



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 5 November 2020

## Rolling Optics

### Ökad försäljning i Q3

#### Högre försäljning än väntat...

Rolling Optics försäljning i Q3 blev 7,2 mkr, vilket var bättre än vår förväntan om 5,0 mkr och innebar hela 259% tillväxt yoy. Kvartalssiffrorna kan dock vara slagiga beroende på när ordrar kommer in, varför informationsvärdet i ett enskilt kvartal är begränsat. För perioden januari-september 2020 blev tillväxten goda +118% yoy. Försäljningstillväxten var i sin helhet driven av affärsområdet Brand Security.

#### ...men inga större nyheter i övrigt

Bolaget har haft en nyhetsintensiv sommar och höst och rapporten innehöll inget som inte var tidigare känt på den fronten. Rörelsekostnaderna var något högre än vad vi räknat med (9,6 mkr vs 7,2 mkr), vilket delvis förklaras av den högre försäljningen men också av engångskostnader på 2,5 mkr hänförligt till uppsägning av ICTA:s tidigare CFO samt en mindre kundförlust. EBITDA blev -3,8 mkr vs väntade -5,3.

#### Motiverat värde oförändrat

Vi justerar upp våra prognoser för 2020 med anledning av det bättre utfallet i Q3, men behåller estimaten oförändrade i övrigt. Motiverat värde per aktie kvarstår på 3,50-3,60 kr och vi bedömer fortsatt risken som Hög.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	3.50 - 3.60	
EPS, just 20e	-0.24	-0.24	0.0%	Sales,m	13	24	32	59	Current price	SEK2.60
EPS, just 21e	-0.07	-0.08	-2.1%	Sales Growth	-%	87.3%	28.0%	80.6%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	0.01	0.01	0.0%	EBITDA, m	(24.1)	(15.3)	(11.5)	4.6	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, m	(26.3)	(17.3)	(15.3)	(0.2)		
Bokslutskommuniké 2020	2021-02-04			EPS, adj	-	(0.24)	(0.07)	0.01		
Årsstämma 2020	2021-05-04			EPS Growth	-%	-%	68.9%	0.0%		
Delårsrapport Q1 2021	2021-05-04			Equity/Share	0.0	0.7	0.7	0.7		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				Dividend	-	0.00	0.00	0.00		
Antal aktier	149.8m			EBIT Marginal	(189.0)%	(66.5)%	(45.7)%	(0.3)%		
Market cap	390			ROE (%)	-%	-%	(10.9)%	0.9%		
Nettoskuld	(41)			ROCE	-%	-%	(10.7)%	(0.1)%		
EV	349			EV/Sales	27.23x	14.47x	10.84x	5.91x		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	714.7(k)			EV/EBITDA	(14.5)x	(22.9)x	(30.4)x	75.9x		
Reuters/Bloomberg	RO.ST / RO.SS			EV/EBIT	(13.3)x	(20.1)x	(22.9)x	(2,108.8)x		
				P/E, adj	-x	(10.8)x	(34.7)x	441.7x	<b>Analytiker</b> oscar.holm@penser.se Analysavdelningen	
				P/Equity	-x	3.6x	4.0x	4.0x		
				Dividend yield	-%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	-%	(8.9)%	(10.9)%	(2.3)%		
				Net Debt/EBITDA	0.0g	2.9g	0.4g	0.6g		



# Sammanfattning

## Ökad försäljning i Q3

### Investment Case

*Rolling Optics erbjuder exponering mot den växande marknaden för tekniker mot piratkopiering och äkthetsverifiering. Genom världens mest högupplösta tryckteknik erbjuder man kopieringssäkra etiketter och säkerhetsdetaljer med 3D-effekter för i huvudsak varumärkesägare men även sedeltillverkare och andra med behov av kopieringssäkra tekniker. Under kommande år ska man expandera produktionen inför en förväntad försäljningsökning inom samtliga affärsområden, vilket på sikt kan generera betydande vinster.*

### Bevisad historik

Bolaget grundades 2005 och har sedan dess successivt raffinerat den teknik som produkterbjudandet bygger på. Idag har man ett knappt tjugotal kunder i framförallt tillväxtländer, där problemet med piratkopiering är som störst, och man levererar årligen miljontals etiketter till dessa. I den konservativa sedelbranschen har man också lyckats slå sig fram och har idag ett samarbetsavtal med världens största producent av sedlar i plast, vilket förväntas leda till kommersiell produktion inom några år.

### Växlar upp och breddar erbjudandet

Under 2020-2021 kommer Rolling Optics expandera produktionskapaciteten väsentligt och därigenom dels kunna sänka produktionskostnaderna, men framförallt bredda produkterbjudandet till att tillverka material för hela förpackningar. Bolagets material är visuellt mycket tilltalande och lämpar sig därför väl som förpackningsmaterial för premiumprodukter, något man märkt av stort intresse för. Genom att bredda erbjudandet på detta vis kan man addera ett tredje ben jämte säkerhetsetiketterna och sedelapplikationerna, vilket ökar förutsättningarna för att visa hög uthållig tillväxt.

### Stor uppsida om allt går vägen

Vi räknar med en kraftig intäktsökning kommande år, men trots det finns det ännu större potential därefter om stjärnorna står rätt. Bara den adresserbara marknaden inom sedlar – där bolaget är mycket väl positionerat genom ett samarbetsavtal med CCL Secure som är världens största tillverkare av polymera sedlar – beräknas vara värd 5,1 mdkr i år, vilket ska ställas mot bolagets intäkter på 14 Mkr för 2019. Därtill kommer den gigantiska potentialen inom förpackningar för lyxprodukter, en marknad som beräknas vara värd drygt 160 mdkr i år.

### Värdering

Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 3,50-3,60 kr och baseras på en kassaflödesvärdering med stöd i en relativvärdering. Risknivån bedöms som hög då bolaget inte förväntas visa positivt kassaflöde förrän 2023. Potentiella triggers framöver är framförallt nya kundavtal.

## Kvartalet i detalj

Engångskostnaderna under kvartalet var dels hänförliga till uppsägning av ICTA:s tidigare CFO, vilket fanns med i kalkylen vid det omvända förvärvet, samt dels en mindre kundförlust relaterad till en kund i Sydafrika. Justerat för dessa ökade rörelsekostnaderna till 7,0 mkr jämfört med 5,2 mkr i Q2 2019, vilket i vår bedömning beror på ökad aktivitet i verksamheten.

Man har ännu inte påbörjat investeringarna i det nya produktionssystemet, vilket betyder att man vid kvartalets utgång hade en mycket stark finansiell ställning med en nettokassa på omkring ~70 mkr inräknat den riktade nyemission som genomfördes precis efter kvartalets utgång.

### Avvikelseanalys Q3 (mkr / kr)

	Utfall	EPB		Diff	Kommentar
		estimat			
Omsättning	7,2	5,0		44%	Drivet av Brand Security
Bruttoresultat	5,8	3,6		61%	Pga högre försäljning
Rörelsekostnader	9,5	7,2		32%	Uppsägning + kundförlust 2,5 mkr EO
EBITDA	(3,7)	(5,3)		-30%	
EPS	(0,03)	(0,02)		50%	
Bruttomarginal	64%	65%		-1%	
EBITDA-marginal	neg	neg		n/a	

Källa: Bolaget, EPB

## Estimatförändringar

Vi justerar upp prognosen för 2020 baserat på det bättre utfallet än väntat i Q3, men lämnar i övrigt estimaten oförändrade.

### Estimatförändringar (mkr / kr)

Nya estimat	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	26,1	33,4	60,3	102,7	146,0
Tillväxt	87%	28%	81%	70%	42%
EBIT	(17)	(15)	(0)	24	47
Rörelsemarginal	-66%	-46%	0%	24%	32%
EPS (kr)	(0,24)	(0,07)	0,01	0,14	0,26
DPS (kr)	-	-	-	-	-
Tidigare estimat	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	23,6	33,4	60,3	102,7	146,0
Tillväxt	69%	41%	81%	70%	42%
EBIT	(18)	(16)	(0)	24	47
Rörelsemarginal	-76%	-46%	0%	24%	32%
EPS (kr)	(0,24)	(0,08)	0,01	0,14	0,26
DPS (kr)	-	-	-	-	-
Förändring i %	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	11%	0%	0%	0%	0%
EBIT	-3%	2%	-4%	0%	0%
EPS	-1%	2%	3%	0%	0%
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: EPB

## Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	--	--	--	<b>12,8</b>	<b>24,1</b>	<b>32,2</b>	<b>59,1</b>	<b>101,5</b>	<b>144,8</b>
Övriga intäkter	--	--	--	1,1	2,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Kostnad sålda varor	--	--	--	-4,1	-8,2	-11,3	-18,1	-31,6	-48,1
<b>Bruttovinst</b>	--	--	--	<b>9,8</b>	<b>17,9</b>	<b>22,1</b>	<b>42,2</b>	<b>71,1</b>	<b>97,9</b>
Försäljningskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Administrationskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Forskning- och utvecklingskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	-34,0	-32,9	-33,6	-37,6	-42,0	-46,4
<b>EBITDA</b>	--	--	--	<b>-24,1</b>	<b>-15,0</b>	<b>-11,5</b>	<b>4,6</b>	<b>29,1</b>	<b>51,5</b>
Avskrivningar	--	--	--	-2,2	-2,1	-3,8	-4,8	-4,8	-4,7
Nedskrivningar	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	--	--	--	<b>-26,3</b>	<b>-17,1</b>	<b>-15,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>24,4</b>	<b>46,8</b>
Extraordinära poster	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT (justerat)</b>	--	--	--	<b>-26,3</b>	<b>-17,1</b>	<b>-15,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>24,4</b>	<b>46,8</b>
Finansiella intäkter	--	--	--	0,5	1,3	1,9	1,9	1,9	1,9
Finansiella kostnader	--	--	--	-0,1	-18,1	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2
<b>Resultat före skatt</b>	--	--	--	<b>-25,9</b>	<b>-33,9</b>	<b>-14,1</b>	<b>1,1</b>	<b>25,9</b>	<b>48,5</b>
Skatter	--	--	--	0,0	0,6	2,9	-0,2	-5,3	-10,0
Minoritetsintressen	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	--	--	--	<b>-25,9</b>	<b>-33,3</b>	<b>-11,2</b>	<b>0,9</b>	<b>20,6</b>	<b>38,5</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	--	--	--	<b>-25,9</b>	<b>-33,3</b>	<b>-11,2</b>	<b>0,9</b>	<b>20,6</b>	<b>38,5</b>

## Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	--	--	--	--	5,5	5,2	4,9	4,7	4,6
Materiella anläggningstillgångar	--	--	--	--	11,2	34,8	35,3	35,7	36,2
Räntebärande anläggningstillgångar	--	--	--	--	61,3	61,2	61,3	63,2	65,1
Innehav i intresseföretag och andelar	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	--	--	--	--	<b>78,1</b>	<b>101,2</b>	<b>101,5</b>	<b>103,6</b>	<b>105,8</b>
Varulager	--	--	--	--	2,1	3,2	7,4	12,7	18,1
Kundfordringar	--	--	--	--	3,5	5,2	12,6	21,6	30,8
Övriga omsättningstillgångar	--	--	--	--	3,1	6,6	9,2	13,2	17,3
Likvida medel	--	--	--	--	53,6	23,1	10,8	16,1	42,1
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	--	--	--	--	<b>62,3</b>	<b>38,2</b>	<b>39,9</b>	<b>63,6</b>	<b>108,2</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	--	--	--	--	<b>140,4</b>	<b>139,4</b>	<b>141,4</b>	<b>167,2</b>	<b>214,0</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	--	--	--	--	108,8	97,6	98,4	119,0	157,5
Minoritetsintressen	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa eget kapital</b>	--	--	--	--	<b>108,8</b>	<b>97,6</b>	<b>98,4</b>	<b>119,0</b>	<b>157,5</b>
Långfristiga finansiella skulder	--	--	--	--	5,0	14,8	9,6	4,9	1,7
Pensionsavsättningar	--	--	--	--	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Uppskjutna skatteskulder	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	--	--	--	--	<b>23,5</b>	<b>33,4</b>	<b>28,2</b>	<b>23,4</b>	<b>20,3</b>
Kortfristiga finansiella skulder	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	--	--	--	--	2,8	2,4	3,7	5,7	7,2
Skatteskulder	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	--	--	--	--	5,3	6,0	11,1	19,0	29,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	--	--	--	--	<b>8,1</b>	<b>8,4</b>	<b>14,8</b>	<b>24,7</b>	<b>36,2</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	--	--	--	--	<b>140,4</b>	<b>139,4</b>	<b>141,4</b>	<b>167,2</b>	<b>214,0</b>

## Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	--	-33,3	-11,2	0,9	20,6	38,5
Icke kassaflödespåverkande poster	--	--	--	--	18,8	-1,0	2,9	2,9	2,9
Förändringar i rörelsekapital	--	--	--	--	-7,3	-3,1	-7,7	-8,4	-7,3
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	--	--	--	--	<b>-21,9</b>	<b>-15,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>15,1</b>	<b>34,1</b>
Investeringar	--	--	--	--	-10,3	-27,0	-5,0	-5,0	-5,0
Avyttringar	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt kassaflöde</b>	--	--	--	--	<b>-32,2</b>	<b>-42,3</b>	<b>-9,0</b>	<b>10,1</b>	<b>29,1</b>
Utdelningar	--	--	--	--	-24,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission / återköp	--	--	--	--	38,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Förvärv	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	--	--	--	--	4,2	11,8	-3,4	-4,8	-3,2
<b>Kassaflöde</b>	--	--	--	--	<b>-13,5</b>	<b>-30,5</b>	<b>-12,3</b>	<b>5,3</b>	<b>25,9</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoskuld</b>	--	--	--	--	<b>-44,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>2,6</b>	<b>-7,4</b>	<b>-36,5</b>

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättningstillväxt	--	--	--	--	87%	28%	81%
EBIT, tillväxt	--	--	--	--	34%	12%	99%
EPS, tillväxt	--	--	--	--	n/a	69%	n/a
EBITDA-marginal	--	--	--	-173%	-58%	-34%	8%
EBIT-marginal	--	--	--	-189%	-66%	-46%	0%
Skattesats	--	--	--	--	0%	2%	21%

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE	--	--	--	--	n/a	-11%	1%
ROCE	--	--	--	--	n/a	-10%	1%
ROIC	--	--	--	--	n/a	-11%	0%
Investeringar	--	--	--	--	10,3	27,0	5,0
Investeringar / omsättning	--	--	--	--	43%	84%	8%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	--	--	--	--	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	--	--	--	--	8%	10%	12%
Kundfordringar / omsättning	--	--	--	--	13%	16%	21%
Leverantörsskulder / omsättning	--	--	--	--	11%	7%	6%
Rörelsekapital / omsättning	--	--	--	--	0%	9%	18%
Kapitalomsättningshastighet	--	--	--	--	n/a	0,2x	0,4x

## Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoskuld, rapporterad	--	--	--	--	-44,8	-4,5	2,6
Soliditet	--	--	--	--	78%	70%	70%
Nettoskuldsättningsgrad	--	--	--	--	-41%	-5%	3%
Nettoskuld / EBITDA	--	--	--	--	2,9x	0,4x	0,6x

## Aktiedata (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad	--	--	--	--	-0,24	-0,07	0,01
EPS, justerad	--	--	--	--	-0,24	-0,07	0,01
FCF per aktie	--	--	--	--	-0,23	-0,28	-0,06
Utdelning per aktie	--	--	--	--	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	--	--	--	--	0,73	0,65	0,66
Antal stamaktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	--	--	--	--	149,8	149,8	149,8
Antal preferensaktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	--	--	--	--	14,6	14,6	14,6

## Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	441,7x
P/EK	n/a	n/a	n/a	n/a	3,6x	4,0x	4,0x
P/FCF	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	neg
Direktavkastning	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel	n/a	n/a	n/a	n/a	0%	0%	0%
EV/Sales	n/a	n/a	n/a	n/a	13,2x	11,5x	6,5x
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	85,3x
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	neg
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	2,60	2,60	2,60
EV, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	345	385	392

## Kvartalsdata (mkr)

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20
<b>Nettoomsättning</b>	--	--	--	--	--	--	--	--	7,0	3,0	7,2
Övriga intäkter	--	--	--	--	--	--	--	--	0,8	0,3	0,6
Kostnad sålda varor	--	--	--	--	--	--	--	--	-2,7	-1,1	-2,0
<b>Bruttovinst</b>	--	--	--	--	--	--	--	--	5,0	2,2	5,8
Försäljningskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Administrationskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	-7,5	-7,4	-9,2
Forskning- och utvecklingskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	-0,2	-0,5	-0,4
Extraordinära kostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	0,0	-0,1	-0,1
<b>EBITDA</b>	--	--	--	--	--	--	--	--	-2,7	-5,8	-3,8
Avskrivningar	--	--	--	--	--	--	--	--	-0,6	-0,6	-0,6
Nedskrivningar	--	--	--	--	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	--	--	--	--	--	--	--	--	-3,2	-6,4	-4,4
Extraordinära poster	--	--	--	--	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT (justerat)</b>	--	--	--	--	--	--	--	--	-3,2	-6,4	-4,4
Finansiella intäkter	--	--	--	--	--	--	--	--	0,0	0,2	0,6
Finansiella kostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	0,0	-17,8	-0,2
<b>Resultat före skatt</b>	--	--	--	--	--	--	--	--	-3,3	-24,0	-4,0
Skatter	--	--	--	--	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintressen	--	--	--	--	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	--	--	--	--	--	--	--	--	-3,3	-24,0	-4,0
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	--	--	--	--	--	--	--	--	-3,3	-24,0	-4,0
	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20
Omsättningsstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT, tillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS, tillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-35%	-178%	-49%
EBIT-marginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-42%	-195%	-56%
Skattesats	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0%	0%	0%

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)