



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 20 februari 2023

XMReality

Flera nya samarbeten inom nytt kundsegment

Hög ordergång borgar för en god fortsättning

Ordergången under kvartalet uppgick till 7,6 mkr vilket är 7% högre y/y och den näst högsta i bolagets historia. Den höga ordergången är en effekt av prenumerationsförnyelser och flera nya beställningar från både nya och existerande kunder. De årliga återkommande intäkterna (ARR) minskade något sekventiellt men är fortsatt på samma nivå som under de två senaste åren. Nettoomsättningen uppgick till 4,9 mkr (5,0) vilket är en minskning med 7% y/y, men upp med 9% q/q. Då verksamheten inte har någon definierad säsongvariation ser vi ökningen q/q tillsammans med den ökade ordergången som positiv.

Flera nya avtal både under och efter periodens slut

XMReality adderade flera nya kunder under kvartalet, tecknade tre nya partneravtal samtidigt som flera kunder ökade antalet prenumerationer. Särskilt intressant är avtalet med Sovereign Housing Association vilka blev kunder i november och redan i slutet av december valde att kraftigt utöka sina licenser. Saab som varit kund till XMReality under en lång tid var en av flera befintliga kunder som under kvartalet valde att teckna XMR:s nyutvecklade produkt. Vidare börjar försäljningen i USA att ta fart. Där har de bland annat tecknat avtal med Alta Forest och Toshiba.

Marginellt lägre estimat

Både ARR och omsättning kom in längre än våra förväntningar. Samtidigt ökar ordergången och försäljningen i USA börjar ta fart. Vi väljer därför att marginellt sänka våra estimat i närtid men behålla vår positiva vy på sikt. Till följd av den nyligen slutförda emissionen och ökade mängden aktier, samt de marginellt lägre estimaten, sänker vi vårt motiverade värde från tidigare 3,1–3,3 kr per aktie till 1,4–1,6 kr.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	1,4 - 1,6 kr
Totala intäkter	-3,2%	0,7%	2,4%	Totala intäkter	31	41	55	70	Aktiekurs	0,6 kr
EBITDA, just.	-13,2%	-5,9%	N.m.	Tillväxt	28%	33%	32%	28%	Riskenivå	High
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	EBITDA, just.	-31	-23	-12	0	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EBIT, just.	-37	-29	-23	-11		
Q1 - rapport	27 april 2023			EPS, just.	-0,9	-0,3	-0,3	-0,1		
Q2 - rapport	17 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	0,6	0,2	0,1	0,0		
Antal aktier	88m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
Börsvärde	50			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Nettoskuld	(27)			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
EV	23			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Free float	72%			EV/Sales	0,8x	0,5x	0,4x	0,3x		
Daglig handelsvolym, snitt	316k			P/EK	1,1x	2,4x	3,7x	24,3x		
Bloomberg Ticker	XMR SS EQUITY			FCF yield	-	-	-	2%		
Analytiker				Nettoskuld/EBITDA	0,3x	0,7x	1,4x	497,2x		
Markus Almerud, markus.almerud@penser.se Hugo LisjoLisjo, hugo.lisjo@penser.se										
									Intressekonflikter	
									Yes	No
									Likviditetsgarant	✓
									Certified adviser	✓
									Transaktioner 12m	✓

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 XMRs 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 XMR 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 1,4–1,6 kr per aktie.

Kvartalet i korthet – flera samarbeten utanför tidigare kärnsegmentet

Vi anser att avtalen med Sovereign Housing Association och Viveo, vilket kom efter periodens utgång, är extra intressanta. Det beror på att de båda kundernas verksamheter befinner sig utanför XMRealtys tidigare kärnsegment Produktion. De båda kunderna är verksamma inom fastighetsbranschen.

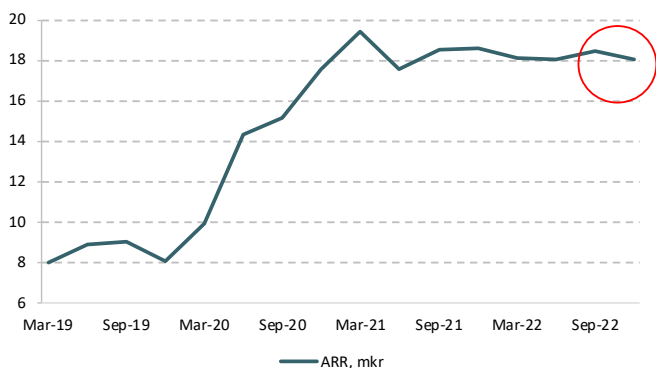
Sovereign Housing Association är ett UK-baserat företag som förvaltar över 60 000 fastigheter. Sovereign valde att köpa XMRealtys produkter för att snabbare kunna hjälpa sina hyresgäster först på distans och vid behov även på plats. Det resulterar i nöjdare hyresgäster samt kostnadsbesparingar då Sovereign inte behöver sända personal vid varje förfrågan.

Då många fastigheter i Storbritanniens är uppvärmda med gas är den brittiska fastighetsmarknad en väldigt intressant marknad för XMReality. I alla fastigheter som värms med gas står det en gaspanna som enligt lag kräver regelbundet underhåll och kontroller. Med hjälp av XMRealtys teknik kan fastighetsägarna genomföra en första kontroll på distans och på så vis bedöma huruvida de behöver byta gaspannan eller inte. Detta sparar både resekostnader, beläggning av personal samtidigt som det skapar nöjdare kunder.

Efter periodens utgång meddelade XMReality att de tecknat ett partneravtal med Viveo och att de har köpt sina första licenser. Syftet för Viveo är att inkludera XMR i ett paket till fastighetsbolag för att underlätta och effektivisera hantering av felanmälningar och ärendehantering. De första licenserna kommer att användas i Viveos samarbete med SBB.

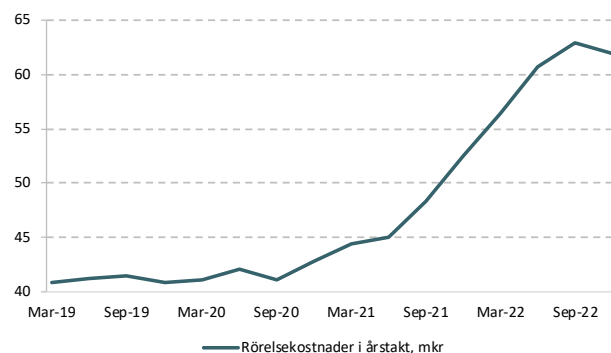
Churn för 2022 slutade på 10%, vilket var i linje med vad bolaget räknat med. Den till synes höga siffran beror på att flera kunder som under pandemin köpte licenser utan att implementera lösningen i den löpande verksamheten har sagt upp. Även om den höga churnen var väntad visar det hur viktigt det är att XMR aktivt arbetar med att hjälpa kunderna att implementera lösningen i kundens verksamhet.

ARR vände ned men håller sig på samma nivå som de senaste åren



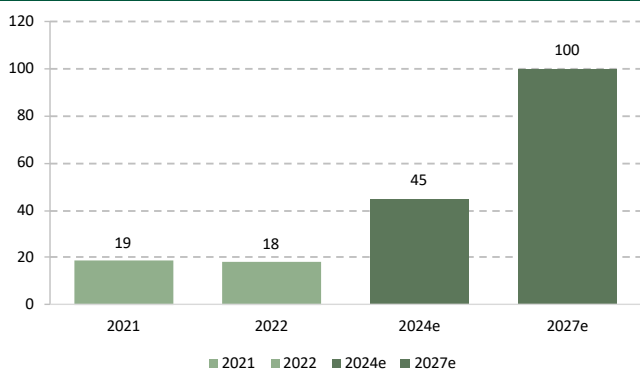
Källa: EPB, XMReality

Rörelsekostnaderna vände ned sekventiellt till följd av lägre övriga externa kostnader



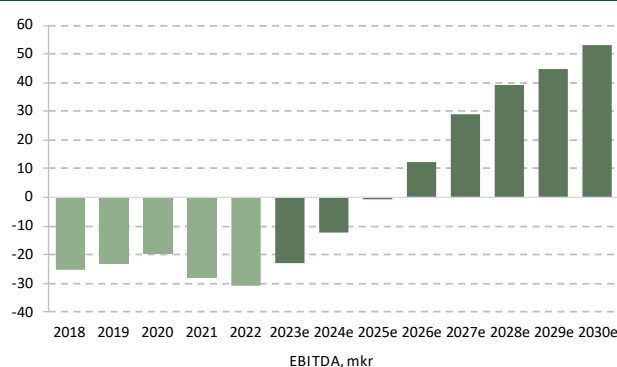
Källa: EPB, XMReality

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



Källa: EPB, XMReality

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



Källa: EPB, XMReality

Prognosförändringar

Både omsättningen och ARR kom in under våra förväntningar för 2022. Samtidigt är orderingången den näst högsta i XMR:s historia – de vinner flera kunder inom nya segment och försäljningen i USA börjar ta fart. Vår bedömning blir att det kan ta något extra kvartal innan tillväxten tar fart men vår långsiktiga vy är intakt. Vi sänker därför våra prognoser för 2023 och 2024 något men håller 2025 mer eller mindre intakt.

Lite lägre prognoser i närtid men bibehållen vy på sikt.

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	19	25	40	56	28	41	56	-7,7%	-2,0%	0,0%
EBITDA, justerad	-31	-23	-12	0	-20	-12	-1	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT, justerad	-37	-29	-23	-11	-29	-24	-14	N.m.	N.m.	N.m.

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 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. Med våra prognosförändringar och det antalet aktier samt kassa som emissionen medför stiger företagsvärdet till 111 mkr från tidigare 91 medan värdet per aktie sjunker till 1,4-1,6 kr från 3,1-3,3 kr.

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	120	-27	16,0%	88	1,4

Källa: EPB, Factset

Antaganden och slutsatser

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
46	2,5%	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Risikpremie	Långsiktig EBIT-marginal
64	5,5%	30%
Företagsvärde (EV)	Småbolagspremie	Terminalvärdets andel av EV
111	6,0%	58%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Avskrivningar, % av omsättning
-27	2,0%	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	WACC	Capex, % av omsättning
0	16,0%	3,0%
Eget kapital		Rörelsekapital, % av omsättning
138		-75%
Antal utstående aktier, full utspädning		Skattesats
88		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%	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	14,0%	1,7	1,9	2,0	2,2	2,4
15,0%	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	15,0%	1,5	1,6	1,8	1,9	2,1
16,0%	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	16,0%	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8
17,0%	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	17,0%	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
18,0%	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	18,0%	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4

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	16	14	14
Totala intäkter	17	18	23	24	31	41	55	70
Kostnad sålda varor	-3	-1	-2	-2	-1	-1	-2	-3
Bruttoresultat	14	16	21	23	30	40	53	67
Övriga rörelsekostnader	-39	-39	-41	-51	-61	-63	-65	-67
EBITDA	-25	-23	-20	-28	-31	-23	-12	0
EBITDA, justerad	-25	-23	-20	-28	-31	-23	-12	0
Avskrivningar	-4	-4	-5	-5	-6	-7	-10	-11
EBITA, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-29	-23	-11
EBIT	-29	-27	-25	-33	-37	-29	-23	-11
EBIT, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-29	-23	-11
Resultat före skatt	-29	-27	-25	-33	-37	-29	-22	-11
Resultat före skatt, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-29	-22	-11
Nettoresultat	-29	-27	-25	-33	-37	-29	-22	-11
Nettoresultat, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-29	-22	-11
Intäktstillväxt	-	6%	31%	5%	28%	33%	32%	28%
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	-0,33	-0,25	-0,13
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	-29	-23	-11
Övriga kassaflödesposter	4	4	5	5	6	7	10	11
Förändringar i rörelsekapital	3	1	3	3	-17	27	13	13
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-23	-23	-17	-25	-48	4	0	13
Investeringar i anläggningstillgångar	-5	-5	-2	-2	-12	-15	-13	-12
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-5	-2	-2	-12	-15	-13	-12
Fritt kassaflöde	-28	-28	-20	-27	-60	-11	-13	1
Nyemission / återköp	20	0	29	54	22	19	15	0
Förändring av skulder	-1	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	19	0	29	54	23	19	15	0
Kassaflöde	-8	-28	9	27	-37	8	2	1
Nettoskuld	-36	-9	-18	-45	-8	-16	-18	-19

Källa: XMReality, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	15	16	13	10	16	25	27	28
Materiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	15	17	14	11	16	25	28	28
Varulager	0	0	0	0	0	0	1	1
Kundfordringar	4	5	7	6	9	8	10	12
Övriga omsättningstillgångar	2	1	2	2	20	2	3	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	38	9	19	45	8	16	18	19
Summa omsättningstillgångar	44	16	28	53	37	26	31	36
SUMMA TILLGÅNGAR	59	33	42	64	53	50	59	64
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	48	20	25	45	31	21	13	2
Summa eget kapital	48	20	25	45	31	21	13	2
Långfristiga räntebärande skulder	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	1	0	0	0	0	0	0	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	27	42	56
Summa kortfristiga skulder	11	12	17	19	22	30	46	62
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	59	33	42	64	53	50	59	64

Källa: XMReality, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	6%	31%	5%	28%	33%	32%	28%
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.	Neg.	>100%

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%	18%	18%	18%
Leverantörsskulder / KSV	92%	>100%	83%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	30%	39%	36%	35%	46%	68%	88%
Rörelsekapital / totala intäkter	-24%	-27%	-31%	-43%	23%	-47%	-59%	-65%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,8x	0,9x	0,5x	1,0x	2,0x	4,1x	34,3x

Källa: XMReality, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-36	-9	-18	-45	-8	-16	-18	-19
Soliditet	80%	62%	60%	71%	59%	41%	23%	3%
Nettoskulsättningsgrad	-0,8x	-0,4x	-0,7x	-1,0x	-0,3x	-0,8x	-1,4x	-9,4x
Nettoskuld / EBITDA	1,4x	0,4x	0,9x	1,6x	0,3x	0,7x	1,4x	497,2x

Källa: XMReality, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,92	-1,59	-0,80	-0,84	-0,90	-0,33	-0,25	-0,13
EPS, justerad	-1,92	-1,59	-0,80	-0,84	-0,90	-0,33	-0,25	-0,13
FCF per aktie	-1,82	-1,62	-0,63	-0,69	-1,46	-0,13	-0,14	0,01
Eget kapital per aktie	2,75	1,18	0,80	1,14	0,60	0,23	0,15	0,02
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

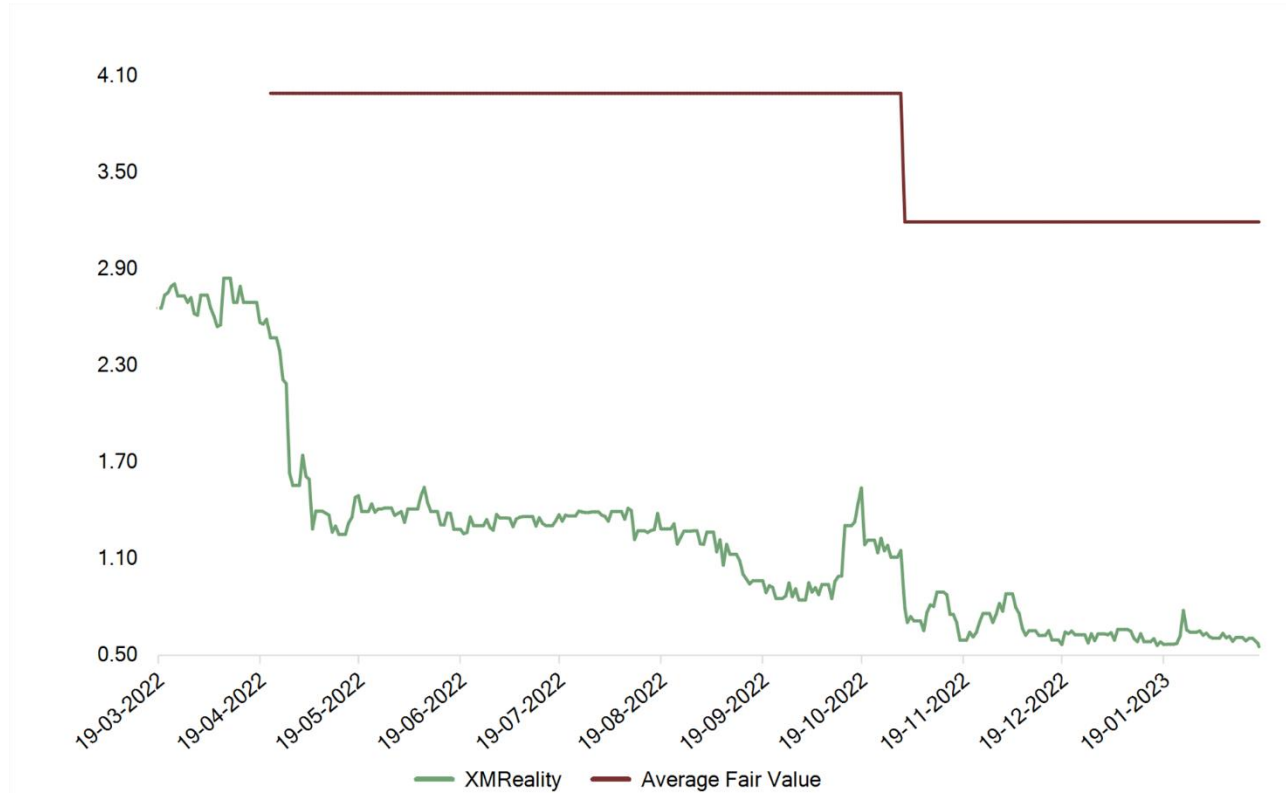
Värdering

	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	2,4x	3,7x	24,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	41,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%
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	0,5x	0,4x	0,3x
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	23	23	23
Aktiekurs	5,9	2,5	7,0	3,5	0,6	0,6	0,6	0,6

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