



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 28 april 2023

XMReality

Stärker sin position på den amerikanska marknaden

Flera pilotprojekt

ARR uppgick till 18,3 mkr, vilket är ca 1% högre än vid årsskiftet och orderingången uppgick till 4,1 mkr (3,3), vilket motsvarar en ökning med 27% y/y. Orsaken till att ARR-utvecklingen inte följde orderingången beror på att XMReality under Q1 tecknade flera pilot- och "prof of concept"-avtal (POC). Generellt sett löper pilot- och POC-avtal under tre månader och räknas därför inte som återkommande intäkter. XMR har historiskt sett haft hög konverteringsgrad på pilot och POC-avtal och vi förväntar oss därför att se effekterna av dessa avtal under kommande kvartal.

Minskad kostnadsbas

Under slutet av föregående år beslutade XMReality att minska kostnadsbasen under 2023. Beslutet har redan materialiserats under Q1, där kostnadsmassan minskade med 12% jämfört med föregående år och 17% jämfört med Q4'22. Kostnadsbesparingarna tillsammans med periodens höga bruttomarginal stärkte EBIT till -6,4 mkr jämfört med -10,8 mkr föregående år och -8,7 mkr föregående kvartal. Vi räknar med att kostnadsbesparingarna kommer att vara bestående eftersom de främst drivs av minskat antal konsulter för utvecklingsarbeten.

Behåller vårt motiverade värde

Rapporten var i princip linje med våra förväntningar, varpå vi endast genomför mindre justeringar till följd av kvartalet. Vi sänker omsättningsprognosen något för innevarande år, men behåller våra prognoser för kommande år. Till följd av de lägre kostnaderna sänker vi kostnadsbasen framöver, vilket påverkar marginalen positivt. Vi justerar vårt motiverade värde till 1,5-1,6 kr per aktie (1,4-1,6).

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	1.5 - 1.6 kr												
Totala intäkter	-6,9%	-3,6%	-2,9%	31	39	53	68	Aktiekurs	0,5 kr												
EBITDA, just.	9,1%	8,1%	-	Tillväxt	28%	23%	37%	29%	Riskenivå	High											
EPS, just.	5,1%	6,6%	8,1%	EBITDA, just.	-31	-21	-11	0	Kursutveckling 12 mån 												
Kommande händelser			EBIT, just.	-37	-27	-21	-10														
Q2 - rapport	17 augusti 2023		EPS, just.	-0,9	-0,3	-0,2	-0,1														
Q3 - rapport	19 oktober 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	0,6	0,3	0,2	0,1	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td>✓</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td>✓</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser		✓	Transaktioner 12m	✓	
	Yes	No																			
Likviditetsgarant	✓																				
Certified adviser		✓																			
Transaktioner 12m	✓																				
Antal aktier	88m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	45		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Nettoskuld	-19		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
EV	27		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Free float	72%		EV/Sales	0,8x	0,7x	0,5x	0,4x														
Daglig handelsvolym, snitt	74k		P/EK	1,1x	2,0x	2,8x	7,8x														
Bloomberg Ticker	XMR SS EQUITY		FCF yield	-	-	-	6%														
Analytiker			Nettoskuld/EBITDA	0,3x	0,9x	2,1x	94,0x														
Hugo Lisjo																					
hugo.lisjo@penser.se																					

Investment case

XMReality (XMR) befinner sig på en marknad som växer kraftigt och har produkter som är extremt skalbara. Kundlistan är imponerande och med lanseringen av nya produktfunktioner under sommaren och hösten kan de nå nya kundgrupper. Funktionerna möjliggör att de rör sig från service och eftermarknad till bolagens kärnverksamheter. Därmed ökar den tillgängliga marknaden signifikant.

Möjligheten till merförsäljning hos existerande kunder i kombination med att de kan nå nya kundgrupper med sina nya produkter kommer driva tillväxten och vi estimerar en ARR på 45 mkr 2024 och 100 mkr 2027, vilket ger positiv EBITDA 2026e. Skulle bolaget uppnå sina finansiella mål (ARR på 75 mkr med en EBITDA-marginal på 15%) finns det en signifikant uppsida.

Under hösten har bolaget annonserat ett antal avtal som indikerar att momentum accelererar. Exempelvis tecknade ABB ett avtal som med sina 1,5 mkr i årlig volym enskilt adderade 8% till ARR (per Q3 2022). De har ytterligare tecknat ett 5-årigt återförsäljaravtal med ett globalt industriföretag med mer än 100 000 anställda och med verksamhet i 100 länder. Bolaget kommer att sälja XMRealitys produkter under deras eget varumärke.

Bolagsbeskrivning

XMReality utvecklar och säljer lösningar för kunskapsöverföring via så kallad förstärkt verklighet – Augmented Reality (AR). De är marknadsledande inom vägledning på distans (Remote Guidance) där man via AR kan guida en person på plats för att lösa problem eller hindra att de uppstår. Produkten används globalt i mer än 60 länder och de har kunder som till exempel Nestlé, Electrolux, Sidel, Heineken, Saab och ABB.

Värdering

Då XMReality ännu inte har nått positivt resultat använder vi EV/S när vi värderar bolaget. Baserat på Rule of 40 (tillväxt + FCF-marginalen) för en jämförelsegrupp använder vi EV/S på 3x, vilket vi applicerar på 2024 års siffror för att fånga tillväxten. Vi nuvärdesberäknar sedan värdet med en WACC på 16%, vilket ger oss ett motiverat värde på 1,4 kr. Parallellt använder vi en DCF för att rimlighetsbedöma våra slutsatser. Vår DCF når ett värde på 1,6 kr per aktie. Vi ser därmed ett motiverat värde på 1,5–1,6 kr per aktie.

Stärker sin position på den amerikanska marknaden

Under början av 2023 har XMReality stärkt sin position på den amerikanska marknaden genom avtal med både Toshiba America Business Solutions och ILSCO. Toshiba har kontor över hela USA och Latinamerika och kommer att använda XMReality för att minska resandet och förbättra servicen till sina kunder. Under upphandlingen med Toshiba blev XMReality konkurrensutsatta av sina amerikanska konkurrenter, vilket tyder på att XMRealitys lösning är bättre än övriga. Då Toshiba är en så stor aktör finns det i framtiden möjlighet för merförsäljning.

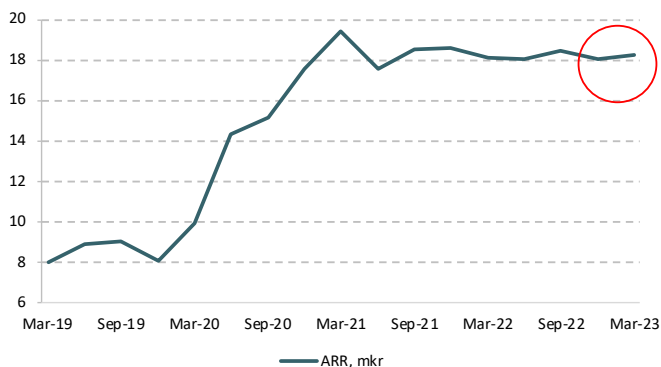
Avtalet med ILSCO ingicks efter kvartalets utgång och blir XMRealitys första enterprise-kund i Mexiko. ILSCO är ett dotterbolag till ECM Industries som sedan tidigare är kund till XMReality. ILSCO tillverkar kontaktdon för högspänningsapplikationer i Mexiko, men de flesta av deras kunder återfinns i USA.

Partnerskapsavtalen börjar ge frukt

Under perioden ingick XMReality ett partnerskapsavtal med Viveo som direkt resulterade i beställning av licenser. Viveo arbetar med att digitalisera den svenska fastighetsbranschen, bland annat genom att paketera XMRealitys produkter i sitt erbjudande. De första licenserna kommer att användas av Viveos kund SBB för att underlätta hantering av fel- och ärendehantering inom fastighetsförvaltning.

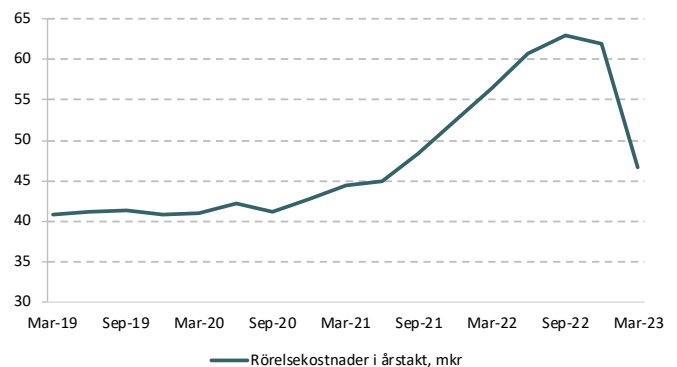
Pointmedia, verksamma på den norska marknaden, har varit partner till XMReality sedan slutet av 2022. Strax efter periodens slut signade Pointmedia Mycoteam som ny kund. Mycoteam är verksamma inom byggnadssektorn med fukt- och mögelinspektioner. Vi ser positivt på att XMRealitys partners börjar sälja produkterna. Partners är ett tids- och kostnadseffektivt sätt för XMR att växa inom specifika segment eller på nya marknader.

Med bakgrund av bolagets högre ordningång räknar vi med att ARR kommer upp under kommande kvartal



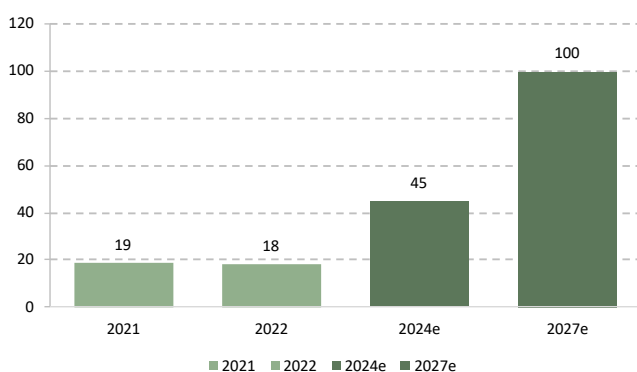
Källa: EPB, XMReality

Vi räknar med att de lägre rörelsekostnaderna kommer att bestå



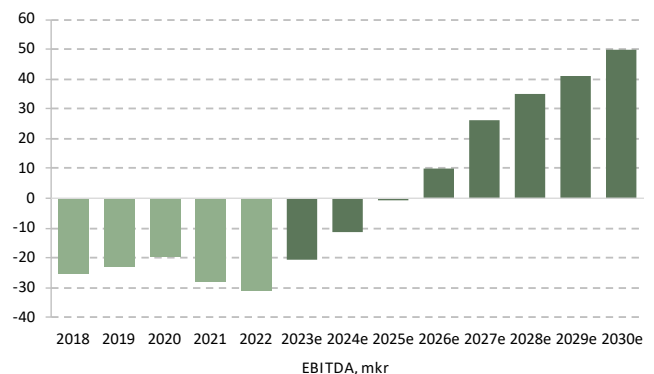
Källa: EPB, XMReality

Vi behåller vår tro om 45 mkr i ARR 2024e...



Källa: EPB, XMReality

... vilket ger positivt EBITDA från och med 2026e



Källa: EPB, XMReality

Prognosförändringar

Till följd av en lägre ARR-tillväxt än förväntat genomför vi en marginell justering av omsättningen för innevarande år, men behåller vår långsiktiga syn på utvecklingen. Med tanke på den historiskt höga konverteringsgraden av pilot- och POC-avtal räknar vi med att ARR-tillväxten tar fart under kommande kvartal. Vi ser att allt fler företag letar efter kostnadsbesparingar, vilket är positivt för efterfrågan på XMRealitys produkter.

Tack vare att produkterna inte kommer att kräva lika mycket utvecklingsarbete framöver, har XMR kunnat minska konsultkostnaderna och därigenom minska rörelsekostnaderna. Vi bedömer att kostnadsminskningen kommer att vara bestående. Då kostnadsminskningen är en följd av den lägre utvecklingstakten, sänker vi även posten för aktiverat eget arbete, vilket motverkar den positiva effekten av kostnadsminskningen på rörelseresultatet.

Lite lägre omsättning under 2023, men bibehållen långsiktig vy

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser		
	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	19	25	40	56	25	40	56
EBITDA, justerad	-31	-21	-11	0	-23	-12	0
EBIT, justerad	-37	-27	-21	-10	-29	-23	-11

Källa: EPB

Värdering

Då XMR ännu inte har nått positivt resultat, använder vi EV/S när vi värderar bolaget. Baserat på Rule of 40 (tillväxt + FCF-marginal) för en jämförelsegrupp, använder vi EV/S på 3x, som vi applicerar på 2024 års siffror för att fånga tillväxten. Vi nuvärdesberäknar sedan värdet med en WACC på 16%, vilket ger oss ett motiverat värde på 1,4 kr. Parallellt använder vi en DCF för att rimlighetsbedöma våra slutsatser. Vår DCF ger ett värde på 1,6 kr per aktie. Vi justerar vårt motiverade värde till 1,5-1,6 kr per aktie (1,4-1,6).

Med multipelvärdering applicerad på omsättningen för 2024e får vi ett motiverat värde om 1,4 kr per aktie

Sales 2024e, mkr	EV/S	EV, mkr	Nettoskuld, mkr	WACC	Antal aktier, m	Värde per aktie
40	3,0	121	-19	16,0%	88	1,4

Källa: EPB, Factset

Antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	53	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	73	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	30%
Företagsvärde (EV)	126	Småbolagspremie	6,0%	Terminalvärdets andel av EV	58%
Nettoskuld, senast rapporterad	-19	Extra risk-premie	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	16,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Eget kapital	145			Rörelsekapital, % av omsättning	-75%
Antal utstående aktier, full utspädning	88			Skattesats	22%
Eget kapital per aktie	1,6				

Källa: EPB

DCF - känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
14,0%	2,0	2,1	2,2	2,2	2,4	14,0%	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6
15,0%	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	15,0%	1,5	1,7	1,9	2,0	2,2
16,0%	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	16,0%	1,4	1,5	1,6	1,8	1,9
17,0%	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	17,0%	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7
18,0%	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	18,0%	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	10	12	21	22	19	25	40	56
Övriga rörelseintäkter	6	6	2	2	12	14	12	12
Totala intäkter	17	18	23	24	31	39	53	68
Kostnad sålda varor	-3	-1	-2	-2	-1	-1	-2	-3
Bruttoresultat	14	16	21	23	30	37	51	65
Övriga rörelsekostnader	-39	-39	-41	-51	-61	-58	-62	-65
EBITDA	-25	-23	-20	-28	-31	-21	-11	0
EBITDA, justerad	-25	-23	-20	-28	-31	-21	-11	0
Avskrivningar	-4	-4	-5	-5	-6	-7	-9	-10
EBITA, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-27	-21	-10
EBIT	-29	-27	-25	-33	-37	-27	-21	-10
EBIT, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-27	-21	-10
Finansnetto	0	0	0	0	0	-1	0	0
Resultat före skatt	-29	-27	-25	-33	-37	-28	-21	-10
Resultat före skatt, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-28	-21	-10
Nettoresultat	-29	-27	-25	-33	-37	-28	-21	-10
Nettoresultat, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-28	-21	-10
Intäktstillväxt	-	6%	31%	5%	28%	23%	37%	29%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-1,92	-1,59	-0,80	-0,84	-0,90	-0,32	-0,24	-0,12
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: XMReality, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-29	-27	-25	-33	-37	-27	-21	-10
Övriga kassaflödesposter	4	4	5	5	6	6	9	10
Förändringar i rörelsekapital	3	1	3	3	-17	26	14	13
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-23	-23	-17	-25	-48	5	2	13
Investeringar i anläggningstillgångar	-5	-5	-2	-2	-12	-13	-11	-10
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-5	-2	-2	-12	-13	-11	-10
Fritt kassaflöde	-28	-28	-20	-27	-60	-8	-9	3
Nyemission / återköp	20	0	29	54	22	19	15	0
Förändring av skulder	-1	0	0	0	0	2	-1	-1
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	19	0	29	54	23	21	14	-1
Kassaflöde	-8	-28	9	27	-37	13	5	2
Nettoskuld	-36	-9	-18	-45	-8	-18	-24	-27

Källa: XMReality, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	15	16	13	10	16	23	24	24
Materiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	15	17	14	11	16	23	24	24
Varulager	0	0	0	0	0	0	1	1
Kundfordringar	4	5	7	6	9	7	10	12
Övriga omsättningstillgångar	2	1	2	2	20	2	3	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	38	9	19	45	8	20	25	27
Summa omsättningstillgångar	44	16	28	53	37	30	38	43
SUMMA TILLGÅNGAR	59	33	42	64	53	53	63	68
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	48	20	25	45	31	22	16	6
Summa eget kapital	48	20	25	45	31	22	16	6
Långfristiga räntebärande skulder	1	0	0	0	0	2	1	0
Summa långfristiga skulder	1	0	0	0	0	2	1	0
Kortfristiga räntebärande skulder	1	1	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	3	2	2	2	2	2	4	5
Övriga kortfristiga skulder	7	10	15	17	20	26	42	56
Summa kortfristiga skulder	11	12	17	19	22	29	46	62
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	59	33	42	64	53	53	63	68

Källa: XMReality, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	6%	31%	5%	28%	23%	37%	29%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: XMReality, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	71%

Källa: XMReality, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	2%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%
Kundfordringar / totala intäkter	24%	31%	32%	26%	28%	19%	19%	18%
Leverantörsskulder / KSV	92%	>100%	83%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	30%	39%	36%	35%	48%	71%	91%
Rörelsekapital / totala intäkter	-24%	-27%	-31%	-43%	23%	-49%	-61%	-67%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,8x	0,9x	0,5x	1,0x	1,6x	3,1x	11,7x

Källa: XMReality, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-36	-9	-18	-45	-8	-18	-24	-27
Soliditet	80%	62%	60%	71%	59%	42%	26%	9%
Nettoskulsättningsgrad	-0,8x	-0,4x	-0,7x	-1,0x	-0,3x	-0,8x	-1,5x	-4,6x
Nettoskuld / EBITDA	1,4x	0,4x	0,9x	1,6x	0,3x	0,9x	2,1x	94,0x

Källa: XMReality, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,92	-1,59	-0,80	-0,84	-0,90	-0,32	-0,24	-0,12
EPS, justerad	-1,92	-1,59	-0,80	-0,84	-0,90	-0,32	-0,24	-0,12
FCF per aktie	-1,82	-1,62	-0,63	-0,69	-1,46	-0,10	-0,10	0,03
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	2,75	1,18	0,80	1,14	0,60	0,25	0,18	0,07
Antal aktier vid årets slut, m	17,3	17,2	31,1	39,6	51,6	88,5	88,5	88,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	15,3	17,2	31,1	39,6	41,0	88,5	88,5	88,5

Källa: XMReality, EPB

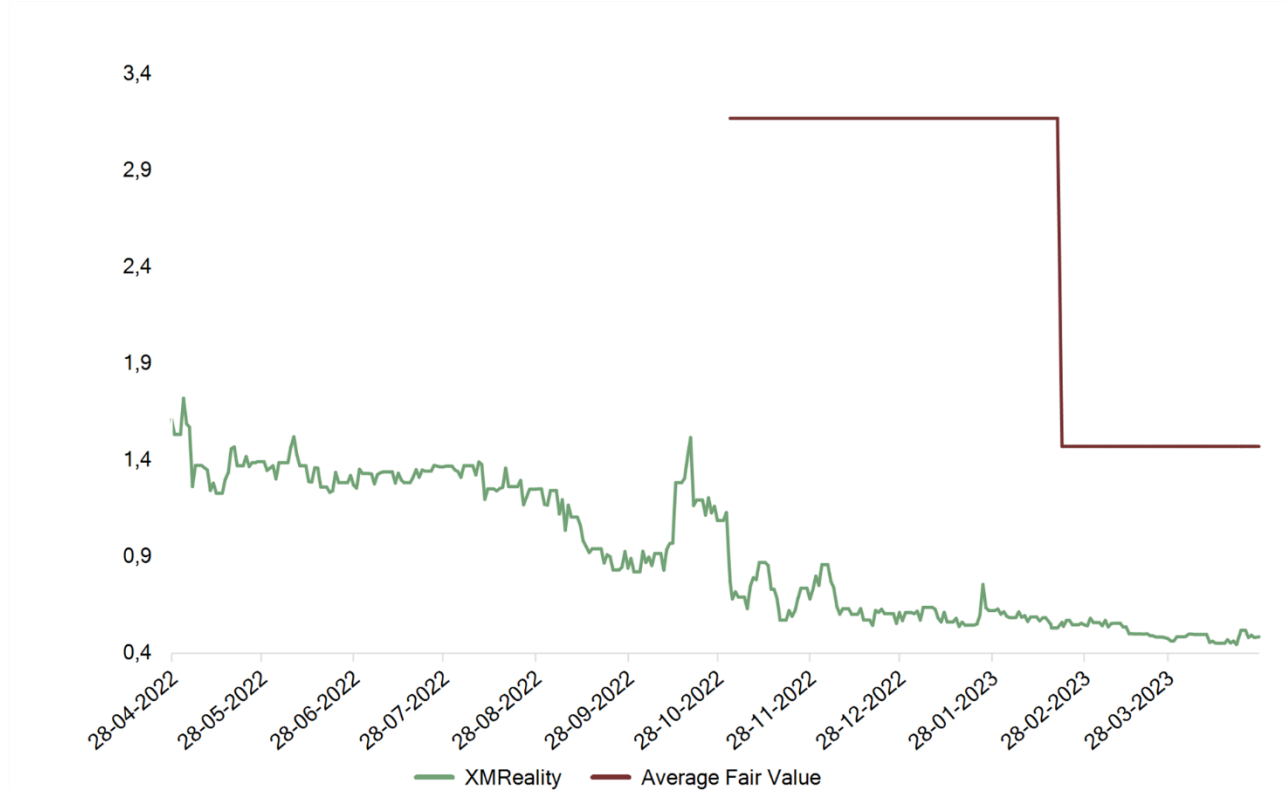
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	2,2x	2,2x	8,8x	3,1x	1,1x	2,0x	2,8x	7,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6%
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%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	3,9x	2,0x	8,7x	3,9x	0,8x	0,7x	0,5x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	65	35	200	95	25	27	27	27
Aktiekurs	5,9	2,5	7,0	3,5	0,6	0,5	0,5	0,5

Källa: XMReality, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

XMReality (XMR SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informations spridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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