



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 19 juni 2023

# Sensys Gatso Group

## Uppdaterade prognoser och nytt motiverat värde efter 2023 guidning och omvänd split

### Nytt motiverat värde och uppdaterade prognoser

Vi har uppdaterat våra prognoser och vårt motiverade värde efter att Sensys Gatso Group (SGG) har annonserat en guidning för 2023, samt en omvänd split, där 80 gamla aktier ger 1 ny. Jämfört med medelvärdet av prognosintervallet på 550-650 mkr i försäljning och en EBITDA-marginal på 10-15% har vi haft en för optimistisk syn på försäljningen, och en för pessimistisk syn på marginalen för innevarande år. Sammantaget har vår prognos för 2023e emellertid varit i linje med detta medelvärde. Därför är vår prognos för 2023 EBITDA och EBIT i stort sett oförändrade för 2023e, trots lägre försäljningsprognos. En lägre bas för försäljningen 2023e påverkar dock våra EBIT-prognoser med ca 8% i snitt för 2024e och 2025e.

### Nytt motiverat värde efter omvänd split

Vi har uppdaterat vårt motiverade värde, främst drivet av en omvänd split, men även på grund av lägre prognoser. Vårt nya motiverade värde uppgår därmed till 90-95 kr. Vi har lagt till en extra hög riskpremie i vår DCF-kalkyl, som är basen för vårt motiverade värde, då bolagets investeringar i digitala plattformar och större försäljningskapacitet, samt timingen av de stora orderna i Sverige och Nederländerna, innebär en extra osäkerhet i det korta perspektivet. Vår bedömning är att de investeringar bolaget nu gör är nödvändiga för att leverera på de stora order som har tagits, men även för att kunna nå de långsiktiga målsättningarna och därmed bygga bolaget för framtiden. I takt med att denna osäkerhet sannolikt minskar framöver, bör vi kunna reducera denna extra riskpremie, vilket därmed, allt annat lika, höjer vårt motiverade värde.

### Stark ordergång hittills i Q2 med fokus på återkommande

Hittills i Q2'23 har ordergången varit stark, 259 mkr, att jämföra med 90 mkr i Q1'23 och 239 mkr i Q2'22. Flera av orderna innebär återkommande intäkter i form av TraaS, med generellt sett högre marginaler. Detta understödjer vårt scenario med ökad försäljningstillväxt och marginalexpansion framöver.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	90 - 95 SEK												
Totala intäkter	-13,0%	-10,2%	-7,4%	Totala intäkter	495	600	845	1 006	Aktiekurs	85,7 SEK												
EBIT, just.	-2,7%	-10,1%	-6,4%	Tillväxt	-2%	21%	41%	19%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	EBITDA, just.	73	75	139	166	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>													
Kommande händelser				EBIT, just.	31	32	95	114														
Q2 - rapport	17 augusti 2023			EPS, just.	1,7	2,0	6,2	7,6														
Q3 - rapport	16 november 2023			EPS-tillväxt, just.	-43%	17%	>100%	24%														
Bolagsfakta (mSEK)				EK/aktie	54,4	56,4	62,6	70,2														
Antal aktier	12m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	987			EBIT-marginal, just.	6,2%	5,3%	11,3%	11,3%														
Nettoskuld	11			ROE, just.	3,4%	3,7%	10,4%	11,5%														
EV	999			ROCE, just.	4,5%	4,5%	12,5%	13,6%														
Free float	82%			EV/Sales	1,8x	1,7x	1,2x	1,0x														
Daglig handelsvolym, snitt	15k			EV/EBITDA	12,2x	13,3x	7,2x	6,0x														
Bloomberg Ticker	SENS SS EQUITY			EV/EBIT	29,0x	31,2x	10,5x	8,8x														
Analytiker				P/E, just.	45,9x	42,0x	13,9x	11,3x	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Intressekonflikter</div> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Örjan Rödén				P/EK	1,5x	1,5x	1,4x	1,2x														
orjan.roden@penser.se				FCF yield	9%	4%	0%	8%														
				Nettoskuld/EBITDA	-0,3x	-0,8x	-0,5x	-0,9x														

## Investment case

### Högre andel återkommande intäkter

Sensys Gatso satsar på en ökad andel återkommande intäkter från TRaaS (traffic enforcement as a service), vilket innebär mer stabilitet i intäkterna. Bolagets mål är att TRaaS ska utgöra över 60 % av omsättningen år 2025. Vi estimerar att bolagets mål kommer uppfyllas, och att den årliga tillväxten för de återkommande intäkterna blir över 20 % de närmaste fem åren.

### TraaS - en framtida intäktskälla för offentliga sektorn

TraaS innebär ökade intäkter för offentliga verksamheter. Detta utan att de behöver satsa kapital eller ta på sig löpande kostnader för drift. Sensys Gatso tar på sig hela drifts- och investeringsansvaret och delar intäkterna med kunden. Därmed kommer TraaS att stötta en högre mängd offentliga utgifter hos kunden, samtidigt som kostnader för trafikskador och mortalitet minskar.

### Ökad geografisk närvaro

Sensys växer med en bred geografisk bredd, bland annat i både Nord- och Sydamerika, samt Mellanöstern. Behovet av trafikövervakning på dessa marknader är utbrett. Samtidigt finns en stor öppenhet för TRaaS-modellen jämfört med t ex Skandinavien. Detta möjliggör en högre andel TraaS-intäkter över tid. Framför allt är potentialen i USA väsentlig.

### Högt teknikinnehåll bidrar till högre värdeskapande

På ytan framstår Sensys Gatso som ett bolag med lågt teknikinnehåll; trafikkameror är per definition ingen avancerad teknik. Under ytan växer dock teknikinnehållet då kringtjänster runt själva övervakningen ökar. Detta borgar för högre lönsamhet och jämnare försäljning i framtiden.

### Fokus på trafiksäkerhet, bättre miljö och lägre energiförbrukning skapar goda förutsättningar för tillväxt

Samhällets strävan efter en mer hållbar utveckling skapar goda förutsättningar för framtida efterfrågan. De starkaste drivkrafterna är fokus på bättre trafiksäkerhet, som räddar liv och minskar skador, som förutom minskat lidande sparar stora samhällsresurser. Lägre hastigheter, som är resultatet av trafikövervakning leder, förutom till det nyss sagda, till lägre utsläpp som är positivt för miljö och hälsa samt till lägre energiförbrukning.

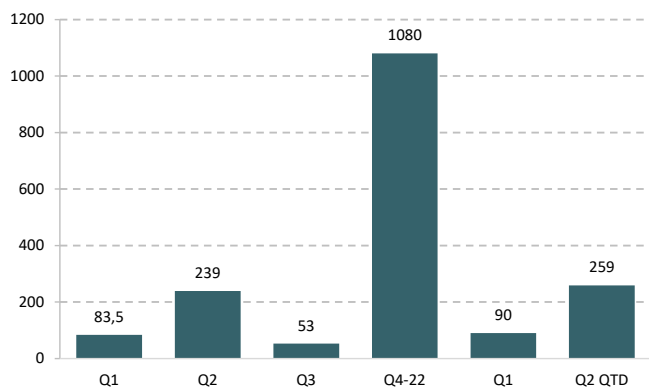
### Bolagsprofil

Sensys Gatso är en sammanslagning från 2015 mellan svenska Sensys och nederländska Gatso. Bolaget säljer produkter och tjänster inom trafiksäkerhet till olika offentliga aktörer. Exempel på produkter är hastighetskameror och trafikljus. Sensys Gatso har även utvecklat mjukvara som gör att hela processen för bötfällning vid trafiköverträdelser kan automatiseras. Ett vanligt exempel är en fartkamera som fotograferar en fortkörare, ägaren identifieras med hjälp av Sensys Gatsos mjukvara och systemet skickar sedan ut böter till denne. Sensys Gatso kan även hantera den ekonomiska delen av bötesprocessen.

### Värdering

Vi värderar Sensys Gatso enligt en DCF-modell med en WACC på 14%, en uthållig rörelsemarginal på 13% och en långsiktig tillväxt på 3%. Detta ger ett DCF-värde 92 kr/aktie. Vi bedömer att bolaget kommer att nå sin målsättning per 2025 samt fortsätta växa därefter. En högre andel intäkter från mjukvara i allmänhet och TRaaS i synnerhet borgar för långsiktigt högre marginaler relativt historiken.

## Orderingång



Källa: Bolaget, EPB

## DCF, sammanfattning

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
625	2,5%	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Riskpremie	Långsiktig EBIT-marginal
445	5,5%	13,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	Småbolagspremie	Avskrivningar, % av omsättning
<b>1 070</b>	4,0%	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Capex, % av omsättning
11	2,0%	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	<b>WACC</b>	Rörelsekapital, % av omsättning
0	<b>14,0%</b>	2%
<b>Eget kapital</b>		Skattesats
<b>1 059</b>		20%
Antal utstående aktier, full utspädning		
12		
<b>Eget kapital per aktie</b>		
<b>92</b>		

Källa: Bolaget, EPB

## DCF, Känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%		8,0%	10,5%	13,0%	15,5%	18,0%
13,0%	95	98	103	108	114	13,0%	62	82	103	123	143
13,5%	90	93	97	101	107	13,5%	59	78	97	116	135
14,0%	86	89	92	96	100	14,0%	56	74	92	110	128
14,5%	82	84	87	91	95	14,5%	53	70	87	104	121
15,0%	78	81	83	86	90	15,0%	51	67	83	99	115

Källa: Bolaget, EPB

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>406</b>	<b>455</b>	<b>507</b>	<b>495</b>	<b>600</b>	<b>845</b>	<b>1 006</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>406</b>	<b>455</b>	<b>507</b>	<b>495</b>	<b>600</b>	<b>845</b>	<b>1 006</b>
Kostnad sålda varor	-208	-244	-274	-270	-336	-448	-533
<b>Bruttoresultat</b>	<b>198</b>	<b>210</b>	<b>233</b>	<b>225</b>	<b>264</b>	<b>397</b>	<b>473</b>
Övriga rörelsekostnader	-169	-151	-150	-152	-189	-258	-307
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>73</b>	<b>75</b>	<b>139</b>	<b>166</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>29</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>73</b>	<b>75</b>	<b>139</b>	<b>166</b>
Avskrivningar	-53	-49	-38	-43	-43	-44	-52
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>95</b>	<b>114</b>
<b>EBIT</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>95</b>	<b>114</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>95</b>	<b>114</b>
Finansnetto	-3	-8	1	2	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-28</b>	<b>2</b>	<b>47</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>95</b>	<b>114</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-28</b>	<b>2</b>	<b>47</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>95</b>	<b>114</b>
Total skatt	12	1	-12	-13	-8	-24	-26
<b>Nettoresultat</b>	<b>-15</b>	<b>4</b>	<b>35</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>71</b>	<b>88</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-15</b>	<b>4</b>	<b>35</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>71</b>	<b>88</b>
Intäktstillväxt	-	12%	11%	-2%	21%	41%	19%
Bruttomarginal	48,7%	46,3%	46,0%	45,5%	44,0%	47,0%	47,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	5,3%	11,3%	11,3%
EPS, justerad	-1,41	0,36	3,04	1,74	2,04	6,16	7,61
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-43%	17%	>100%	24%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-24	11	46	31	32	95	114
Övriga kassaflödesposter	56	47	24	30	33	14	12
Förändringar i rörelsekapital	-36	-42	-61	64	9	-73	-6
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-4</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>126</b>	<b>74</b>	<b>37</b>	<b>120</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-41	-19	-24	-19	-9	-6	-8
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-14	-18	-26	-25	-30	-30
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-45</b>	<b>-33</b>	<b>-42</b>	<b>-45</b>	<b>-34</b>	<b>-36</b>	<b>-38</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-49</b>	<b>-18</b>	<b>-33</b>	<b>81</b>	<b>40</b>	<b>1</b>	<b>83</b>
Nyemission / återköp	0	71	0	0	0	0	0
Övriga poster	24	2	-4	-55	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>24</b>	<b>73</b>	<b>-4</b>	<b>-55</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-25</b>	<b>55</b>	<b>-36</b>	<b>25</b>	<b>40</b>	<b>1</b>	<b>83</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>77</b>	<b>10</b>	<b>44</b>	<b>-24</b>	<b>-64</b>	<b>-64</b>	<b>-147</b>

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	257	242	251	277	277	277	277
Övriga immateriella tillgångar	53	47	57	69	73	81	85
Materiella anläggningstillgångar	101	86	92	105	92	76	58
Övriga anläggningstillgångar	45	40	36	40	41	47	61
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>457</b>	<b>416</b>	<b>436</b>	<b>491</b>	<b>484</b>	<b>481</b>	<b>481</b>
Varulager	87	127	97	85	102	144	171
Kundfordringar	75	68	141	67	84	118	141
Övriga omsättningstillgångar	35	47	51	85	54	76	91
Likvida medel och kortfristiga placeringar	52	108	72	100	139	140	222
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>249</b>	<b>351</b>	<b>361</b>	<b>337</b>	<b>379</b>	<b>478</b>	<b>625</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>706</b>	<b>767</b>	<b>797</b>	<b>828</b>	<b>863</b>	<b>959</b>	<b>1 106</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	450	517	561	626	650	721	808
Minoritetsintressen	-1	-2	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>449</b>	<b>515</b>	<b>562</b>	<b>626</b>	<b>650</b>	<b>721</b>	<b>809</b>
Långfristiga räntebärande skulder	39	37	44	44	44	44	44
Långfristiga leasingskulder	23	19	14	12	12	12	12
Övriga långfristiga skulder	14	9	7	19	19	19	19
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>77</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	57	53	50	9	9	9	9
Leverantörsskulder	47	62	37	20	25	30	42
Kortfristiga leasingskulder	10	9	9	10	10	10	10
Övriga kortfristiga skulder	66	63	75	87	94	114	160
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>180</b>	<b>187</b>	<b>170</b>	<b>127</b>	<b>138</b>	<b>163</b>	<b>222</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>706</b>	<b>767</b>	<b>797</b>	<b>828</b>	<b>863</b>	<b>959</b>	<b>1 106</b>

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	12%	11%	-2%	21%	41%	19%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	40%	-12%	2%	86%	19%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-33%	4%	>100%	19%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-43%	17%	>100%	24%
Bruttomarginal	48,7%	46,3%	46,0%	45,5%	44,0%	47,0%	47,0%
EBITDA-marginal	7,0%	13,1%	16,5%	14,8%	12,5%	16,5%	16,5%
EBITDA-marginal, justerad	7,0%	13,1%	16,5%	14,8%	12,5%	16,5%	16,5%
EBIT-marginal	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	5,3%	11,3%	11,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	5,3%	11,3%	11,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	0,9%	6,9%	4,0%	3,9%	8,4%	8,7%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	1%	7%	3%	4%	10%	11%
ROCE, justerad	Neg.	2%	7%	4%	4%	13%	14%
ROIC, justerad	Neg.	2%	8%	5%	5%	15%	17%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	21%	28%	19%	17%	17%	17%	17%
Kundfordringar / totala intäkter	19%	15%	28%	14%	14%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	23%	26%	14%	8%	7%	7%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	48%	47%	40%	30%	26%	23%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	21%	26%	35%	26%	20%	23%	20%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,8x	1,1x	1,1x

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	77	10	44	-24	-64	-64	-147
Soliditet	64%	67%	70%	76%	75%	75%	73%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,0x	0,1x	0,0x	-0,1x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	2,7x	0,2x	0,5x	-0,3x	-0,8x	-0,5x	-0,9x

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,41	0,36	3,04	1,74	2,04	6,16	7,61
EPS, justerad	-1,41	0,36	3,04	1,74	2,04	6,16	7,61
FCF per aktie	-4,53	-1,60	-2,85	6,99	3,44	0,05	7,16
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	41,8	46,8	48,8	54,4	56,4	62,6	70,2
Antal aktier vid årets slut, m	10,8	11,0	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	10,8	11,0	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

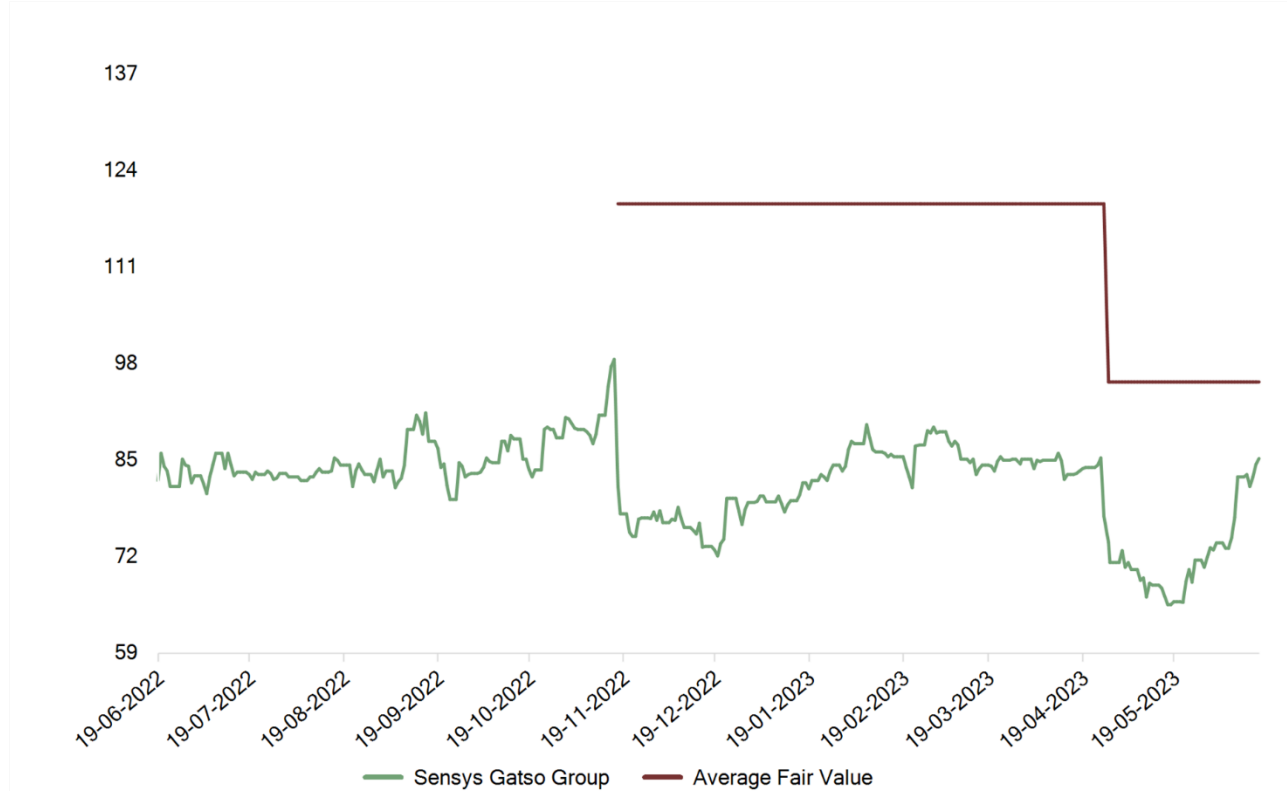
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	372,3x	25,2x	45,9x	42,0x	13,9x	11,3x
P/EK	2,6x	2,9x	1,6x	1,5x	1,5x	1,4x	1,2x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	11,4x	24,9x	1 727,7x	12,0x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	9%	4%	0%	8%
Direktavkastning	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%
EV/Sales	3,1x	3,3x	1,8x	1,8x	1,7x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	43,6x	24,9x	11,1x	12,2x	13,3x	7,2x	6,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	136,7x	20,2x	29,0x	31,2x	10,5x	8,8x
EV	1 245	1 480	925	895	999	999	999
Aktiekurs	109	134	76,5	79,8	85,7	85,7	85,7

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Sensys Gatso Group (SENS 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 frånsäger 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](http://www.penser.se)