



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Finland | 24 February 2021

Loudspring

Lägre mål men fortsatt stor NAV-rabatt

Svagare 2020 än förväntat...

Loudsprings portföljbolag redovisade överlag ett svagare år än vad vi och bolaget hade räknat med. Eagle Filters redovisade en omsättning på EUR 2,5m (vs bolagets mål på >5,0m), Nuuka omsatte 1,3m (vs målet på ~1,7m), ResQ Club omsatte 1,6m (vs målet på ~1,7m) och Sofi Filtration omsatte 0,1m (inget mål). Tillväxten var svag för Eagle (-2%) medan den var hygglig för Nuuka (+17%) och mycket god för ResQ Club (+51%)

...och sänkta mål för 2021

I spåren av det lägre utfallet för 2020 sänker bolaget också sina mål för portföljbolagen för 2021, även om tillväxtförhoppningarna fortfarande är höga. Nuuka ska baserat på målet accelerera tillväxten rejält till ~80%, medan både Eagle och ResQ ska växa omsättningen med ~40%. I tillväxtprognosen för Eagle ligger inget explicit antagande om försäljning av andningsmasker, som alltså kan driva på tillväxten ytterligare.

Vi sänker motiverat värde

Vi fortsätter att se ett stort värde i Loudsprings portfölj baserat på värderingen för jämförbara bolag, och bibehåller portföljvärdet i princip oförändrat då de långsiktiga utsikterna bedöms som fortsatt goda. P.g.a. ökat antal aktier under Q4 (+33% qoq) till följd av nyemissioner justerar vi dock ner motiverat värde per aktie till EUR 0,55-0,57 (0,69-0,71), motsvarande 5,50-5,80 kr (7,20-7,40). Medelhög risk.

Estimatändring (EUR)			Prognos (EUR)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	0.55 - 0.57	
EPS, just 21e	-0.02	-0.03	-34.2%	Sales,m	0	0	0	0	Current price	0.37
EPS, just 22e	-0.02	-0.03	-33.2%	Sales Growth	(6.9)%	5.3%	0.0%	-%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	-0.02	-0.02	0.0%	EBITDA, m	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, m	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)		
Delårsrapport Q1 2021	2021-04-22		EPS, adj	(0.03)	(0.02)	(0.02)	(0.02)			
Årsstämma	2021-04-23		Equity/Share	0.0	0.2	0.2	0.2			
Delårsrapport Q2 2021	2021-08-31		Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00			
Delårsrapport Q3 2021	2021-10-29		ROE (%)	(14.0)%	(7.8)%	(7.7)%	(7.6)%			
Bolagsfakta (EURm)				P/Equity	72.8x	1.5x	1.5x	1.5x		
Antal aktier	43.3m		Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
Market cap	16									
Nettoskuld	4									
EV	20									
Free Float	77.20%									
Avg. No. of Daily Traded Sh.	66.6(k)									
Reuters/Bloomberg	LOUDS.ST/LOUDS SS									
								Analytiker		
								oscar.holm@penser.se		



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Finland | 24 February 2021

Sammanfattning

Lägre mål men fortsatt stor NAV-rabatt

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 2,5m under 2020, med en EBITDA på -1,4m. Loudsprings ägarandel uppgår till 85%.

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 20%.

Nuuka Solutions

Nuuka Solutions erbjuder molnbaserade fastighetsförvaltningslösningar till större fastighetsförvaltare, städer och detaljhandelskedjor. Den adresserbara marknaden är mycket stor och affärsmodellen skalbar. Bolaget redovisade intäkter på EUR 1,3m under 2020, med en EBITDA på -1,3m. Loudsprings ägarandel uppgår till 42%. Övriga delägare är bl.a. YIT Ventures.

ResQ Club

ResQ Club är en marknadsplats online som erbjuder konsumenter möjligheten att köpa mat från restauranger och caféer som annars hade kasserats. 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 8,9m under 2020, vilket genererade intäkter på EUR 1,6m. EBITDA uppgick till -0,3m för 2019. Loudsprings ägarandel uppgår till 24%. Övriga delägare är bl.a. Ananda Impact Ventures.

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 0,1m under 2020, med en EBITDA på -0,6m. Loudsprings ägarandel uppgår till 21%. Övriga delägare är bl.a. Emerald Technology Ventures.

Värdering

Motiverat värde per aktie beräknas till EUR 0,55-0,57 (motsvarande 5,50-5,80 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.

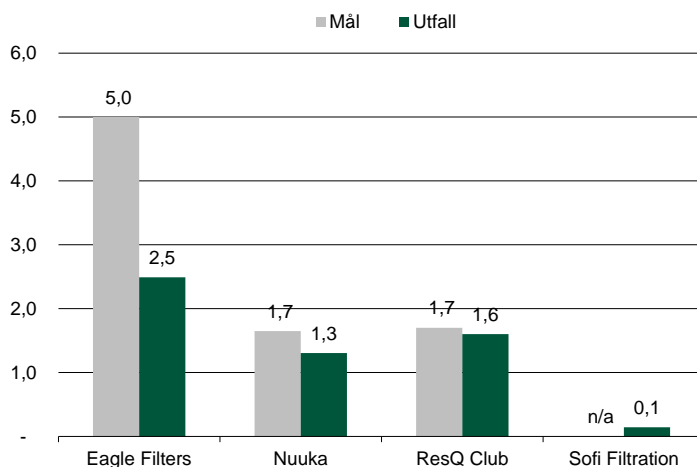
Kvartalet i detalj

Det var framförallt Loudsprings viktigaste portföljbolag **Eagle Filters** som inte levererade enligt bolagets mål, drivet av att CE-godkännandet för bolagets andningsmasker mot coronaviruset dragit ut på tiden och erhöles först i februari 2021 – ett halvår efter att man ansökte i augusti 2020.

Nuuka upplevde också en relativt stor avvikelse mot Loudsprings mål, vilket i vår bedömning är drivet av att det fortfarande finns en viss fördröjning i beslutsfattandet i fastighetsbranschen avseende nya projekt p.g.a coronapandemin. Bolaget upplever ett stort intresse för erbjudandet – vilket inte minst YIT Ventures investering i november är ett kvitto på – men att investera i nya projekt är fortfarande inte högsta prioritet innan kunderna får ett bättre grepp om vad pandemin kommer innebära för efterfrågan på längre sikt.

ResQ Club levererade ungefär i linje med målet, medan **Sofi Filtration** har det fortsatt svårt att bedriva verksamhet under rådande reserestriktioner. Nedan redovisas målen för intäkter per bolag avseende 2020 samt utfallet.

Intäkter per portföljbolag: Loudsprings mål vs utfall 2020 (EURm)

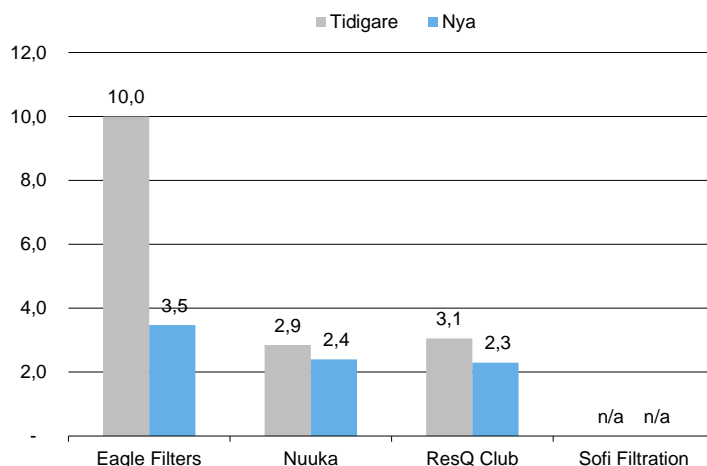


Källa: Bolaget, EPB

Loudsprings uppdaterade mål per portföljbolag för 2021 är med tanke på utfallet 2020 lägre än tidigare. Den största nerjusteringen har skett för **Eagle Filters**, för vilket bolaget nu hoppas på intäkter om EUR 2,45-4,5m (= ett snitt på 3,5m) jämfört med 10m tidigare. Det nya målet omfattar dock enbart Eagles industrifilter och alltså ingen försäljning av andningsmasker. Detta bedömer vi reflekterar en ökad osäkerhet kring konkurrenskraften i bolagets produkter, i ljuset av att priskonkurrensen enligt uppgift är hög och det krävs en hög automationsgrad och stora volymer i tillverkningen för att komma ner i ett attraktivt pris i konsumentledet, även om man erbjuder en premiumprodukt likt Eagle.

Nuuka och **ResQ Club** har fått se sina intäktsmål nerjusterade med 20-25%, vilket i våra ögon reflekterar en alltför aggressiv förhoppning kring tillväxten tidigare snarare än något annat. För **Sofi Filtration** lämnar Loudspring fortsatt inget mål för 2021, vilket reflekterar den låga visibiliteten i intjäningen. Nedan redovisas de nuvarande samt de tidigare målen för intäkter per bolag avseende 2021.

Intäkter per portföljbolag: Loudsprings mål för 2021 (EURm)



Källa: Bolaget, EPB

Bolaget har tidigare haft som målsättning att lämna utdelning för 2021, och man säger nu i rapporten att en eventuell utdelning är avhängig en komplett eller partiell exit i ett eller flera portföljbolag. Vi gör bedömningen att förutsättningarna för en exit i Nuuka eller ResQ har ökat, givet investerarintresset respektive den goda utvecklingen under 2020, och att det inte är omöjligt att Loudspring säljer delar av sitt innehav i något av dessa bolag under 2021. En annan potentiell möjlighet är att bolaget delar ut sitt innehav i Enersize till aktieägarna, vilket skulle vara logiskt då det är en noterad aktie och Loudsprings minsta innehav värdemässigt.

Värdering

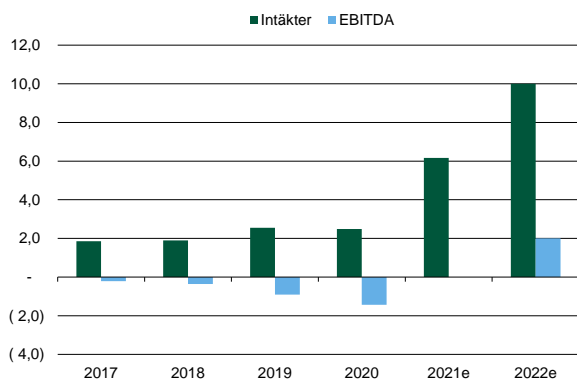
Vi baserade tidigare vår värdering på Loudsprings mål för 2021, men då vi nu redan är en bra bit in i året väljer vi att introducera estimat för 2022 och istället basera vår värdering på nästa år. För detta ändamål har vi uppskattat intäkt- och resultatutväxt för portföljbolagen för 2022 utifrån vår bedömning av deras tillväxtutsikter.

Givet den stora smittspridning som fortfarande råder i Europa och introduktionen av nya påbud avseende bärande av andningsmasker (bl.a. i kollektivtrafiken i Stockholm) i kombination med ett fortsatt behov att bygga upp beredskapslager tror vi att det finns en fortsatt stor adresserbar marknad för **Eagle Filters** andningsmasker under överskådlig framtid, och att detta kommer manifesteras i god tillväxt under 2021 och även under 2022. Detta betyder att vi ser framför oss EUR 10m i intäkter 2022 med en EBITDA-marginal på 20% (i linje med jämförbara noterade bolag).

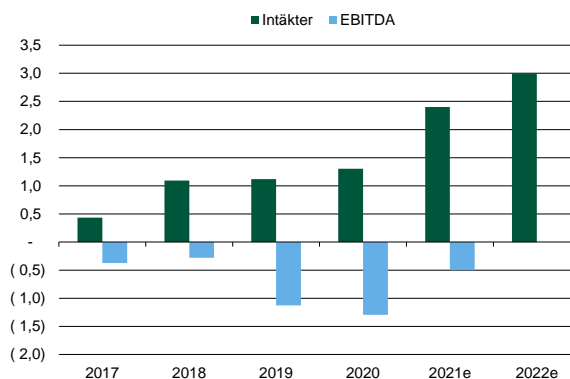
För **Nuuka** tror vi på en ketchupeffekt under 2021 och fortsatt momentum 2022 i takt med att pandemin klingar av och fastighetsägare behöver investera i mer effektiva byggnader för att möta hårdare miljökrav avseende t.ex. ventilation. **ResQ Club** tror vi kommer fortsätta sin tillväxtresa på ungefär samma sätt som tidigare, understött av ökat användande under pandemin och ytterligare marknadsexpansion genom att t.ex. sälja utgången mat från butiker.

Utvecklingen för **Sofi Filtration** är svår att förutspå, men vi tar fasta på att man har en orderstock på EUR >1m och som man nu börjat leverera på, och i takt med minskande restriktioner bör försäljning och resultat återigen närma sig 2019 års nivåer.

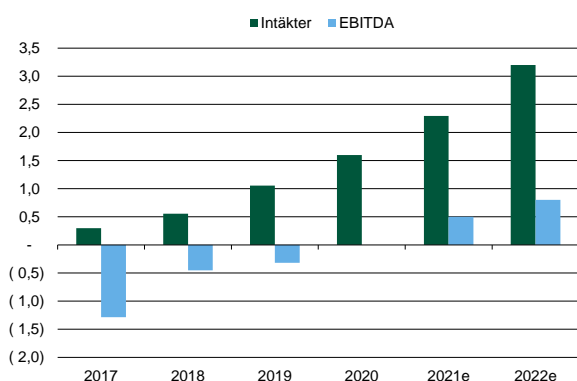
Eagle: intäkter och EBITDA 2017-2022e (EURm)



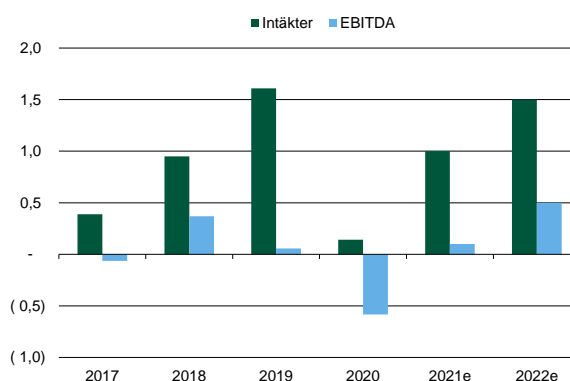
Nuuka: intäkter och EBITDA 2017-2022e (EURm)



ResQ: intäkter och EBITDA 2017-2022e (EURm)



Sofi: intäkter och EBITDA 2017-2022e (EURm)



Källa samtliga diagram: Bolaget, EPB

Värdering

Utifrån våra prognoser för 2022 och värderingsutvecklingen för jämförbara bolag har vi uppdaterat sum of the parts-värderingen (SOTP). Framförallt Nuukas och ResQ Clubs jämförelsegrupper värderas fortsatt till höga multiplar, men även Eagle Filters peers har sett högre värdering under det senaste året om än från en lägre absolutnivå. Loudspring skrev under kvartalet ner värdet på sin 15%-iga andel i Swap.com med EUR ~900k, vilket har föranlett oss att justera ner det antagna värdet på övriga innehav från 3,1m till 1,0m.

Vi har därtill uppdaterat antal aktier efter nyemissionerna under Q4 samt nettoskulden såsom den såg ut per utgången av Q4. Portföljvärdet brutto justeras upp med 2% men främst p.g.a. fler utestående aktier justeras NAV per aktie ner med 20%. Nedan redovisas SOTP-kalkylen i detalj.

Loudspring SOTP (EURm)

Kärninnehav	EV/Sales 2022e	Aktievärde 100%	Loudsprings andel	Värde till Loudspring
Eagle Filters	2,8x	18,9	85%	16,1
Enersize	n/a	6,2	20%	1,2
Nuuka Solutions	10,0x	21,4	42%	9,0
ResQ Club	10,0x	22,8	24%	5,5
Sofi Filtration	7,0x	7,5	21%	1,6
Subtotal				33,4
Övriga innehav				1,0
Tillgångsvärde brutto				34,4
Nettokassa / (-skuld)				(3,3)
Moderbolagskostnader, netto*				(7,0)
Tillgångsvärde netto				24,1
Utestående aktier (miljoner)				43,3
NAV per aktie (EUR)				0,56

*Evig kostnad @ 11.5% avkastningskrav. Implicit NAV-rabatt på 23%

Källa: Bolaget, EPB

Givet ovanstående justerar vi ner motiverat värde per aktie till EUR 0,55-0,57 (0,69-0,71) eller 5,50-5,80 kr (7,20-7,40).

Resultaträkning (EURm)

	2017	2018	2019	2020	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								
Forskning- och utvecklingskostnader	-1,2	-1,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Övriga rörelsekostnader och -intäkter								
EBITDA	-1,1	-1,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
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	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
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	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Finansiella intäkter	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Finansiella kostnader	-0,6	-2,0	-3,3	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Resultat före skatt	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Nettoresultat (justerat)	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8

Balansräkning (EURm)

	2017	2018	2019	2020	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	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
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	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
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	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Likvida medel	3,6	0,1	0,5	0,7	0,8	1,0	1,2	0,4
Summa omsättningstillgångar	4,6	1,6	2,4	0,9	1,1	1,3	1,5	0,7
SUMMA TILLGÅNGAR	24,9	12,6	10,5	14,3	14,5	14,7	14,9	14,1
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	22,7	10,9	6,6	10,2	10,4	10,6	10,8	10,0
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	10,2	10,4	10,6	10,8	10,0
Långfristiga finansiella skulder	0,0	1,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
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	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Kortfristiga finansiella skulder	0,3	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Summa kortfristiga skulder	0,6	0,7	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	24,9	12,6	10,5	14,3	14,5	14,7	14,9	14,1

Kassaflödesanalys (EURm)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	-1,6	-3,5	-4,2	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Icke kassaflödespåverkande poster	0,4	1,8	3,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
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	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Investeringar	-1,1	-3,6	-1,6	-4,4	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	-5,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
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	4,9	1,0	1,0	1,0	0,0
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	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	3,1	-3,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,8
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	3,3	3,1	2,9	2,7	3,5

Nyckeltal per aktie (EUR)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-0,07	-0,15	-0,16	-0,04	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
EPS, justerad	-0,07	-0,15	-0,16	-0,04	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
FCF per aktie	n/a	n/a	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	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,95	0,45	0,24	0,24	0,23	0,22	0,21	0,19
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	23,9	24,2	27,5	43,3	46,1	48,8	51,6	51,6

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	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	n/a	n/a
EPS-tillväxt, justerad	24%	116%	10%	-76%	-53%	-6%	-6%	-3%
Bruttomarginal	n/a	n/a	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	n/a	n/a
EBIT-marginal (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Skattesats	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Finansiell ställning (EURm)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-3,3	1,4	3,1	3,3	3,1	2,9	2,7	3,5
Soliditet	91%	87%	63%	71%	72%	72%	72%	71%
Nettoskuldsättningsgrad	-15%	13%	46%	32%	29%	27%	25%	35%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-7%	-21%	-48%	-16%	-8%	-8%	-8%	-8%
ROCE, justerad	n/a	n/a	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	n/a	n/a
Investeringar	1,1	3,6	1,6	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar / omsättning	n/a	n/a	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	n/a	n/a
Varulager / omsättning	n/a	n/a	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	n/a	n/a
Leverantörsskulder / omsättning	n/a	n/a	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	n/a	n/a
Kapitalomsättningshastighet	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Värderingsmultiplar

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
P/EK	2,7x	0,7x	1,4x	1,9x	1,6x	1,7x	1,8x	1,9x
P/FCF	n/a	n/a	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%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	n/a	n/a	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	n/a	n/a
EV/EBIT (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Aktiekurs, årets slut (EUR)	2,55	0,34	0,33	0,46	0,37	0,37	0,37	0,37
EV, årets slut (EURm)	57,8	9,5	12,2	23,0	20,1	20,9	21,7	22,5

Halvårsdata (EURm)

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