



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 5 November 2020

## Irisity

### Kapitalanskaffning banar väg för kommersialisering

#### Bruttomarginal tynger

Totala intäkter uppgick till 9,5 mkr. EBIT uppgick till -6,6 mkr, vi hade räknat med ett nollresultat. Avvikelsen härleds till att vi underskattat kostnaderna under inledningen av kommersialiseringen med G4S. Vi hade även räknat med ökade intäkter i övriga segment, där Irisity sett negativa pandemieffekter i Norden. Bolaget har även gjort rekryteringar för att accelerera utrullningen vilket ökat kostnadsbasen.

#### Försjutningar påverkar estimaten

Vi sänker intäktsestimaten för 2021 med 25 mkr. Vi bedömer att de länder där G4S valt att implementera projektet i, är relativt Covid-19 drabbade vilket gör att vi tar höjd för förseningar. Vi sänker EPS-estimatet med 20% 2021 och 25% 2022. Potentiell uppsida finns i estimaten då vi endast räknat med utrullning hos G4S. Vi bedömer att Irisity kan skriva avtal med ytterligare en aktör under 2020.

#### Bibehållet motiverat värde

Efter kvartalets utgång har Irisity genomfört en nyemission om ca 50 mkr före kostnader. Emissionen sänker den finansiella risken i bolaget samt möjliggör ett ökat tempo i kommersialiseringen. Den sänkta risken gör att vi justerar WACC från 14% till 12%. Vi bibehåller därför vårt motiverade värde om 29-31 kr trots utspädning och nedrevidering av estimaten. Bolaget handlas i dagsläget på en implicit WACC om 15%.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	29.00 - 31.00	
EPS, just 20e	-0.88	-0.5	-76.8%	Sales,m	52	43	85	210	Current price	SEK22.70
EPS, just 21e	0.62	0.79	-21.0%	Sales Growth	12.1%	(16.5)%	97.4%	147.2%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	2.32	3.11	-25.3%	EBITDA, m	(4.9)	(12.0)	32	92		
				EBIT, m	(16.7)	(25.4)	20.4	75.9		
				EPS, adj	(0.96)	(0.88)	0.62	2.32		
				EPS Growth	NA%	NA%	NA%	274.7%		
				Equity/Share	3.8	5.0	5.6	8.2		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	NA%	NA%	24.0%	36.1%		
				ROE (%)	(19.3)%	(17.6)%	12.3%	31.6%		
				ROCE	(21.2)%	(34.4)%	24.9%	89.4%		
				EV/Sales	9.74x	11.67x	5.91x	2.39x		
				EV/EBITDA	(102.8)x	(42.1)x	15.5x	5.5x		
				EV/EBIT	(30.1)x	(19.8)x	24.6x	6.6x		
				P/E, adj	(23.7)x	(25.9)x	36.6x	9.8x		
				P/Equity	6.0x	4.6x	4.0x	2.8x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	NA%	NA%	1.8%	9.6%		
				Net Debt/EBITDA	6.9g	5.5g	(2.5)g	(1.6)g		

Kommande händelser	
Q4'20 rapport	12/02/2021

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	23.2m
Market cap	526
Nettoskuld	(23)
EV	503
Free Float	31.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	50.0(k)
Reuters/Bloomberg	IRIS B / IRIS SS

Kursutveckling 12 mån	
IRIS B	OMX

Analytiker	
rikard.engberg@penser.se	
Analysavdelningen	



# Sammanfattning

## Kapitalanskaffning banar väg för kommersialisering

### Investment Case

Irisity är ett mjukvarubolag som utvecklar algoritmer för IP-kameror. Dessa algoritmer har möjlighet att på egen hand larma vid intrång på ett skyddsobjekt. Det minskade personalbehovet detta innebär möjliggör kostnadsbesparingar på 50-70% för ett bevakningsbolag. Irisity har nyligen slutit avtal om kommersiell utruling med G4S och förhandlar i dagsläget om kommersiell utrullning hos ytterligare 3 internationella bevakningsbolag vilket gör att vi ser hög potential i aktien och i dagsläget ett motiverat värde om 29-31 kr.

### Bolags profil

Säkerhetsindustrin omsatte 2019 ca USD 161bn och har historiskt sett tillväxt i linje med BNP. Denna industri har historisk varit personalintensiv med rörelsemarginaler kring 5%. En av de snabbast växande nischerna inom säkerhetsindustrin är videoövervakning, en marknad som enligt IHS Markit väntas omsätta USD 20bn 2020 och väntas växa med ca 10,5%/år (i värde) kommande år. Konsultbolaget Mordor Intelligence bedömer att 60% av omsättningen i dagsläget utgörs av hårdvaruförsäljning och 10-15% av service. Mjukvara står således för ca 15-20% av omsättningen. Anledningen till att videoövervakning växer snabbare än säkerhetsindustrin är de stora effektiviseringsvinster bevakningsbolagen kan göra genom att ersätta patrullerande väktare ersätts med kameror. Den amerikanska organisationen IPVM bedömer att 2020 kommer att bli året VSaaS (video surveillance as a service) kommer att se en signifikant ökad kommersialiseringsgrad. Vi har noterat att branschbedömare anser att en majoritet av nyförsäljningen inom videoövervakning kommer vara molnbaserad inom 3 år.

Irisity har i över 10 års tid tränat och utvecklat sina algoritmer på att upptäcka mänsklig aktivitet. Den tid och den data som Irisity samlat under bolagets livstid är en av bolagets främsta konkurrensfördelar då mängden data som processas är svår att replikera vilket gör algoritmen stark. Vi räknar med att ett bevakningsbolag kan sänka kostnaderna vid ett bevakningsobjekt med 40-60% om Irisitys mjukvara används. För ett bevakningsbolag skulle det innebära att rörelsemarginalerna vid en bevakningsuppdrag kan stiga från 5% vid fullt manuell övervakning till 8-10% om denna ersätts fullt ut med videoövervakning. Vi bedömer att de internationella bevakningsbolagen kommer att accelerera investeringarna i marginalhöjningar post Covid-19.

### Värdering

Irisity befinner sig i dagsläget i förhandling med fyra stora bevakningsbolag om en storskalig kommersiell utrullning av bolagets mjukvara. Vi bedömer att dessa bolag tillsammans har ca 10m kameror i bruk vilket om alla skulle utrustas med mjukvaran skulle motsvara en marknad om ca 14,4 mdkr. Alla dessa kameror är inte kompatibla med mjukvara men för att våra estimat 2022 ska nås krävs att Irisity når ca 5% av dessa kameror.

### Motiverat värde

I dagsläget handlas bolaget på en implicit WACC på ca 15%. Väger vi vår DCF och multipelvärdering får vi ett motiverat värde i spannet 29-31kr.

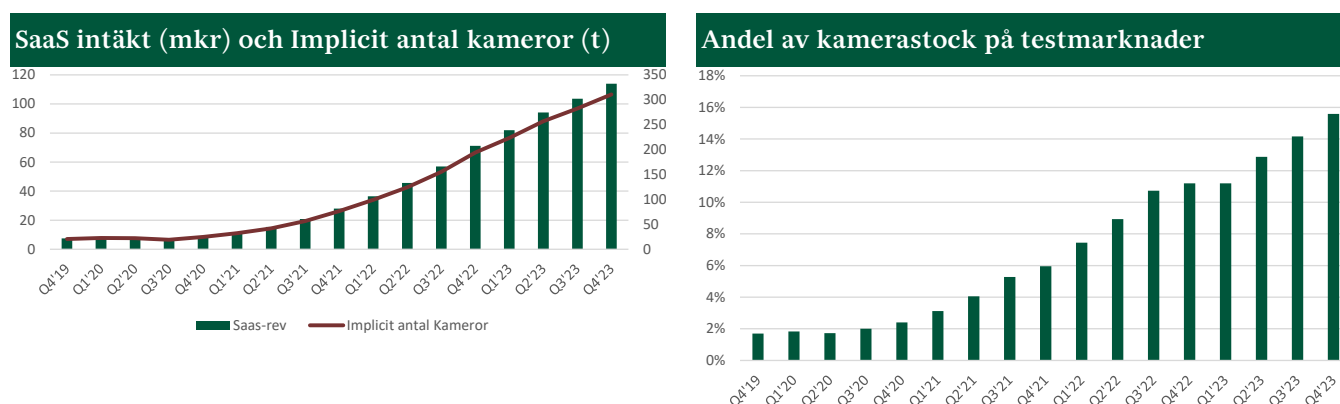
## Antaganden kommersialisering

Vi har valt följande antaganden för våra estimat gällande utrullningen av G4S avtalet kommande år:

- På de femmarknaderna finns det ca åtta miljoner kameror. De marknader där avtalet ska börja rullas ut är Grekland, Belgien, Danmark, Storbritannien och Holland
- G4S har en marknadsandel om ca 15% på dessa marknader
- Varje kamera genererar 12,5 EUR/månad/algorithm och i snitt en algorithm installeras per kamera

Vi bedömer att Irisity måste nå ca 15% av de berörda kamerorna för att våra estimat ska nås. Dessa estimat och siffrorna i grafen nedan tar inte hänsyn till andra säkerhetsbolag som Irisity förhandlar med.

Intäkterna kan komma relativt slagigt då Irisity installerar sin mjukvara centralt på G4S olika Security operations centres (SOCs). Irisity får då en licensintäkt för samtliga kameror kopplade till ett sådant center när installationen är klar. Vi bedömer att det är dessa tillpassningar som pressar bruttomarginalen i dagsläget.

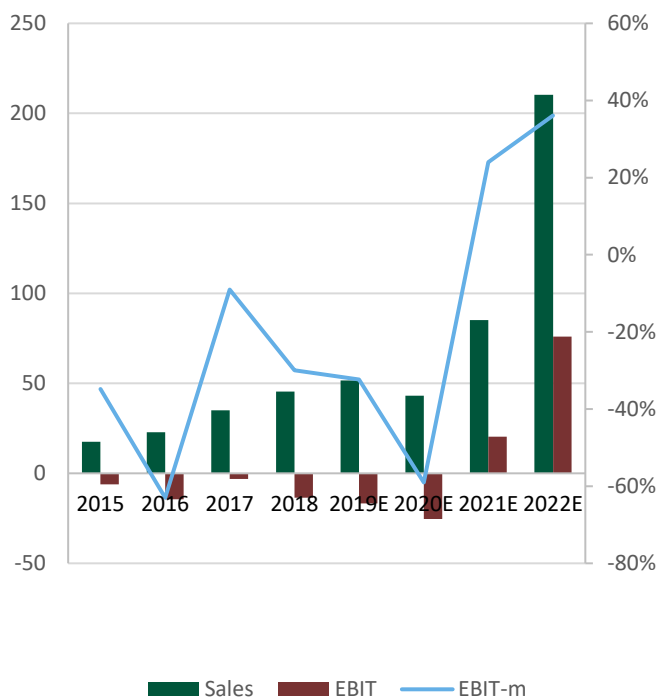


Vi bedömer att Irisity utöver det nuvarande G4S avtalet förhandlar med 4-5 andra globala aktörer om ett liknande avtal. Den aktör där vi tror affär är närmast är det spanska bolaget Prosegur, ett bolag med ca 300 000 säkerhetsobjekt globalt. Prosegur har som uttalat mål att öka digitaliseringsgraden i sin verksamhet och installerar över 10 000 nya kameror per år. Nedan följer några korta antaganden för att beräkna den totala adresserbara marknaden:

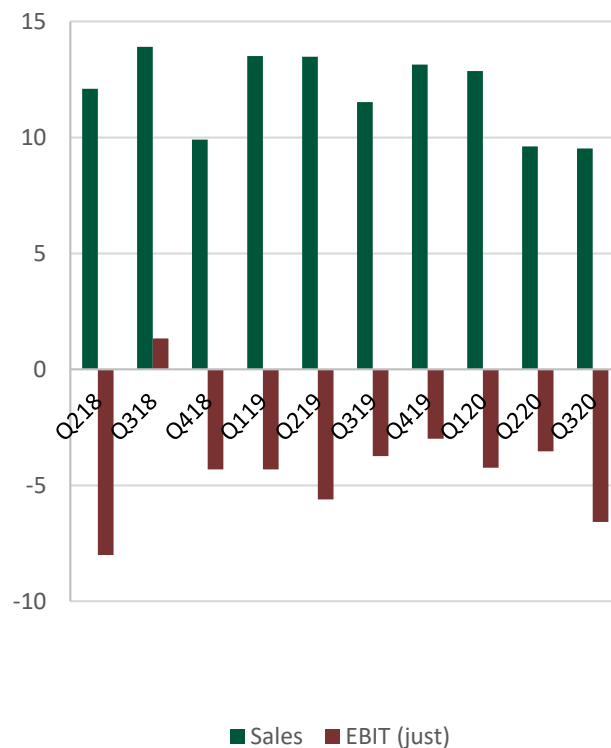
- De bolag Irisity förhandlar med har ca 2m bevakningsobjekt
- Varje objekt har ca fem kameror
- Detta ger ca 10m kameror som total marknad

Vi bedömer således att Irisity befinner sig i upphandlingar som motsvarar 1 500 - 2 000 mkr årligen i återkommande intäkter. Antalet IP-kameror ökar med ca 10-12% årligen vilket gör att den totalt nåbara marknaden ökar i en liknande takt.

## Sales and EBIT (y/y)



## Sales and EBIT (Quarterly)



## Bolagsfakta

Största aktieägare (skattning efter emission)		Aktier	
Chalmers Innovation Seed Fund AB			9,5%
Aktiebolaget Westergyllen			9,5%
Avanza Pension			6,0%
Tin Fonder			5,7%
Övriga			68,9%
Ordförande		Lenhart Svantesson	
Verkställande direktör		Marcus Bäcklund	
Finansdirektör		Erik Stenberg	
Investerarkontakt		Marcus Bäcklund	
Hemsida		<a href="https://www.irisity.com">https://www.irisity.com</a>	

## Resultaträkning

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning			17,6	22,9	35,0	45,4	51,6	43,1	85,1	210,3
Övriga intäkter						15,3	15,9	8,6	9,0	0,0
Extraordinära intäkter										
Kostnad sålda varor										
Bruttovinst			-5,0	-8,3	-8,5	-18,2	-15,0	-9,2	-14,1	-35,6
Personalkostnader			12,6	14,6	26,5	27,2	36,7	33,9	71,0	174,7
Övriga kostnader			-11,9	-18,0	-18,2	-25,8	-28,5	-32,3	-30,2	-44,8
Extraordinära kostnader			-5,0	-8,3	-8,5	-18,2	-15,0	-9,2	-14,1	-35,6
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>			<b>-2,7</b>	<b>-6,8</b>	<b>0,5</b>	<b>-8,0</b>	<b>-4,9</b>	<b>-12,0</b>	<b>37,0</b>	<b>91,9</b>
Avskrivningar			-3,4	-7,7	-3,7	-5,6	-11,8	-13,5	-16,6	-16,0
Goodwillnedskrivningar										
<b>Resultat (EBIT)</b>			<b>-6,1</b>	<b>-14,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-13,6</b>	<b>-16,7</b>	<b>-25,4</b>	<b>20,4</b>	<b>75,9</b>
Extraordinära Poster			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>			<b>-6,1</b>	<b>-14,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-13,6</b>	<b>-16,7</b>	<b>-25,4</b>	<b>20,4</b>	<b>75,9</b>
Finansella intäkter			0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader			-0,6	-0,7	-0,5	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Resultat före skatt</b>			<b>-6,6</b>	<b>-15,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-14,3</b>	<b>-16,9</b>	<b>-25,7</b>	<b>20,2</b>	<b>75,6</b>
Skatter			0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	5,4	-4,2	-15,6
Minoritetsintressen			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoreultat Rapporterat</b>			<b>-6,7</b>	<b>-15,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-6,3</b>	<b>-16,8</b>	<b>-20,3</b>	<b>16,0</b>	<b>60,1</b>
<b>Nettoreultat (just)</b>			<b>-6,7</b>	<b>-15,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-6,3</b>	<b>-16,8</b>	<b>-20,3</b>	<b>16,0</b>	<b>60,1</b>

## Balansräkning

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>TILLGÅNGAR</b>										
Goodwill			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar			9,4	7,2	11,7	24,7	59,3	54,4	51,4	35,4
Materiella anläggningstillgångar			0,0	0,0	7,1	8,3	5,0	4,8	4,8	4,8
Räntebärande anläggningstillgångar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar			5,0	3,9	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>			<b>14,4</b>	<b>11,1</b>	<b>18,7</b>	<b>33,0</b>	<b>64,3</b>	<b>59,4</b>	<b>56,4</b>	<b>40,4</b>
Varulager			0,0	0,0	0	0	0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar			5,6	3,5	7,6	8,6	6,3	6,4	18,2	46,3
Övriga omsättningstillgångar			5,6	2,7	37,0	2,7	2,0	2,0	2,0	2,0
Likvida medel			9,2	19,7	6,1	32,3	39,8	72,4	88,6	157,8
<b>Summa omsättningstillgångar</b>			<b>20,3</b>	<b>25,9</b>	<b>50,8</b>	<b>43,6</b>	<b>48,1</b>	<b>80,8</b>	<b>108,9</b>	<b>206,1</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>			<b>34,7</b>	<b>37,0</b>	<b>69,5</b>	<b>76,6</b>	<b>112,4</b>	<b>140,2</b>	<b>165,3</b>	<b>246,5</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>										
Eget Kapital			0,0	0,0	0,0	0,0	0	115	131	190
Minoritetsintressen			0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0
<b>Summa Eget Kapital</b>			<b>4,5</b>	<b>9,5</b>	<b>36,4</b>	<b>46,9</b>	<b>87,4</b>	<b>115,0</b>	<b>130,6</b>	<b>190,2</b>
Långfristiga finansiella skulder			6,1	7,5	7,7	5,9	2,8	2,8	2,8	2,8
Pensionsavsättningar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
Övriga långfristiga skulder			6,1	3,1	0,0	0,0	0,5	0,5	0,0	0,0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>			<b>12,1</b>	<b>10,6</b>	<b>7,7</b>	<b>5,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
Kortfristiga finansiella skulder			4,8	4,9	6,1	5,2	3,4	3,4	3,4	3,4
Leverantörsskulder			1,9	2,6	3,6	4,4	4,4	4,6	14,0	35,6
Skatteskulder			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder			11,4	9,6	15,6	14,2	14,0	14,0	14,0	14,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>			<b>18,1</b>	<b>17,0</b>	<b>25,3</b>	<b>23,8</b>	<b>21,8</b>	<b>22,0</b>	<b>31,5</b>	<b>53,1</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>			<b>34,7</b>	<b>37,1</b>	<b>69,4</b>	<b>76,6</b>	<b>112,4</b>	<b>140,7</b>	<b>165,3</b>	<b>246,5</b>

## Kassaflödesanalys

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoreultat Rapporterat	-6,7	-15,1	-3,7	-6,3	-16,8	-20,3	16,0	60,1		
Icke kassaflödespåverkande poster	3,7	7,7	1,7	-0,5	14,6	16,4	11,6	15,6		
Förändringar i rörelsekapital	5,7	1,6	-0,2	-0,1	0,0	0,1	-2,4	-6,5		
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>2,7</b>	<b>-5,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-7,0</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>25,2</b>	<b>69,1</b>		
Investeringar	-3,4	-5,1	-11,3	-20,4	-17,7	-8,6	-9,0	0,0		
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-0,7</b>	<b>-11,0</b>	<b>-13,5</b>	<b>-27,4</b>	<b>-19,9</b>	<b>-12,4</b>	<b>16,2</b>	<b>69,1</b>		
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0		
Nyemission/återköp	0	20	0	54	27,5	33	0	0		
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0		
Länefinansiering och övriga justeringar	2	2	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0		
<b>Kassaflöde</b>	<b>1</b>	<b>10,6</b>	<b>-13</b>	<b>26</b>	<b>7,5</b>	<b>20,2</b>	<b>16,2</b>	<b>69,1</b>		
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0		
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>2</b>	<b>-7</b>	<b>8</b>	<b>-21</b>	<b>-34</b>	<b>-66</b>	<b>-82</b>	<b>-152</b>		

## Kvartalsvis data

Resultaträkning	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320
Nettoomsättning	6,7	5,1	4,7	9,4	9,2	12,0	9,5	12,1	13,9	9,9	13,5	13,5	11,5	13,1	12,9	9,6	9,5
Övriga intäkter																	3,0
Kostnad sålda varor				-2,0	-2,1	-2,8	-2,4	-2,1	-2,3	-2,6	-3,6	-3,8	-3,0	-2,7	-3,5	-3,1	-3,6
<b>Bruttovinst</b>	<b>6,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>	<b>9,2</b>	<b>7,2</b>	<b>10,0</b>	<b>11,6</b>	<b>7,3</b>	<b>9,9</b>	<b>9,7</b>	<b>8,5</b>	<b>10,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>	<b>8,9</b>
Personalkostnader	-2,8	-7,1	-5,6	-4,2	-3,3	-5,0	-5,0	-11,4	-4,9	-4,7	-6,4	-7,8	-6,0	-8,3	-7,8	-7,6	-7,2
Övriga kostnader	-1,9	-3,2	-2,5	-1,9	-1,9	-2,2	-3,5	-5,4	-4,2	-5,3	-5,1	-4,3	-3,1	-2,5	-2,3	-2,0	-2,3
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>0,2</b>	<b>-7,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>-6,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,2</b>
Avskrivningar	-1,0	-4,6	-1,0	-1,0	-1,0	-0,7	-1,4	-1,3	-1,2	-1,7	-2,8	-3,2	-3,1	-2,6	-3,4	-3,4	-3,4
Goodwillnedskrivningar																	
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-0,8</b>	<b>-11,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-8,0</b>	<b>1,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,6</b>
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,3	0,0	-2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-0,8</b>	<b>-11,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-14,3</b>	<b>1,3</b>	<b>-7,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,6</b>
Finansiella intäkter	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-0,9</b>	<b>-12,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-14,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-7,4</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>-6,6</b>
Skatter	-15,6	-15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoreultat Rapporterat</b>	<b>-16,5</b>	<b>-27,4</b>	<b>-5,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-14,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-7,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,5</b>
<b>Nettoreultat (just)</b>	<b>-16,5</b>	<b>-27,4</b>	<b>-5,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-9,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-5,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,5</b>

### Tillväxt och marginaler

	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q220
Omsättningsstillväxt							101%	28%	52%	-17%	42%	11%	-17%	33%	-5%	-29%	-17%
EBIT, tillväxt							-103%	na	64%	na	na	na	na	na	na	na	na
Bruttomarginal	100%	100%	100%	79%	77%	77%	75%	83%	84%	74%	74%	72%	74%	79%	73%	99%	94%
EBITDA marginal	3%	na	na	14%	20%	17%	16%	na	18%	na	na	na	na	na	na	na	na
EBIT marginal	na	na	na	2%	6%	10%	1%	na	10%	na	na	na	na	na	na	na	na
Skattesats	na	na	na	0%	0%	0%	na	na	0%	na	na	na	na	na	na	na	na

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.

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 fondhandlarförningens 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 Instrument 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](http://www.penser.se)