



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 5 November 2020

## Upsales

### Visar vägen mot nya mål

#### Stark lönsamhet...

Nettoomsättningen ökade till 17,9 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 12% och var något lägre än våra estimat om 20,6 mkr. ARR i kvartalet uppgick till 78,8 mkr vilket var i linje med våra estimat om 80 mkr och motsvarar en tillväxt om 21% y/y. Tillväxten är relativt jämt fördelad mellan nya kunder och ökad ARPU (intäkt per kund). EBIT i kvartalet uppgick till 3,7 mkr vilket var ca 1,4 mkr över våra estimat.

#### ...och försäljningssatsning...

Baserat på den starka marginalen justerar vi upp våra EBIT estimat med ca 3,6 mkr för innevarande år. Den höga kundnöjdheten samt ökade rekryteringen av säljare gör att vi justerar upp försäljningsestimaten med ca 2 mkr 2021. Vi bedömer att bolaget kommande år kommer kunna accelerera försäljningen på befintlig kund vilket gör att vi höjer våra EPS estimat med 15% för 2021 och 10,6% 2022.

#### ...ger en höjning av motiverat värde

Vi höjer vårt motiverade värde till 43-45 kr ifrån 37-39 kr. I dagsläget handlar bolaget på en implicit WACC strax över 7,5%. Rabatten emot andra svenska mjukvarubolag uppgår till ca 20% på 2022 års estimat. På vårt motiverade värde är rabatten kring 10%. Vi ser de uppdaterade finansiella målen som kommer presenteras inför 2021 som nästa kurstrigger.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	43.00 - 45.00	
EPS, just 20e	0.51	0.35	48.3%	Sales,m	68	78	108	134	Current price	SEK41.00
EPS, just 21e	0.74	0.65	14.9%	Sales Growth	7.9%	14.6%	38.7%	23.6%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	1.24	1.12	10.6%	EBITDA, m	12.5	20.0	26	37	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
				EBIT, m	3.6	11.0	18.4	28.6		
				EPS, adj	0.19	0.51	0.74	1.24	<b>Analytiker</b>	
				EPS Growth	NM%	163.9%	44.7%	67.3%		
<b>Kommande händelser</b>				Equity/Share	1.2	1.7	2.5	3.7	rikard.engberg@penser.se Analysavdelningen	
Q4'20 rapport	den 16 februari 2021			Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	5.3%	14.1%	17.0%	21.4%		
				ROE (%)	12.8%	29.6%	30.0%	33.4%		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				ROCE	5.7%	14.5%	20.2%	25.0%		
Antal aktier		16.6m		EV/Sales	9.63x	8.40x	6.06x	4.90x		
Market cap		682		EV/EBITDA	52.3x	32.8x	24.8x	17.9x		
Nettoskuld		(27)		EV/EBIT	182.4x	59.8x	35.6x	22.9x		
EV		655		P/E, adj	210.7x	79.8x	55.2x	33.0x		
Free Float		31.00%		P/Equity	33.5x	23.6x	16.5x	11.0x		
Avg. No. of Daily Traded Sh.		50.0(k)		Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Reuters/Bloomberg		Upsale SS		FCF yield	0.9%	2.8%	2.1%	3.4%		
				Net Debt/EBITDA	(1.3)g	(1.8)g	(1.8)g	(1.9)g		



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 5 November 2020

## Sammanfattning

---

### Visar vägen mot nya mål

#### Investment Case

---

*Upsales är ett SaaS-bolag som säljer och utvecklar CRM-system för små och medelstora bolag. Andelen små och medelstora bolag som använder sig av CRM är i dagsläget mycket lågt men vi ser både regulatoriska och affärsmässiga anledningar till att penetrationen av CRM kommer att öka.*

#### Bolags profil

---

##### CRM-system – hög strukturell tillväxt

---

Marknaden för SaaS-baserade CRM-system i Norden väntas växa med ca 20% årligen de kommande åren. Vi ser framförallt tre anledningar till den accelererande tillväxttakten. De två främsta anledningarna till den högre tillväxttakten är dels regulatoriska krav då GDPR kräver att bolag har kontroll på kunddata och personuppgifter. Den andra drivkraften är att bolag ser stora affärsmässiga vinster med att börja använda sig av CRM-system. Den tredje är utfasningen av gamla licensbaserade system.

#### En blå ocean

---

I dagsläget har mindre än 50% av alla små och medelstora bolag ett CRM-system installerat. Av den installerade basen är dessutom en relativt stor del äldre on-premise-baserade system (system där kunden betalar i förskott för en licens). Vi bedömer att denna installerade bas under kommande år kommer ersättas av SaaS-lösningar. Vidare bedömer vi att de regulatoriska drivkrafterna som beskrivs ovan kommer att bidra till att användandet av CRM-system ökar då bolag nu riskerar böter om kunddata eller personuppgifter inte hanteras enligt lagen.

#### En attraktiv affärsmodell med starka nyckeltal

---

Upsales säljer sin mjukvara direkt genom en SaaS-lösning. SaaS eller software as a service innebär att mjukvaran säljs genom abonnemang. Vi ser detta som en mycket attraktiv affärsmodell då den genererar återkommande intäkter och höga bruttomarginaler. Vidare ser vi att Upsales historiskt har visat starka SaaS-relaterade nyckeltal i form av en hög andel återkommande intäkter av totala intäkter (Totala intäkter/ARR) och låg churn-rate (Upsales hade en churn under 10% 2018) vilket får ses som starkt för ett mjukvarubolag med inriktning mot SMEs (generellt anses en churn mellan 5-10% som starkt för denna typ av bolag). Vidare ser vi att bolaget enligt våra estimat har en kort payback-tid (under 1 år) vid kundanförskaffning vilket gör att vi tror att man har en bra prissättning samt effektivt marknadsförings- och säljarbete.



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 5 November 2020

# Sammanfattning

---

Visar vägen mot nya mål

### Värdering

---

#### Fortfarande potential på uppsidan

---

Upsales enterprisevalue uppgår nu till 654 mkr vilket indikerar en EV/EBITDA multipel på 27x på 2021 års estimat. Vilket motsvarar en rabatt om ca 20% emot peers. Relativ värderingen i kombination med vår DCF analys gör att vi ser ett motiverat värde runt 43-45 kr vilket gör att vi ser en medelhög potential i aktien till en låg risk. Anledningen till att vi ser en låg risk är att risken i bolagets affärsmodell är låg då intäkterna är återkommande.

#### Motiverat värde

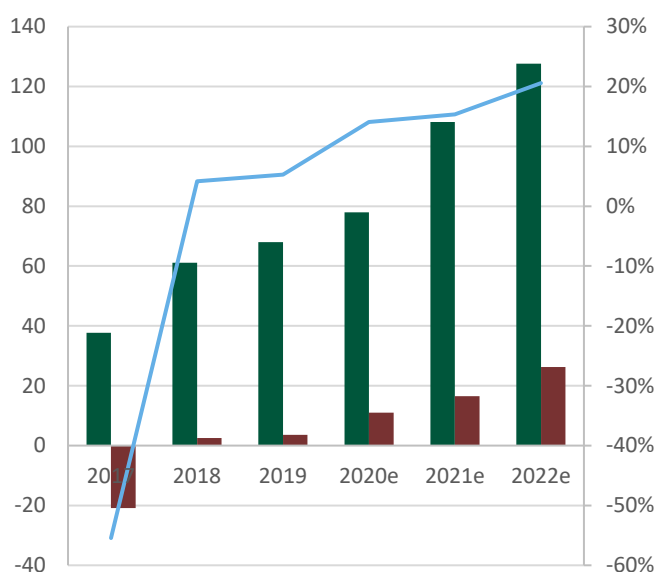
---

43-45 kr

## Peertable

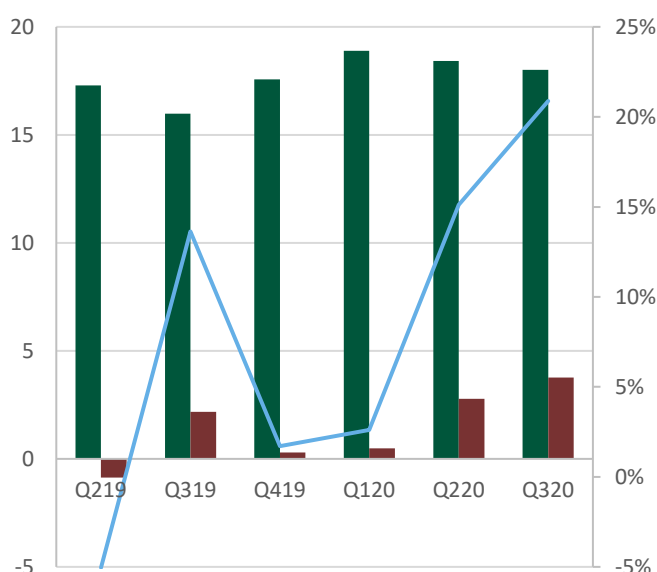
	Kurs (lokal)	MV (mdkr)	EV/Sales			EV/EBITDA			EBITDA-marg.			ROE			Kursutveckling		Rec. Rev	
			20e	21e	22e	20e	21e	22e	20e	21e	22e	20e	21e	22e	1mån	6mån		
<b>Norden Saas/Techbolag</b>																		
SimCorp	804	EUR	45	9,4	8,5	7,7	32,8	28,6	24,8	29,0%	30,7%	32,0%	40%	32%	32%	-5%	25%	~50%
CLX (Sinch)	933	SEK	55	7,2	4,3	3,7	62,9	38,6	30,8	11,4%	11,1%	n/a	18%	11%	16%	10%	77%	n/a
Lime	306	SEK	4	12,1	10,1	8,7	35,0	30,4	26,3	34,5%	33,4%	n/a	70%	66%	54%	-18%	47%	58%
Admicom Oyj	102	EUR	5	22,4	18,1	n/a	45,5	38,0	n/a	n/a	n/a	n/a	33%	34%	39%	13%	41%	87%
Fortnox	277	SEK	17	23,7	18,7	15,3	51,3	33,8	33,1	n/a	n/a	n/a	48%	40%	37%	5%	24%	n/a
Vitec Software Group	292	SEK	10	7,8	7,1	6,5	22,5	20,7	18,3	34,8%	34,5%	35,3%	19%	21%	21%	-3%	56%	73%
<b>Medel</b>				<b>13,8</b>	<b>11,2</b>	<b>8,4</b>	<b>41,7</b>	<b>31,7</b>	<b>26,7</b>	<b>27,4%</b>	<b>27,4%</b>	<b>33,7%</b>	<b>38,0%</b>	<b>33,9%</b>	<b>33,1%</b>			
<b>Median</b>				<b>10,7</b>	<b>9,3</b>	<b>7,7</b>	<b>40,3</b>	<b>32,1</b>	<b>26,3</b>	<b>31,7%</b>	<b>32,0%</b>	<b>33,7%</b>	<b>36,6%</b>	<b>32,9%</b>	<b>34,4%</b>			
Upsales	41	SEK	0,7	<b>8,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,9</b>	<b>32,8</b>	<b>24,8</b>	<b>17,9</b>	<b>25,6%</b>	<b>24,4%</b>	<b>27,4%</b>	<b>29,6%</b>	<b>27,4%</b>	<b>32,1%</b>			~90%

## Sales and EBIT



■ Sales ■ EBIT — EBIT-m

## Sales and EBIT (Quarterly)



■ Sales ■ EBIT (just) — EBIT-m

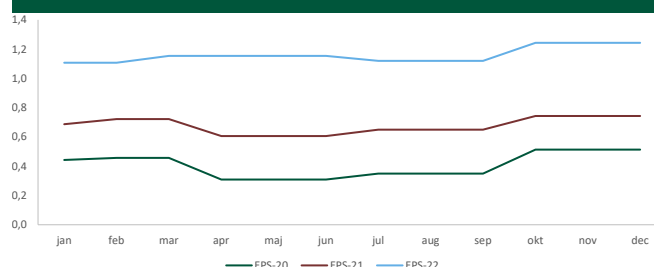
## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Daniel Wikberg	54,4%	54,4%
Swedbank Robur Fonder	8,0%	8,0%
Fibonacci Growth Capital	6,4%	6,4%
BNY MELLON SA/NV (FORMER BNY)	4,1%	4,1%
Övriga	27,1%	27,1%

Ordförande	Tobias Fagerlund
Verkställande direktör	Daniel Wikberg
Finansdirektör	Elin Lundström
Investerarkontakt	Elin Lundström
Hemsida	<a href="https://www.upsales.com">https://www.upsales.com</a>

## EPS trend



## Resultaträkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning						37,7	61,1	68,0	77,9	108,1	133,6
Övriga intäkter							0,0	0,0	0,0	0,0	4,0
<b>Extraordinära intäkter</b>											
Övriga externa kostnader						-21,8	-21,7	-27,8	-28,5	-32,0	-40,0
Personalkostnader						-28,0	-28,6	-31,8	-33,1	-49,7	-57,0
Övriga kostnader						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Extraordinära kostnader</b>											
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>						<b>-12,3</b>	<b>10,8</b>	<b>12,5</b>	<b>20,0</b>	<b>26,4</b>	<b>36,6</b>
Avskrivningar						-8,6	-8,2	-8,9	-9,0	-8,0	-8,0
Goodwillnedskrivningar											
<b>Resultat (EBIT)</b>						<b>-20,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>11,0</b>	<b>18,4</b>	<b>28,6</b>
Extraordinära Poster						0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>						<b>-20,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,4</b>	<b>11,0</b>	<b>18,4</b>	<b>28,6</b>
Finansella intäkter						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader						-0,9	-0,9	-0,2	0,0	-0,3	0,0
<b>Resultat före skatt</b>						<b>-21,8</b>	<b>1,6</b>	<b>3,3</b>	<b>10,9</b>	<b>18,2</b>	<b>28,6</b>
Skatter						3,3	-1,5	-0,7	-2,4	-5,5	-7,9
Minoritetsintressen						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>						<b>-18,6</b>	<b>0,1</b>	<b>2,6</b>	<b>8,5</b>	<b>12,7</b>	<b>20,7</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>						<b>-18,6</b>	<b>0,1</b>	<b>3,4</b>	<b>8,5</b>	<b>12,7</b>	<b>20,7</b>

## Kassaflödesanalys

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat						-18,6	0,1	3,4	8,5	12,7	20,7
Icke kassaflödespåverkande poster						5,4	9,7	8,8	9,0	8,0	8,0
<b>Förändringar i rörelsekapital</b>						<b>18,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,6</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,8</b>
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>						<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>12,0</b>	<b>22,2</b>	<b>16,1</b>	<b>24,8</b>
Investeringar						-1,5	-0,4	-5,9	-3,7	-4,0	-4,0
Avyttringar						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>						<b>4,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,1</b>	<b>18,5</b>	<b>12,1</b>	<b>20,8</b>
Utdelningar						0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp						0	0	27	0	0	0
Förvärv						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar						7,9	0,0	-25,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>						<b>12</b>	<b>6</b>	<b>7,7</b>	<b>18,5</b>	<b>12,1</b>	<b>20,8</b>
Icke kassaflödespåverkande poster						0	0				
<b>Nettoskuld (just)</b>						<b>12,7</b>	<b>16,1</b>	<b>-16,5</b>	<b>-35,1</b>	<b>-47,2</b>	<b>-68,0</b>

## Balansräkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>TILLGÅNGAR</b>											
Goodwill						0,0	0,0	0,0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar						26,0	22,8	19,4	14,1	10,1	6,1
Materiella anläggningstillgångar						1,8	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Räntebärande anläggningstillgångar						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
Övriga anläggningstillgångar						3,3	1,8	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Summa anläggningstillgångar</b>						<b>31,0</b>	<b>26,2</b>	<b>22,6</b>	<b>17,3</b>	<b>13,3</b>	<b>9,27</b>
Varulager						0	0	0	0	0	0
Kundfordringar						12,4	17,5	20,0	19,5	27,0	33,4
Övriga omsättningstillgångar						5,4	3,2	3,7	3,6	3,6	3,6
Likvida medel						7,0	8,9	16,5	35,1	47,2	68,0
<b>Summa omsättningstillgångar</b>						<b>24,8</b>	<b>29,5</b>	<b>40,2</b>	<b>58,2</b>	<b>77,8</b>	<b>105,1</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>						<b>55,8</b>	<b>55,8</b>	<b>62,8</b>	<b>75,4</b>	<b>91,1</b>	<b>114,3</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>											
Eget Kapital						-9	-9	20	29	41	62
Minoritetsintressen						0	0	0	0	0	0
<b>Summa Eget Kapital</b>						<b>-8,8</b>	<b>-8,9</b>	<b>20,3</b>	<b>28,9</b>	<b>41,2</b>	<b>61,9</b>
Långfristiga finansiella skulder						3,8	9,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder						8,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>						<b>12,7</b>	<b>9,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Kortfristiga finansiella skulder						16,0	15,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder						3,1	3,8	3,6	7,8	10,8	13,4
Skatteskulder						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Övriga Kortfristiga skulder						32,9	35,9	38,9	38,8	39,1	39,1
<b>Summa kortfristiga skulder</b>						<b>51,9</b>	<b>55,5</b>	<b>42,5</b>	<b>46,6</b>	<b>49,9</b>	<b>52,4</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>						<b>55,8</b>	<b>55,8</b>	<b>62,8</b>	<b>75,4</b>	<b>91,1</b>	<b>114,3</b>

## Aktiedata, värdering, tillväxt, marginaler och lönsamhet

Aktiedata											
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad						-1,21	0,01	0,17	0,51	0,74	1,24
EPS Justerad						-1,21	0,01	0,19	0,51	0,74	1,24
FCF/aktie						0,28	0,42	0,40	1,11	0,73	1,25
Utdelning/aktie						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK/Aktie						-0,57	-0,58	1,33	1,74	2,48	3,72
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)						15,32	15,32	15,32	16,63	16,63	16,63
Värdering											
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
P/E, justerat						nmf	4630,7	202,0	76,5	52,9	31,6
P/EK						-68,3	-67,8	29,6	22,6	15,9	10,6
P/FCF						142,5	92,8	98,2	35,3	53,8	31,3
Direktavkastning						0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad						0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales						16,3	10,1	9,4	7,9	5,6	4,4
EV/EBITDA						-50,1	57,4	50,9	31,0	23,0	16,0
EV/EBIT						-29,4	244,1	145,1	56,5	33,0	20,5
Aktiekurs, årets slut											
EV, årets slut						614,7	618,1	636,9	618,4	606,3	585,4
Tillväxt och marginaler											
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Omsättningstillväxt						nmf	62%	11%	15%	39%	24%
EBIT, tillväxt						nmf	-112%	73%	149%	68%	55%
EPS just, tillväxt						nmf	-101%	2193%	164%	45%	67%
EBITDA marginal						nmf	18%	18%	26%	24%	27%
EBIT marginal						nmf	4%	5%	14%	17%	21%
Skattesats						15%	92%	22%	22%	30%	28%
Lönsamhet											
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
ROE						nmf	-1%	17%	30%	31%	33%
ROCE						nmf	5%	7%	15%	20%	25%

## Kvartalsvisa siffror

Resultaträkning													
	Q217	Q317	Q417	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320
Nettoomsättning				14,2	14,7	19,1	17,1	17,3	16,0	17,6	18,9	18,4	18,0
Aktiverat arbete				1,0	0,0	0,0	1,2	1,3	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8
Övriga externa kostnader				-5,3	0,0	0,0	-7,9	-8,5	-6,1	-7,7	-8,7	-6,9	-6,0
Personalkostnader				-7,5	0,0	0,0	-8,5	-8,7	-6,2	-8,3	-8,5	-7,4	-6,7
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>				<b>2,4</b>	<b>14,7</b>	<b>19,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>4,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>
Avskrivningar				-2,1	0,0	0,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3
Goodwillavskrivningar													
<b>Resultat (EBIT)</b>				<b>0,4</b>	<b>14,7</b>	<b>19,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>
Extraordinära Poster				0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>				<b>0,4</b>	<b>14,7</b>	<b>19,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>
Finansiella intäkter				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader				0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>				<b>0,4</b>	<b>14,7</b>	<b>19,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>
Skatter				-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,2	-0,3	-0,8	-0,9
Minoritetsintressen				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>				<b>0,1</b>	<b>14,7</b>	<b>19,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>				<b>0,1</b>	<b>14,7</b>	<b>19,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>

### Tillväxt och marginaler

	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320
Omsättningsstillväxt	#DIV/0!	#DIV/0!	#REF!	#REF!	22%	9%	-8%	10%	7%	13%
EBIT, tillväxt	nmf	#DIV/0!	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf
EBITDA marginal	17%	100%	100%	11%	8%	28%	14%	16%	29%	34%
EBIT marginal	2%	84%	109%	nmf	nmf	12%	2%	3%	16%	21%

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)