager	6	4	9	7	21	30	34	41
Kundfordringar	7	16	15	17	36	37	50	60
Övriga omsättningstillgångar	2	1	2	4	18	18	18	18
Likvida medel och kortfristiga placeringar	2	6	8	26	27	18	20	45
Summa omsättningstillgångar	17	28	34	55	102	103	123	164
SUMMA TILLGÅNGAR	41	54	55	78	127	130	152	195
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	16	26	39	54	75	84	99	122
Summa eget kapital	16	26	39	54	75	84	99	122
Långfristiga räntebärande skulder	1	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	1	2	4	7	12
Summa långfristiga skulder	1	0	0	1	2	4	7	12
Kortfristiga räntebärande skulder	8	7	2	2	2	2	2	2
Leverantörsskulder	6	11	7	8	28	21	22	30
Övriga kortfristiga skulder	10	10	7	14	20	19	21	28
Summa kortfristiga skulder	23	27	16	23	50	42	45	60
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	41	54	55	78	127	130	152	195

Källa: Waystream, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	0%	21%	11%	50%	6%	32%	18%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	51%	16%	32%	-22%	38%	34%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	58%	21%	39%	-29%	53%	43%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	62%	22%	34%	-30%	52%	82%
Bruttomarginal	56,4%	68,4%	63,9%	71,6%	63,0%	58,0%	58,5%	60,8%
EBITDA-marginal	Neg.	21,6%	24,8%	27,3%	23,6%	17,0%	17,5%	19,8%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	21,6%	24,8%	27,3%	23,6%	17,0%	17,5%	19,8%
EBIT-marginal	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	12,3%	14,0%	16,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	12,3%	14,0%	16,8%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	11,0%	14,1%	16,2%	14,8%	9,7%	11,0%	16,8%

Källa: Waystream, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	34%	37%	32%	32%	18%	24%	36%
ROCE, justerad	Neg.	34%	42%	39%	39%	23%	30%	36%
ROIC, justerad	Neg.	39%	52%	60%	65%	31%	38%	50%

Källa: Waystream, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	8%	6%	10%	7%	14%	19%	16%	16%
Kundfordringar / totala intäkter	10%	22%	16%	17%	24%	24%	24%	24%
Leverantörsskulder / KSV	16%	36%	20%	22%	45%	29%	24%	29%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	31%	46%	23%	31%	43%	32%	26%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	0%	2%	13%	8%	18%	28%	28%	24%
Kapitalomsättningshastighet	3,0x	2,2x	2,2x	1,8x	1,9x	1,9x	2,1x	2,0x

Källa: Waystream, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	7	1	-6	-24	-25	-16	-18	-43
Soliditet	40%	49%	71%	69%	59%	64%	65%	63%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,0x	-0,2x	-0,4x	-0,3x	-0,2x	-0,2x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	-10,0x	0,1x	-0,3x	-1,0x	-0,8x	-0,6x	-0,5x	-0,9x

Källa: Waystream, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-3,64	0,93	1,50	1,83	2,45	1,73	2,63	4,79
EPS, justerad	-0,56	0,93	1,50	1,83	2,45	1,73	2,63	4,79
FCF per aktie	-0,22	0,38	0,96	2,18	0,12	-0,41	1,10	3,99
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,75	0,85	1,00	1,10
Eget kapital per aktie	2,40	3,36	4,80	6,74	8,99	9,99	11,8	14,6
Antal aktier vid årets slut, m	6,81	7,80	8,07	8,07	8,39	8,39	8,39	8,39
Antal aktier efter utspädning, snitt	6,81	7,80	8,07	8,07	8,39	8,39	8,39	8,39

Källa: Waystream, EPB

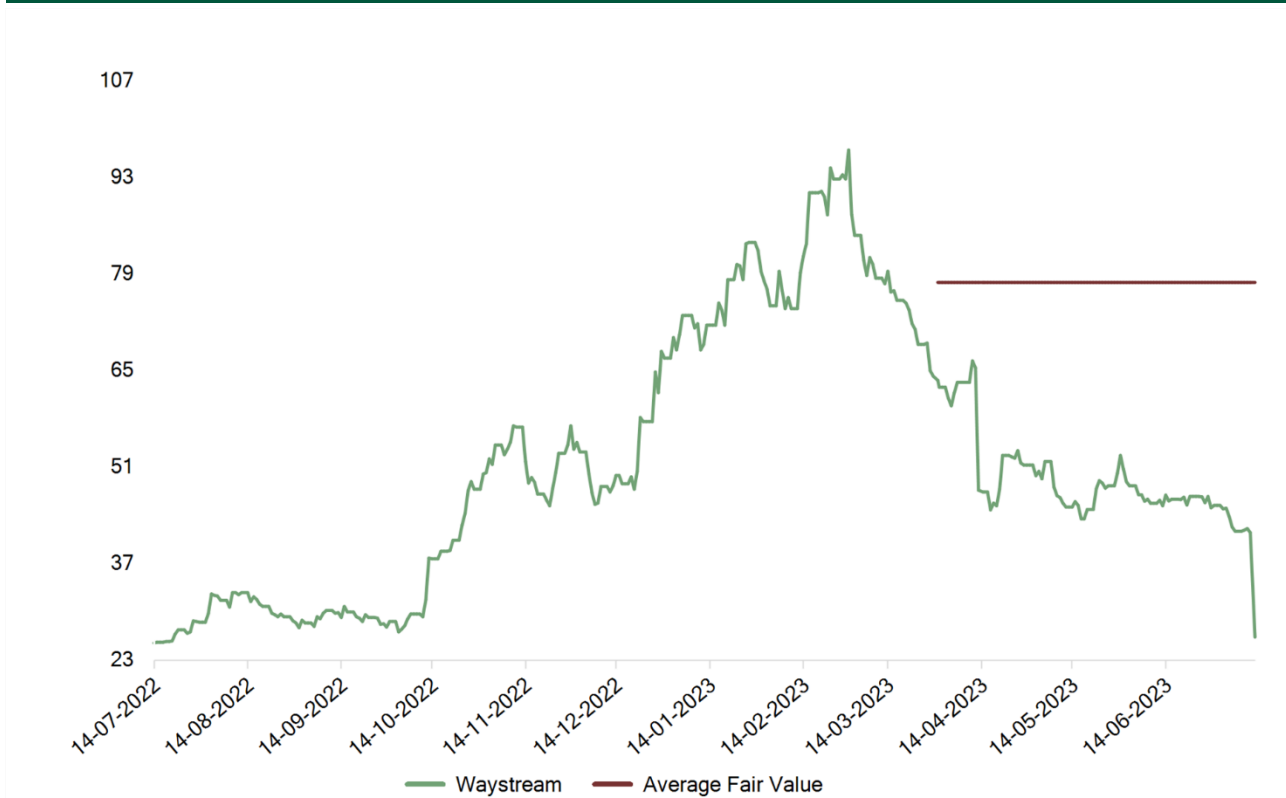
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	4,6x	12,0x	13,2x	27,3x	15,2x	10,0x	5,5x
P/EK	1,3x	1,3x	3,8x	3,6x	7,5x	2,6x	2,2x	1,8x
P/FCF	Neg.	11,0x	18,9x	11,0x	574,8x	Neg.	23,8x	6,6x
FCF-yield	Neg.	9%	5%	9%	0%	Neg.	4%	15%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	3,2%	3,8%	4,2%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,6%	49,3%	38,0%	22,9%
EV/Sales	0,4x	0,4x	1,6x	1,7x	3,5x	1,4x	1,1x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	2,2x	6,5x	6,8x	15,7x	8,7x	6,3x	4,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	3,1x	9,0x	9,0x	19,7x	12,0x	7,9x	5,5x
EV	28	31	140	170	515	222	222	222
Aktiekurs	3,1	4,2	18,1	24,1	67,0	26,2	26,2	26,2

Källa: Waystream, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Waystream (WAYS SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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 skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

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 materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

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