



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Kommunikation | Sverige | 25 augusti 2023

Kebni

Redo att skala upp produktionen

Q2 – ett kvartal då viktiga bitar föll på plats

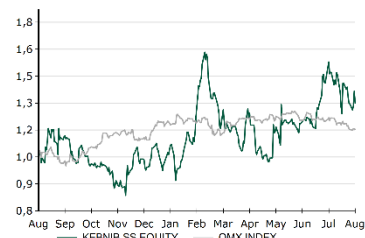
Nettoomsättningen ökade med 3% i Q2 y/y till 7,4 mkr (7,2) och med 38% under första halvåret till 18,3 mkr (13,3). Försäljningen i Q2 drevs av leveranser till IAI, Saab och en återkommande kund Satcom-kund i Polen. Q2 EBIT uppgick till -11,7 mkr (-5,5) vilket belastades med kostnader för etableringen av en ny produktionsanläggning. Kebni fick sin andra stororder från Saab på 80 mkr för leveranser av IMUer till antitankmissilen NLAW. Det totala ordervärdet för NLAW uppgår till 156 mkr och ger ett starkt stöd för Kebni’s mål att nå en omsättning på 150-200 mkr för 2024.

Ny produktionsanläggning i bruk

I slutet av Q2 nåddes en viktig milstolpe då en ny produktionsanläggning i Karlskoga invigdes. Fokus i Q3 ligger nu på att öka produktionstaken och exekverar på Saabs IMU-order. Kebni’s mål är att nå en EBITDA-marginal på 5-10% för 2024. Utvecklingen av produktlinjen SensAltion är slutförd och de första serietillverkade enheterna produceras under hösten. SatCom utvecklas väl och nya order från IAI har mottagits samtidigt som samtal förs med flera stora aktörer som visat stort intresse för Kebni’s SatCom-lösningar, vilka uppfyller de högsta kraven på kvalitet och precision.

Upprepar motiverat värde på 1,7-1,9 kr per aktie

En riktad nyemission tillförde Kebni cirka 29 mkr och nya ägare. Detta skapar en finansiell stabilitet och ger samtidigt möjligheter att öka produktionskapaciteten och intensivifiera försäljningsaktiviteter. Kebni har som mål att nå positivt kassaflöde under 2024. Tillväxtresan är bara i sin linda enligt vår bedömning och det är uppenbart att Kebnis produktportfölj inom Inertial Sensing och SatCom upplever en märkbart ökad efterfrågan. Vi gör endast marginella justeringar i våra prognoser i anslutning till Q2-rapporten och upprepar vårt motiverade värde på 1,7-1,9 kr per aktie.

Estimatändring				Prognos (mSEK)					Värde och risk												
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	1,7 - 1,9 SEK											
Totala intäkter	-1,5%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	34	107	200	261	Aktiekurs	1,3 SEK											
EBIT, just.	-1,0%	0,2%	-2,7%	Tillväxt	22%	>100%	87%	31%	Riskenivå	Hög											
EPS, just.	7,9%	1,4%	-8,5%	EBITDA, just.	-39	-14	15	32	Kursutveckling 12 mån 												
Kommande händelser				EBIT, just.	-64	-23	6	22													
Q3 - rapport	27 oktober 2023			EPS, just.	-0,4	-0,1	0,0	0,1													
Q4 - rapport	16 februari 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%													
Bolagsfakta (mSEK)				EK/aktie	0,2	0,3	0,3	0,3													
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0													
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	3,0%	8,9%													
				ROE, just.	Neg.	Neg.	6,5%	21,1%													
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	9,1%	27,1%													
				EV/Sales	6,0x	3,0x	1,6x	1,2x													
				EV/EBITDA	-	-	21,2x	10,1x													
				EV/EBIT	-	-	55,4x	14,4x													
				P/E, just.	-	-	75,3x	20,2x													
				P/EK	5,7x	5,1x	4,7x	3,8x													
FCF yield	-	-	-	3%																	
Nettoskuld/EBITDA				0,3x	1,7x	-1,6x	-1,1x	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	✓																				
Antal aktier				271m																	
Börsvärde				362																	
Nettoskuld				-40																	
EV				322																	
Free float				67%																	
Daglig handelsvolym, snitt				1 196k																	
Bloomberg Ticker				KEBNIB SS EQUITY																	
Analytiker																					
Mathias Carlson																					
mathias.carlson@penser.se																					

Investment case

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

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

Stor orderbok leder till accelererande försäljning kommande år: Med sin kompetens inom utveckling och kalibrering kan Kebni erbjuda överlägsen pris/prestanda inom sina segment för tröghetssensorer (IMU:er), vilket ledde fram till att de fick prestigeordern att utveckla en skräddarsydd IMU-sensor för Saabs NLAW som kommer att börja levereras under 2023. Bolaget gick därmed in i 2023 med en rekordstor orderbok, vilket kommer leda till kraftiga försäljningsökningar. Det strategiska målet är att öka försäljningen från 26 mkr 2022 till 150-200 mkr 2024. Efter att Kebni annonserat sin strategiska plan för 2023-27 har Saab fått tre stora ordrar på NLAW, av vilka endast en förts vidare till beställningar av Kebnis IMU-sensorer på totalt 80 mkr. Vi räknar med att ytterligare ordrar från Saab kommer att få stor effekt på försäljningen. Därför känner vi oss bekväma med att våra prognoser ligger i det övre spannet av de finansiella målen.

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

Bolagsprofil

Kebni är ett svenskt teknikbolag som utvecklar, producerar och säljer utrustning för navigering, positionering och stabilisering inom affärsområdena Inertial Sensing och Satcom. Gemensamt för utrustningarna är att de känner av rörelse och mäter rörelse för att kunna stabilisera.

Inom Inertial Sensing byggs tröghetssensorer, så kallade IMU-sensorer. Dessa gör Kebni antingen som standardiserade komponenter, skräddarsydda IMU:er eller som del av en helhetslösning där man gör slutprodukter till kunder. Användningsområdena är till exempel inom fordonsindustrin och militära applikationer. Inom Satcom byggs satellitkommunikationsantennerna för stillastående applikationer på land, rörliga applikationer på land samt rörliga applikationer till sjöss.

Bolagets varumärken erbjuder tekniskt avancerade och robusta produkter i form av både standardiserade och kundanpassade lösningar baserat på modulära plattformar för de mest krävande kunderna som kan vara statliga, militära eller kommersiella. Kunderna är ofta marknadsledande och exempel är Saab, Epiroc, Israel Aerospace Industries (IAI) och BAE Systems.

Det finns teknisynergier mellan affärsområdena, särskilt genom återanvändning av programvara och algoritmer samt användningen av IMU-sensorer i satellitkommunikationssystemen. Det finns även synergier inom försäljning, marknadsföring, leverans, produktion samt forskning och utveckling inom Kebnis verksamheter.

Värdering

För att komma fram till vårt motiverade värde har vi använt oss av en DCF-värdering med en WACC på 14%, en långsiktig tillväx på 3% och långsiktiga EBIT-marginaler på 15%, vilket ger ett värde på 1,8 kr. Denna baseras på våra prognoser som sträcker sig fram till 2035 och ett terminalvärde 2036. Eftersom Kebni går in i en ny fas där försäljning och lönsamhet ska ta stora kliv jämfört med historiken, finns det osäkerhet i prognoserna. Därför sätter vi ett högt avkastningskrav på 14%, vilket indikerar hög risk. I takt med att bolaget bevisar sig och försäljningen och lönsamheten utvecklas i den takt vi förutser kommer vi kunna sänka avkastningskravet. Detta syns i känslighetsanalysen nedan.

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

DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	192	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	269	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	461	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-40	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	12,0%
Eget kapital	501			Skattesats	21%
Antal utstående aktier, full utspädning	271				
Eget kapital per aktie	1,85				

Källa: EPB

DCF - känslighetsanalys

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

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	5	7	35	39	18	26	98	191	252
Övriga rörelseintäkter	6	7	2	7	9	7	9	9	9
Totala intäkter	10	14	36	46	28	34	107	200	261
Kostnad sålda varor	-2	-3	-23	-25	-12	-23	-57	-112	-149
Bruttoresultat	8	11	14	21	16	11	50	88	112
Övriga rörelsekostnader	-16	-22	-19	-46	-45	-50	-64	-72	-80
EBITDA	-8	-11	-5	-26	-29	-39	-14	15	32
EBITDA, justerad	-8	-11	-5	-26	-29	-39	-14	15	32
EBITA, justerad	-8	-11	-5	-26	-29	-39	-14	15	32
EBIT	-9	-12	-12	-35	-38	-64	-23	6	22
EBIT, justerad	-9	-12	-12	-35	-38	-64	-23	6	22
Finansnetto	-3	-1	-3	-2	0	0	1	1	1
Resultat före skatt	-12	-14	-16	-37	-38	-64	-22	6	23
Resultat före skatt, justerad	-12	-14	-16	-37	-38	-64	-22	6	23
Total skatt	0	0	0	0	0	0	0	-2	-5
Nettoresultat	-12	-14	-16	-38	-38	-64	-22	5	18
Nettoresultat, justerad	-12	-14	-16	-38	-38	-64	-22	5	18
Intäktstillväxt	-	33%	>100%	26%	-40%	22%	>100%	87%	31%
Bruttomarginal	>100%	>100%	39,6%	53,5%	85,7%	41,2%	50,8%	45,9%	44,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	8,9%
EPS, justerad	-0,04	-0,02	-0,23	-0,59	-0,39	-0,36	-0,08	0,02	0,07
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Kebni, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-9	-12	-12	-35	-38	-64	-23	6	22
Övriga kassaflödesposter	-4	-2	1	7	6	22	10	8	5
Förändringar i rörelsekapital	-1	4	-14	-9	3	11	-12	-7	-6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-15	-10	-25	-37	-29	-30	-25	7	21
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-1	0	-1	-2	0	-3	-4	-5
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-6	-5	-12	-11	-7	-10	-4	-5
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	0	-1	1	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-7	-5	-13	-12	-7	-13	-8	-10
Fritt kassaflöde	-20	-17	-30	-50	-41	-38	-38	-1	11
Nyemission / återköp	18	15	46	54	35	46	51	0	0
Förändring av skulder	0	-2	-13	-1	12	-12	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	18	14	34	53	47	34	51	0	0
Kassaflöde	-2	-3	4	2	5	-4	13	-1	11
Nettoskuld	-3	11	-8	-11	-15	-11	-25	-24	-35

Källa: Kebni, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	5	4	3	2	1	1
Övriga immateriella tillgångar	23	28	26	28	30	25	28	24	23
Materiella anläggningstillgångar	0	1	1	1	3	2	5	7	10
Övriga anläggningstillgångar	1	0	6	11	12	2	2	2	1
Summa anläggningstillgångar	24	29	32	46	49	31	36	34	35
Varulager	2	5	9	10	10	6	16	21	28
Kundfordringar	1	4	8	5	8	8	29	57	76
Övriga omsättningstillgångar	2	1	3	14	10	6	7	12	13
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	1	8	11	15	11	25	24	35
Summa omsättningstillgångar	8	12	29	39	44	32	76	114	152
SUMMA TILLGÅNGAR	31	41	61	85	92	63	113	148	187
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	5	15	51	65	62	44	73	78	96
Summa eget kapital	5	15	51	65	62	44	73	78	96
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	9	6	5	5	5	5
Summa långfristiga skulder	1	0	0	9	6	5	5	5	5
Kortfristiga räntebärande skulder	0	13	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	1	3	7	3	7	6	27	54	71
Övriga kortfristiga skulder	24	11	3	7	17	9	8	12	16
Summa kortfristiga skulder	26	27	10	10	24	15	35	66	86
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	31	41	61	85	92	63	113	148	187

Källa: Kebni, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	33%	>100%	26%	-40%	22%	>100%	87%	31%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	>100%	>100%	39,6%	53,5%	85,7%	41,2%	50,8%	45,9%	44,5%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,0%	12,6%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,0%	12,6%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	8,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	8,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,6%	7,2%

Källa: Kebni, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7%	21%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%	27%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11%	39%

Källa: Kebni, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	21%	37%	25%	22%	38%	18%	15%	11%	11%
Kundfordringar / totala intäkter	11%	29%	22%	10%	28%	24%	27%	29%	29%
Leverantörsskulder / KSV	57%	99%	32%	13%	62%	25%	48%	48%	48%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	24%	15%	42%	21%	29%	36%	38%
Rörelsekapital / totala intäkter	-199%	-24%	29%	39%	16%	16%	16%	12%	12%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	0,5x	0,7x	0,7x	0,4x	0,8x	1,5x	2,6x	2,7x

Källa: Kebni, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-3	11	-8	-11	-15	-11	-25	-24	-35
Soliditet	16%	36%	83%	77%	67%	69%	65%	52%	51%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,6x	0,8x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-0,3x	-0,3x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	0,3x	-1,0x	1,6x	0,4x	0,5x	0,3x	1,7x	-1,6x	-1,1x

Källa: Kebni, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,04	-0,02	-0,23	-0,59	-0,39	-0,36	-0,08	0,02	0,07
EPS, justerad	-0,04	-0,02	-0,23	-0,59	-0,39	-0,36	-0,08	0,02	0,07
FCF per aktie	-0,06	-0,03	-0,44	-0,80	-0,43	-0,21	-0,14	0,00	0,04
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,01	0,02	3,96	1,03	0,63	0,17	0,26	0,28	0,35
Antal aktier vid årets slut, m	371	730	12,8	63,4	97,5	252	276	276	276
Antal aktier efter utspädning, snitt	328	551	67,7	63,4	97,5	175	263	276	276

Källa: Kebni, EPB

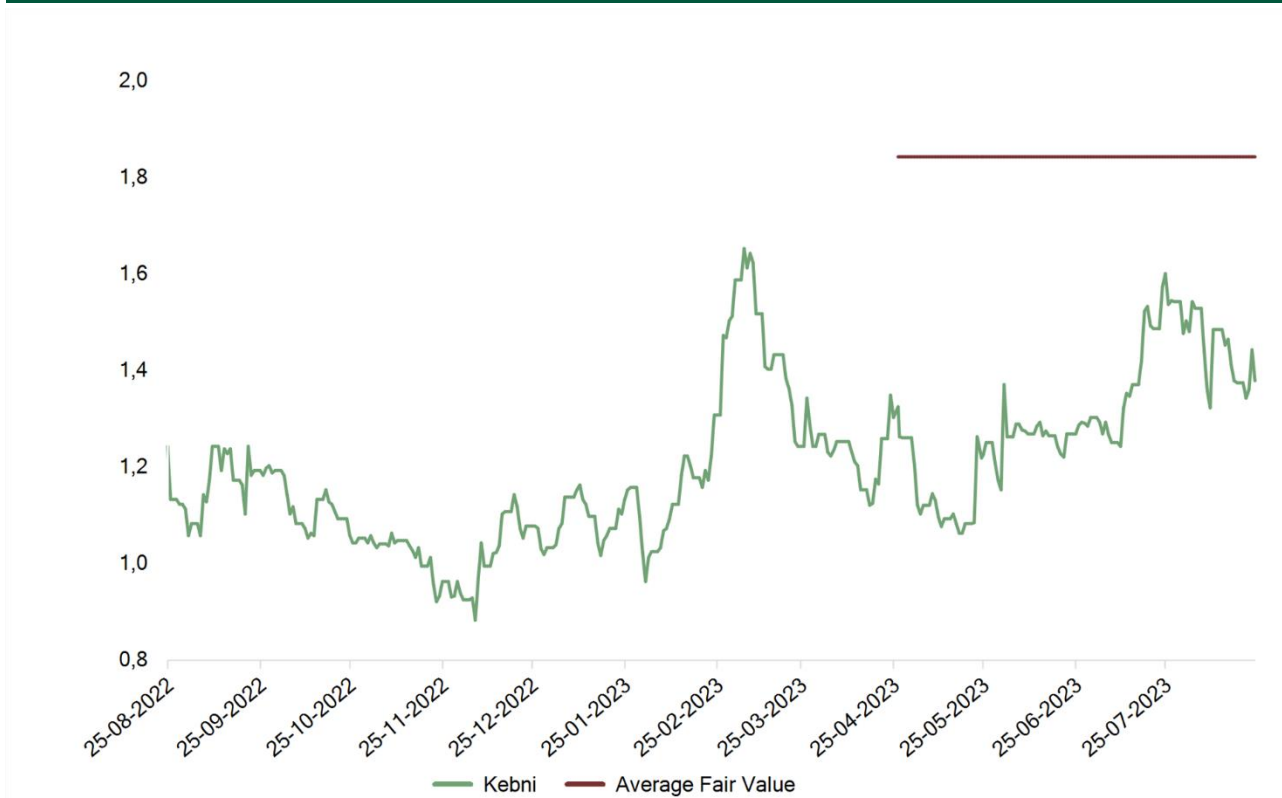
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	75,3x	20,2x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	1,3x	1,2x	5,7x	5,1x	4,7x	3,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	1,6x	2,1x	6,0x	3,0x	1,6x	1,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21,2x	10,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	55,4x	14,4x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	73	59	202	322	322	322
Aktiekurs	-	-	-	1,3	0,8	1,0	1,3	1,3	1,3

Källa: Kebni, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Kebni (KEBNIB SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (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 försäkras 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