



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Finland | 4 November 2020

Loudspring

Blandat Q3, men 2021 ser lovande ut

Stark tillväxt för Nuuka och ResQ Club...

Mjukvarubolagen Nuuka Solutions och ResQ Club fortsätter att trotsa Covid-19-pandemin och visa starka tillväxtsiffror. Nuuka noterar månatliga återkommande intäkter som är 46% högre yoy och man har därtill lanserat en ny intressant produkt som tagits emot väl. ResQ Club:s månatliga GMV (Gross Merchandise Value) var 46% högre yoy i slutet av Q3 och man fortsätter gynnas av mobilitetsrestriktioner.

...men temporärt utmanande för Eagle

Eagle Filters växte 2% yoy och ser därmed ut att få svårt att nå omsättningsmålet för 2020, även om exakt utfall beror på försäljningen av andningsmasker under årets avslutning. CE-märkning av dessa tror man kommer i början av november, varpå försäljning till konsument kan starta. Den adresserbara marknaden ökar därmed väsentligt och underbygger målet om en omsättning på minst EUR 10m för Eagle 2021.

Motiverat värde justeras upp

Vi har sett över estimat och värderingsmetodik i ljuset av kvartalets utveckling. Resultatet är att vi justerar upp värderingen av samtliga onoterade portföljbolag, justerar ner värdet på noterade Enersize, samt introducerar en implicit rabatt på NAV pga moderbolagskostnaderna. Motiverat värde per aktie justeras därmed upp till EUR 0,69-0,71 (0,64-0,67), motsvarande 7,20-7,40 kr. Medelhög risk.

Estimatändring (EUR)				Prognos (EUR)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	0.69 - 0.71	
EPS, just 20e	-0.03	-0.03	0.0%	Sales,m	0	0	0	0	Current price	0.32
EPS, just 21e	-0.03	-0.04	-35.7%	Sales Growth	187.3%	(6.9)%	5.3%	0.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	-0.03	-0.04	-40.3%	EBITDA, m	(0.8)	(0.8)	(0.7)	(0.7)	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EBIT, m	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.7)		
n/a		n/a	EPS, adj	(0.16)	(0.03)	(0.03)	(0.03)			
			Equity/Share	0.0	0.0	0.0	0.0			
Bolagsfakta (EURm)				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
Antal aktier		33.6m	ROE (%)	(47.2)%	(14.0)%	(13.2)%	(13.6)%			
Market cap		11	P/Equity	45.3x	49.5x	55.0x	60.9x			
Nettoskuld		4	Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
EV		15								
Free Float		77.20%								
Avg. No. of Daily Traded Sh.		19.2(k)								
Reuters/Bloomberg		LOUDS.ST/LOUDS.SS								

Analytiker

oscar.holm@penser.se
Analysavdelningen



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Finland | 4 November 2020

Sammanfattning

Blandat Q3, men 2021 ser lovande ut

Investment Case

Loudspring är ett investmentbolag vars mål är att investera i och bidra till att bygga lönsamma och konkurrenskraftiga företag för effektivt utnyttjande av naturresurser och som löser globala utmaningar. Bolaget fokuserar på investeringar i företag med stort genomslag på marknaden samt en skalbar och kapitaleffektiv affärsmodell. Portföljen består av fem kärninnehav samt ett antal mindre innehav.

Eagle Filters

Eagle Filters tillverkar högeffektiva gasturbinfilter för gaskraftverk som ger kunden stora besparingar med mycket kort återbetalningstid. Efter covid-19-pandemins utbrott under 2020 har bolaget också anpassat sin verksamhet för att med stöd i sin expertis inom filter även börja tillverka andningsmasker. Bolaget redovisade intäkter på EUR 2,6m under 2019, med en EBITDA på -0,9m. Loudsprings ägarandel uppgår till 80%.

Enersize

Enersize erbjuder mjukvarubaserade analysverktyg för energibesparing inom tryckluftssystem. Bolaget redovisade intäkter på EUR 0,4m under 2019, med en EBITDA på -1,4m. Enersize är noterat på Nasdaq First North och Loudsprings ägarandel uppgår till 19%.

Nuuka Solutions

Nuuka Solutions erbjuder molnbaserade fastighetsförvaltningslösningar till större fastighetsförvaltare, städer och detaljhandelskedjor. Den adresserbara marknaden är mycket stor, affärsmodellen är skalbar och bolaget uppvisar hög tillväxt. Bolaget redovisade intäkter på EUR 1,1m under 2019, med en EBITDA på -1,1m. Loudsprings ägarandel uppgår till 42%.

ResQ Club

ResQ Club är en marknadsplats online som erbjuder konsumenter möjligheten att köpa mat från restauranger och caféer som annars hade kasserats, till ett rabatterat pris. Bolaget är idag ledande i Finland och fokus ligger på vertikal och geografisk expansion. Bolaget redovisade ett gross merchandise value (i.e. värde av sålda varor genom plattformen) på 5,9m under 2019, vilket genererade intäkter på EUR 1,1m, med en EBITDA på -0,3m. Loudsprings ägarandel uppgår till 25%.

Sofi Filtration

Sofi Filtration är specialiserat på industriell vattenrening, med ett självrengörande automatiskt mikrofiltreringssystem som använder en korsflödande filtreringsteknik för kostnadseffektiv filtrering av stora mängder vatten. Bolaget redovisade intäkter på EUR 1,6m under 2019, med en EBITDA på 0,1m. Loudsprings ägarandel uppgår till 21%.

Värdering

Motiverat värde per aktie beräknas till EUR 0,69-0,71 (motsvarande 7,20-7,40 kr) utifrån en sum of the parts-modell (SOTP), med utgångspunkt i Loudsprings kommunicerade mål för de onoterade portföljbolagen och där noterade innehav värderas till marknadsvärde. Vi ser en medelhög risk, vilket främst beror på att portföljbolagen ännu är små och överlag inte har nått stabil lönsamhet, innebärande att det kan uppstå ytterligare finansieringsbehov i bolagen samt även i Loudspring centralt.

Estimatförändringar

Loudspring lanserade i samband med H1-rapporten den 30 augusti reviderade omsättningsmål för kärninnehaven avseende 2020-2021. Basis dessa och utvecklingen i Q3 har vi sett över våra antaganden om portföljbolagens utveckling, och antar hädanefter vad som följer nedan. Överlag så tar vi en konservativ approach avseende estimaten i relation till Loudsprings mål för portföljbolagen, då vi noterar att bolagen historiskt sett haft svårt att nå upp till målen. För Enersize gör vi inga explicita estimat eftersom vi för noterade innehav utgår från observerat marknadsvärde i värderingen.

- **Eagle Filters:**

- 2020: Omsättning på EUR 4m och EBITDA på -0,5m
- 2021: Omsättning på 10m och EBITDA på 2,0m
- Antagandet för omsättning 2021 är i nivå med Loudsprings mål för bolaget, och vi gör bedömningen att det är särskilt stor osäkerhet kring utfallet för 2021 beroende på hur stort intresset blir för bolagets andningsmasker
- Marginalerna antas kunna bli mycket goda när volymproduktion av andningsmasker startar, och vi bedömer att 20% EBITDA-marginal inte är omöjligt med tanke på produkternas bruttomarginal
- Potentialen för andningsmaskerna är mycket stor, vilket illustreras av att Eagle med nuvarande produktionskapacitet potentiellt skulle kunna sälja för ~14m per år (se räkneexempel nedan) vilket alltså vida överstiger omsättningsmålet för 2021
- Vi antar en tillkommande skuldsättning om 1m för att reflektera finansieringsbehov vid upprampning av produktionen av andningsmasker

Eagle: räkneexempel andningsmasker	
Produktionskapacitet per dag (antal)	20 000
Implicit årlig potentiell produktion (miljoner)	5,0
Försäljningspris per styck (EUR)	2,75
Intäktspotential per år (EURm)	13,8
Antagen produktionskostnad (EUR)	1,0
Potentiell bruttovinst (EURm)	8,8
Implicit bruttomarginal	64%

Källa: Bolaget, EPB

- **Nuuka Solutions:**

- 2020: Omsättning på EUR 1,7m och EBITDA på -0,2m
- 2021: Omsättning på 2,4m och EBITDA på 0,3m
- Antagandet för omsättning 2021 är mellan det lägre och det högre intervallet av Loudsprings mål för bolaget
- Nuuka är i slutfasen att genomföra en finansieringsrunda på 2,5m, varför vi inte antar några ytterligare finansieringsbehov i närtid

- **ResQ Club:**

- 2020: Gross merchandise value på EUR 8,5m, omsättning på 1,5m och EBITDA på 0,2m
- 2021: Gross merchandise value på 12,0m, omsättning på 2,2m och EBITDA på 0,5m
- Antagandet för omsättning 2020 och 2021 är under det lägre intervallet av Loudsprings mål för bolaget, vilket reflekterar vår bedömning att take rate (dvs andelen intäkter i förhållande till GMV) förväntas vara oförändrad kommande år
- ResQ var lönsamt på EBITDA-basis under H1 2020 och är i slutfasen att genomföra en mindre intern finansiering, varför vi inte antar några ytterligare finansieringsbehov i närtid

- **Sofi Filtration:**

- 2020: Omsättning på EUR 0,3m och EBITDA på -0,4m
- 2021: Omsättning på 1,0m och EBITDA på 0,1m
- Antagandet för omsättning 2021 motsvarar det lägre intervallet av Loudsprings mål för bolaget
- Sofi stängde under oktober en extern finansieringsrunda som tillför bolaget 3m, varför vi inte antar några ytterligare finansieringsbehov i närtid

Vi rullar också våra estimat för Loudspring framåt t.o.m. 2024, vilket dock är mest av akademiskt intresse eftersom de inte har någon direkt relevans för vår värdering. Av estimaten kan man dock utläsa att bolaget kommer behöva ta in kapital vid ett antal ytterligare tillfällen för att finansiera moderbolagskostnaderna, om man inte kan täcka dessa genom utdelningar från portföljbolagen. Det sistnämnda bör dock bli möjligt om Eagle börjar generera intäkter och resultat i nivå med våra estimat för 2021, men eftersom Eagles utdelningskapacitet är beroende av bolagets investeringsbehov och andra hänsyn så har vi valt att modellera utan dessa.

Justering av motiverat värde

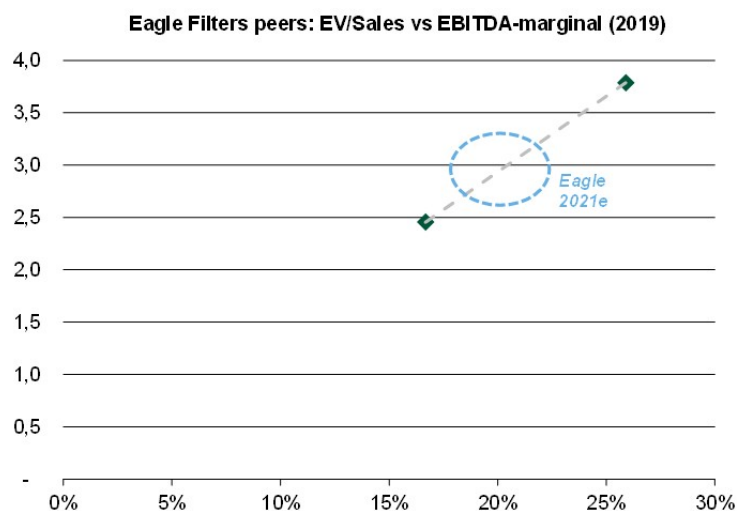
Utifrån våra estimat om portföljbolagens intjänning enligt ovan så har vi uppdaterat vår värdering av Loudspring. Vi värderar Loudspring genom en SOTP-modell, där varje onoterat portföljbolag åsätts en bedömd marknadsmässig värderingsmultipl på 2021 års omsättning och resultat, och värdet sedan diskonteras tillbaka till idag med 20% avkastningskrav. Det synbart höga avkastningskravet reflekterar bolagens relativt låga mognadsgrad och att merparten av dem ännu inte visar positivt kassaflöde. Noterade innehav tas upp till observerat marknadsvärde per idag.

I modellen tar vi också hänsyn till Loudsprings moderbolagskostnader, vilka uppgår till EUR ~750k netto årligen och behöver finansieras antingen genom nyemissioner i Loudspring eller utdelningar eller liknande från dotterbolagen. Kostnaderna diskonteras i evighet med 11,5% avkastningskrav (vilket motsvarar aktiemarknadens långsiktiga avkastning) och innebär en implicit rabatt mot NAV på 22%.

Nedan redovisas våra antaganden kring värderingsmultiplar i mer detalj:

- **Eagle Filters:**

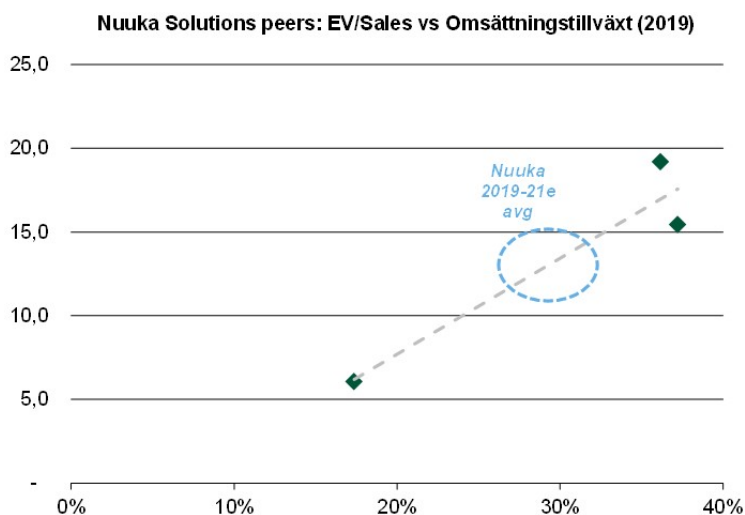
- Vi bedömer att de noterade bolagen **Donaldson Company** och **3M** är närmast jämförbara med Eagle Filters: Donaldson Company avseende Eagles befintliga turbinfilterverksamhet och 3M avseende den nya verksamhetsgrenen andningsmasker
- Donaldson och 3M redovisade 2019 en EBITDA-marginal på i snitt 21%, vilket är marginellt högre än den vi förväntar oss för Eagle 2021
- EV/Sales för bolagen var i snitt 3,1x för 2019, och vi bedömer att Eagle bör värderas till en rabatt mot detta med tanke på att bolaget är väsentligt mindre
- Vi använder därför en EV/Sales-multipl på 2,5x
- Därmed värderar vi 100% av aktierna i Eagle Filters till **EUR 19m**



Källa: FactSet, EPB

• **Nuuka Solutions:**

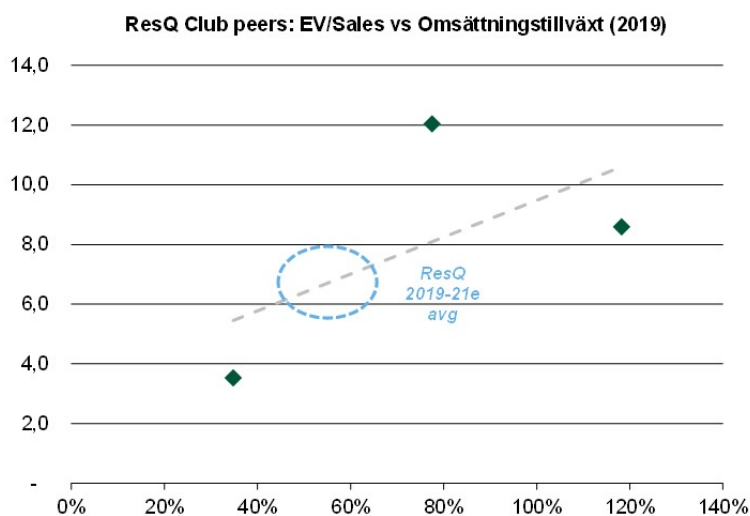
- Vi bedömer att de noterade bolagen **AppFolio**, **RealPage** och **Admicom** är närmast jämförbara med Nuuka, då samtliga levererar mjukvara- och plattformslösningar till fastighetssektorn, vilka till stor del är molnbaserade
- Jämförelsebolagen växte med i snitt 30% under 2019, vilket är i nivå med de 32% i snitt som vi förväntar oss av Nuuka under 2019-2021
- EV/Sales för bolagen var i snitt 14x för 2019, och vi bedömer att Nuuka bör värderas till en rabatt mot detta med tanke på att bolaget är väsentligt mindre
- Vi använder därför en EV/Sales-multipel på **11x**
- Därmed värderar vi 100% av aktierna i Nuuka Solutions till **EUR 19m**



Källa: FactSet, EPB

- **ResQ Club:**

- Vi bedömer att de noterade bolagen **DeliveryHero**, **GrubHub** och **Just Eat Takeaway.com** är närmast jämförbara med ResQ Club, då samtliga är plattformar som konsumenterna kan beställa mat ifrån
- Även svenska onoterade **Karma** är jämförbart, då verksamheten är snarlik ResQ Clubs och man är marknadsledare i Sverige medan ResQ Club är marknadsledare i Finland
- De noterade jämförelsebolagen växte med i snitt 77% under 2019, vilket är något högre än de 59% i snitt som vi förväntar oss av ResQ Club under 2019-2021
- EV/Sales för bolagen var i snitt 8,0x för 2019, och vi bedömer att ResQ Club bör värderas till en rabatt mot detta med tanke på att bolaget är väsentligt mindre
- Vi använder därför en EV/Sales-multipel på **6,5x**
- Därmed värderar vi 100% av aktierna i ResQ Club till **EUR 16m**
- Som referens så värderade Kinnevik sina 20% i Karma till 49 mkr per Q3 2020, vilket betyder ett implicit värde på EUR ~24m, där det högre värdet i vår bedömning beror på att Karma hade något högre intäkter under 2019 och att Sverige är en större marknad än Finland



Källa: FactSet, EPB

- **Sofi Filtration:**

- För Sofi Filtration har vi inte genomfört någon jämförande värdering, utan istället utgått från den bedömda värderingen i senaste finansieringsrundan, som genomfördes i september
- Vi antar att 100% av aktierna i bolaget då värderades till **EUR 7,5m**
- Detta implicerar en multipel på **7,5x EV/Sales** basis vårt omsättningsestimativ för 2021

Vi har inte uppdaterat värderingen av övriga innehav, utan antar fortsatt att dessa har ett sammanlagt värde på 3,1m till Loudspring.

Ovanstående betyder att NAV per aktie därmed uppgår till EUR 0,70 eller 7,30 kr. Med ett rimligt osäkerhetsintervall omkring NAV översätts detta till ett motiverat värde på EUR 0,69-0,71 eller 7,20-7,40 kr.

Loudspring SOTP (EURm)

Kärninnehav	Aktievärde 100%	Loudsprings andel	Värde till Loudspring
Eagle Filters	19,4	80%	15,6
Enersize	5,8	19%	1,1
Nuuka Solutions	19,4	42%	8,2
ResQ Club	16,2	25%	4,1
Sofi Filtration	7,5	21%	1,6
Subtotal			30,6
Övriga innehav			3,1
Tillgångsvärde brutto			33,7
Nettokassa / (-skuld)			(3,7)
Moderbolagskostnader, netto*			(6,5)
Tillgångsvärde netto			23,5
Utestående aktier (miljoner)			33,6
NAV per aktie (EUR)			0,70

*Evig kostnad @ 12% avkastningskrav. Implicit NAV-rabatt på 22%

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning (EURm)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttovinst	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Försäljningskostnader								
Administrationskostnader	-1,2	-1,7	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Forskning- och utvecklingskostnader								
Övriga rörelsekostnader och -intäkter								
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-1,1	-1,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Av- och nedskrivningar	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (justerad)	-1,3	-1,8	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Jämförelsestörande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-1,3	-1,8	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Finansiella intäkter	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,6	-2,0	-3,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Resultat före skatt	-1,6	-3,5	-4,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	-1,6	-3,5	-4,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Nettoresultat (justerat)	-1,6	-3,5	-4,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0

Balansräkning (EURm)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	20,0	10,8	8,0	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	20,3	10,9	8,1	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga omsättningstillgångar	1,0	1,6	2,0	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Likvida medel	3,6	0,1	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Summa omsättningstillgångar	4,6	1,6	2,4	3,2	3,3	3,3	3,4	3,3
SUMMA TILLGÅNGAR	24,9	12,6	10,5	12,0	12,1	12,1	12,2	12,1
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	22,7	10,9	6,6	7,4	7,3	7,1	7,0	6,8
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	22,7	10,9	6,6	7,4	7,3	7,1	7,0	6,8
Långfristiga finansiella skulder	0,0	1,0	3,0	3,8	4,0	4,2	4,4	4,5
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	1,5	1,0	3,0	3,8	4,0	4,2	4,4	4,5
Kortfristiga finansiella skulder	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Leverantörsskulder	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Summa kortfristiga skulder	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	24,9	12,6	10,5	12,0	12,1	12,1	12,2	12,1

Kassaflödesanalys (EURm)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	-1,6	-3,5	-4,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Icke kassaflödespåverkande poster	0,4	1,8	3,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Förändringar i rörelsekapital	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1,0	-1,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
Investeringar	-1,1	-3,6	-1,6	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	-2,1	-5,5	-2,6	-2,6	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission / återköp	5,0	0,0	1,0	1,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,3	2,0	2,0	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1
Kassaflöde från avvecklad verksamhet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	3,1	-3,5	0,4	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	-3,3	1,4	3,1	3,9	4,0	4,1	4,3	4,4

Nyckeltal per aktie (EUR)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad	-0,07	-0,15	-0,16	-0,03	-0,03	-0,03
EPS, justerad	-0,07	-0,15	-0,16	-0,03	-0,03	-0,03
FCF per aktie	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,95	0,45	0,24	0,22	0,20	0,18
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	23,9	24,2	27,5	33,6	36,5	39,3

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT-tillväxt (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS-tillväxt, justerad	24%	116%	9%	-80%	-9%	-7%
Bruttomarginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT-marginal (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Skattesats	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoskuld	-3,3	1,4	3,1	3,9	4,0	4,1
Soliditet	91%	87%	63%	62%	60%	59%
Nettoskuldsättningsgrad	-15%	13%	46%	52%	55%	58%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE, justerad	-7%	-21%	-47%	-14%	-13%	-14%
ROCE, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Investeringar	1,1	3,6	1,6	1,6	0,0	0,0
Investeringar / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kundfordringar / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Leverantörsskulder / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kapitalomsättningshastighet	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Värderingsmultiplar

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E, justerat	neg	neg	neg	neg	neg	neg
P/EK	2,6x	0,9x	1,4x	0,1x	0,2x	0,2x
P/FCF	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Aktiekurs, årets slut	2,49	0,40	0,35	0,03	0,03	0,03
EV, årets slut	56,3	11,1	12,6	4,9	5,1	5,3

Halvårsdata (EURm)

	H1 '17	H2 '17	H1 '18	H2 '18	H1 '19	H2 '19	H1 '20
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttovinst	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Försäljningskostnader							
Administrationskostnader	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-0,6	-0,4	-0,5
Forskning- och utvecklingskostnader							
Övriga kostnader							
EBITDA	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4	-0,4
Av- och nedskrivningar	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
EBIT	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-0,6	-0,3	-0,4
Jämförelsestörande poster	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT (justerad)	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-0,6	-0,3	-0,4
Finansiella intäkter	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,2	-0,4	-0,3	-1,7	-0,1	-3,2	-0,1
Resultat före skatt	-0,7	-0,9	-1,0	-2,5	-0,6	-3,5	-0,5
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	-0,7	-0,9	-1,0	-2,5	-0,6	-3,5	-0,5
Nettoresultat (justerat)	-0,7	-0,9	-1,0	-2,5	-0,6	-3,5	-0,5

	H1 '17	H2 '17	H1 '18	H2 '18	H1 '19	H2 '19	H1 '20
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT-tillväxt (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Bruttomarginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT-marginal (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Skattesats	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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