



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 20 juli 2023

XMReality

Fortsatt kostnadsreduktion

ARR kommer stärkas framöver

ARR uppgick till 18,3 mkr, vilket är på samma nivå som föregående kvartal, och orderingången uppgick till 2,2 mkr, vilket motsvarar en minskning om ca 5% y/y. Under Q1 bestod orderingången av flera piloter och "prof of concept"-avtal (POC) vilka historiskt haft hög konverteringsgrad till ARR, varför vi räknar med att ARR kommer att växa under H2. Vidare har det förstärkta teamet i USA kommit igång med försäljningen vilket bland annat återspeglas i avtalet med Technology Resource Center of America. Under Q2 tecknades ett 10-tal nya avtal vilka alla startar i liten skala men har potential att bli viktiga avtal framgent. Att växa i befintlig kundstock är en central del i vår vy för fortsatt ARR-tillväxt.

Sänkta kostnader för bolaget närmare deras upprepade finansiella mål

Kostnadsbesparingarna som beslutades under 2022 fortsätter att materialiseras och rörelsekostnaderna minskade med 8% y/y Q2 och med över 10% för H1. Kostnadsbesparingarna återspeglas i att kassaflödet från rörelsen förbättras, vilket för XMReality närmare deras finansiella mål. De finansiella målen om att senast i slutet av 2024 börja generera positivt kassaflöde, samt att under 2025 nå en ARR om 75 mkr med en EBITDA-marginal på 15% upprepas.

Behåller samma tillväxtprofil men sänker basen

Vi genomför endast en mindre justering av omsättningen till följd av den svagare omsättningen än vi räknat med. Vi behåller samma tillväxtprofil och långsiktigt positiva syn om att efterfrågan på XMRealitys AR-lösning för att möjliggöra och underlätta distansarbeten är fortsatt god. Bland alla företag ökar fokus och arbetet kring verksamhetens miljöavtryck samt kostnader, vilka båda gynnas av ett ökat användande av XMRealitys produkter. Förändringen består således i en sänkt bas för den fortsatta tillväxtresan. Vi justerar vårt motiverade värde till 1,3-1,4 kr per aktie (1,5-1,6).

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk														
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	1,3 - 1,4 SEK												
Totala intäkter	-6,9%	-4,9%	-2,5%	31	36	50	66	Aktiekurs	0,5 SEK												
EBITDA, just.	N.m.	N.m.	N.m.	28%	15%	40%	32%	Riskenivå	High												
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	-31	-23	-14	-2	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-37	-30	-23			-12											
Q3 – rapport	19 oktober 2023			EPS, just.	-0,9	-0,3	-0,3			-0,1											
Q4 – rapport	15 februari 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.			N.m.											
Bolagsfakta (mSEK)				EK/aktie	0,6	0,2	0,1			-											
Antal aktier	88m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0			0,0											
Börsvärde	45			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.			Neg.											
Nettoskuld	-11			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.			Neg.											
EV	34			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.			Neg.											
Free float	72%			EV/Sales	0,8x	1,0x	0,7x			0,5x											
Daglig handelsvolym, snitt	69k			P/EK	1,1x	2,3x	4,0x	-													
Bloomberg Ticker	XMR SS EQUITY			FCF yield	-	-	-	4%													
Analytiker				Nettoskuld/EBITDA	0,3x	0,6x	1,2x	10,3x													
Markus Almerud, markus.almerud@penser.se				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	✓																				
Hugo Lisjö, 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 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 1,2 kr. Parallellt använder vi en DCF för att rimlighetsbedöma våra slutsatser. Vår DCF når ett värde på 1,4 kr per aktie. Vi ser därmed ett motiverat värde på 1,3–1,4 kr per aktie.

Prognoser och prognosförändringar

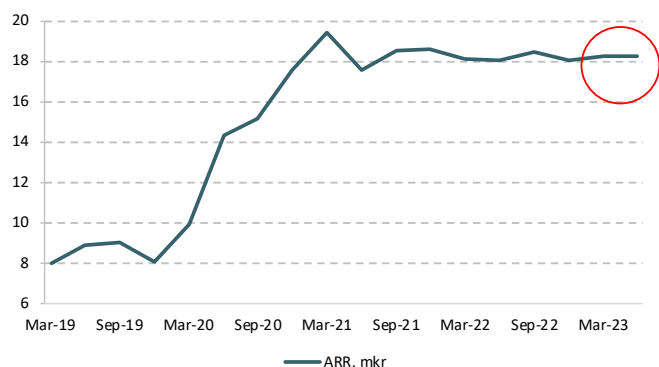
Till följd av lägre ARR-tillväxt än vi förväntat oss sänker vi våra ARR-prognoser för innevarande år, men behåller samma tillväxtprofil framöver. Vi är fortsatt positiva på sikt då de fortsätter att addera nya avtal, då partnerskapsavtalen börjar ge effekt samt då vi ser betydande tillväxt hos befintlig kundstock. XMRealtys satsning mot den amerikanska marknaden har under inledningen av 2023 givit frukt genom flera nya avtal och utvecklingen fortsätter under Q2. Det nya avtalet med Technology Resource Center of America (TRCA) inleder i relativt liten skala men har potential att utökas och bli stort då de samarbetar med över 2 000 tekniker och entreprenörer över hela USA. TRCA utför installationer och underhåll av teknik inom en mängd olika branscher i hela USA. TRCA kommer att använda XMRealtys lösning för att snabbt kunna avgöra vad kunden behöver för hjälp och för informationsdelning både till kund och mellan sina egna medarbetare.

Sänker basen för tillväxten, men behåller samma tillväxtprognoser

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	19	22	38	54	25	40	56	-10,4%	-6,2%	-2,9%
EBITDA, justerad	-31	-23	-14	-2	-21	-11	0	12,0%	21,3%	n.m.
EBIT, justerad	-37	-30	-23	-12	-27	-21	-10	9,1%	11,8%	15,2%

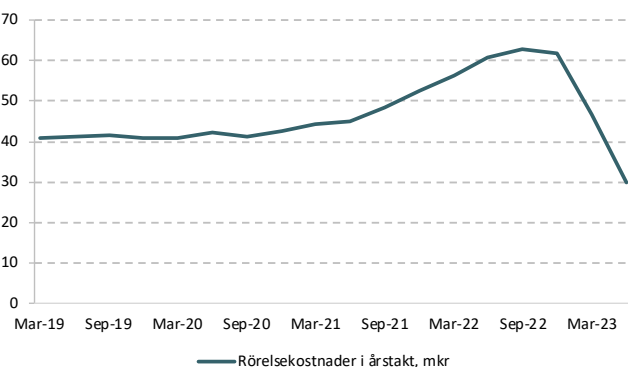
Källa: EPB, XMReality

Med bakgrund av fler pilot- och POC-avtal räknar vi med att ARR kommer upp under kommande kvartal



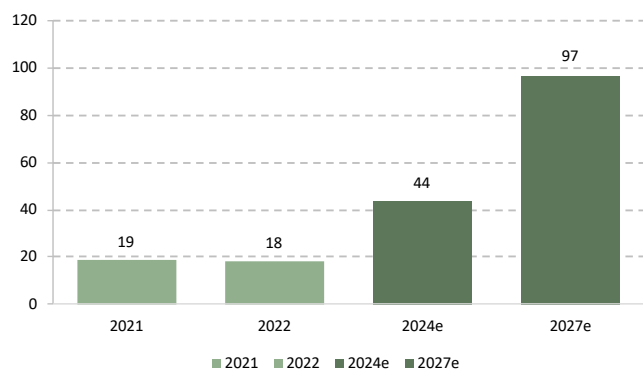
Källa: EPB, XMReality

Vi räknar med att de sänkta rörelsekostnaderna kommer att bestå



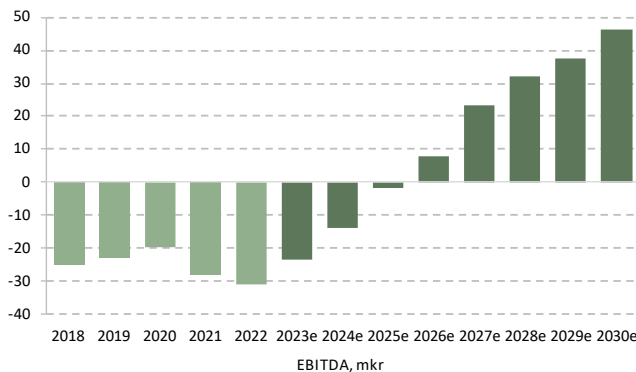
Källa: EPB, XMReality

Vi behåller tillväxtprofilen men sänker basen vilket får en lätt negativ effekt på våra estimat...



Källa: EPB, XMReality

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



Källa: EPB, XMReality

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 1,2 kr. Parallellt använder vi en DCF för att rimlighetsbedöma våra slutsatser. Vår DCF ger ett värde på 1,4 kr per aktie. Vi justerar vårt motiverade värde till 1,3-1,4 kr per aktie (1,5-1,6).

Med multipelvärdering applicerad på omsättningen för 2024e får vi ett motiverat värde om 1,2 kr per aktie

Sales 2024e, mkr	EV/S	EV, mkr	Nettoskuld, mkr	WACC	Antal aktier, m	Värde per aktie
38	3,0	113	-11	16,0%	91	1,2

Källa: EPB, Factset

Antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	41	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	74	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	30%
Företagsvärde (EV)	114	Småbolagspremie	6,0%	Terminalvärdets andel av EV	64%
Nettoskuld, senast rapporterad	-11	Extra risk-premie	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	16,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Eget kapital	125			Rörelsekapital, % av omsättning	-75%
Antal utstående aktier, full utspädning	91			Skattesats	22%
Eget kapital per aktie	1,4				

Källa: EPB

DCF - känslighetsanalys

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

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	10	12	21	22	19	22	38	54
Övriga rörelseintäkter	6	6	2	2	12	14	12	12
Totala intäkter	17	18	23	24	31	36	50	66
Kostnad sålda varor	-3	-1	-2	-2	-1	-1	-2	-3
Bruttoresultat	14	16	21	23	30	35	48	64
Övriga rörelsekostnader	-39	-39	-41	-51	-61	-58	-62	-65
EBITDA	-25	-23	-20	-28	-31	-23	-14	-2
EBITDA, justerad	-25	-23	-20	-28	-31	-23	-14	-2
Avskrivningar	-4	-4	-5	-5	-6	-7	-9	-10
EBITA, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-30	-23	-12
EBIT	-29	-27	-25	-33	-37	-30	-23	-12
EBIT, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-30	-23	-12
Finansnetto	0	0	0	0	0	-1	0	0
Resultat före skatt	-29	-27	-25	-33	-37	-30	-23	-12
Resultat före skatt, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-30	-23	-12
Nettoresultat	-29	-27	-25	-33	-37	-30	-23	-12
Nettoresultat, justerad	-29	-27	-25	-33	-37	-30	-23	-12
Intäktstillväxt	-	6%	31%	5%	28%	15%	40%	32%
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	-0,34	-0,27	-0,14
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	-30	-23	-12
Övriga kassaflödesposter	4	4	5	5	6	6	9	10
Förändringar i rörelsekapital	3	1	3	3	-17	24	13	14
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-23	-23	-17	-25	-48	0	-1	12
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	-13	-12	2
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	8	2	1
Nettoskuld	-36	-9	-18	-45	-8	-14	-17	-19

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	0	1
Kundfordringar	4	5	7	6	9	7	9	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	25	31	35
SUMMA TILLGÅNGAR	59	33	42	64	53	47	55	59
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	48	20	25	45	31	20	11	-1
Summa eget kapital	48	20	25	45	31	20	11	-1
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	24	39	55
Summa kortfristiga skulder	11	12	17	19	22	26	43	60
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	59	33	42	64	53	47	55	59

Källa: XMReality, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	6%	31%	5%	28%	15%	40%	32%
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.	93%

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%	19%	18%
Leverantörsskulder / KSV	92%	>100%	83%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	30%	39%	36%	35%	44%	67%	88%
Rörelsekapital / totala intäkter	-24%	-27%	-31%	-43%	23%	-47%	-60%	-67%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,8x	0,9x	0,5x	1,0x	1,6x	4,1x	-101,0x

Källa: XMReality, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-36	-9	-18	-45	-8	-14	-17	-19
Soliditet	80%	62%	60%	71%	59%	42%	21%	-1%
Nettoskulsättningsgrad	-0,8x	-0,4x	-0,7x	-1,0x	-0,3x	-0,7x	-1,5x	29,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,4x	0,4x	0,9x	1,6x	0,3x	0,6x	1,2x	10,3x

Källa: XMReality, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,92	-1,59	-0,80	-0,84	-0,90	-0,34	-0,27	-0,14
EPS, justerad	-1,92	-1,59	-0,80	-0,84	-0,90	-0,34	-0,27	-0,14
FCF per aktie	-1,82	-1,62	-0,63	-0,69	-1,46	-0,15	-0,13	0,02
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	0,22	0,13	-0,01
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

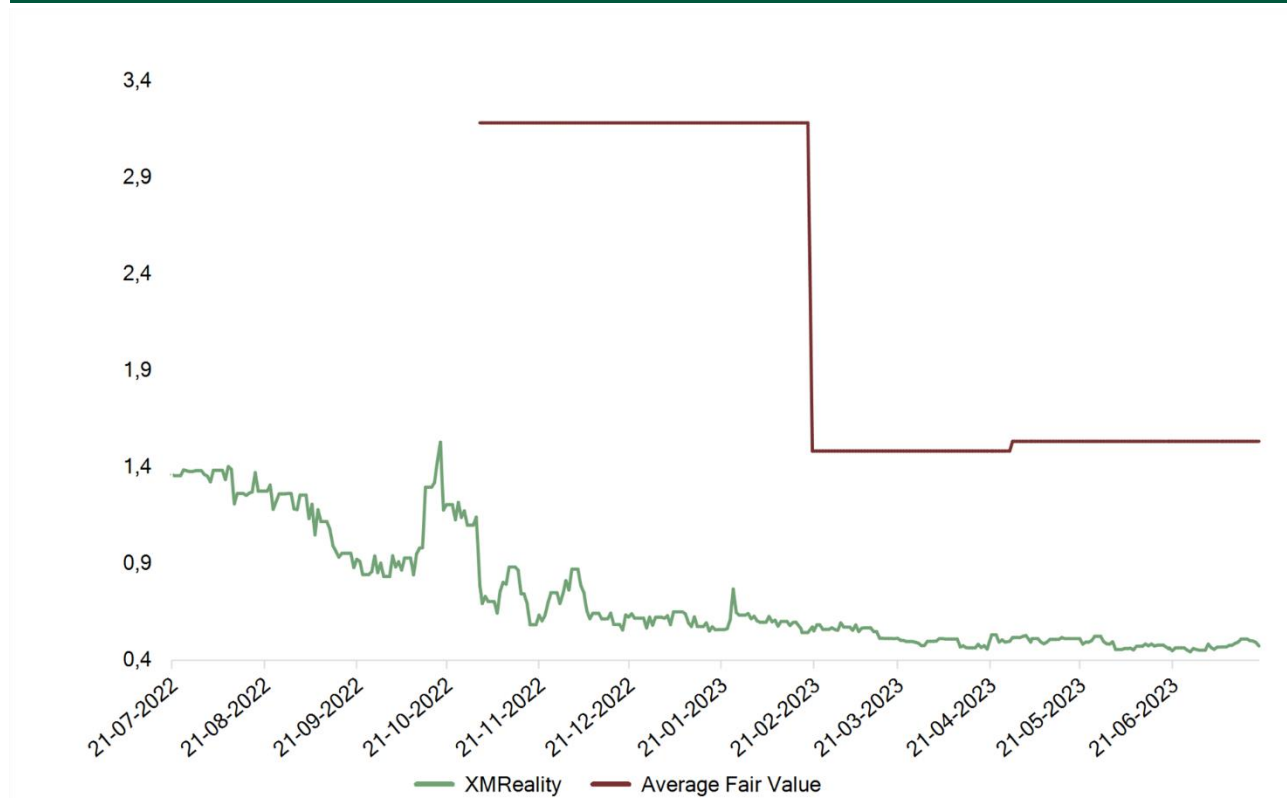
Värdering

	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	2,3x	4,0x	Neg.
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%
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	1,0x	0,7x	0,5x
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	34	34	34
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 (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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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 Instru-ment 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