



UPPDRAGSANALYS
17 maj 2018

Precise Biometrics

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Litet bättre kv1 än väntat	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Snabbt växande biometrimarknad	4
Fingeravtrycksläsning	5
Bolagets ersättningsmodell	7
Apples nya ansiktsgenkänning	7
Vidgad kundbas på växande marknad	8
Befintliga kunder	9
Möjligheter	10
Qualcomm – hårdvaruplattform och ny teknik	10
Övriga större kunder: Samsung, nya vertikaler mm	11
Mobiltelefon tillverkarna	11
Tillväxt- och intäktsmöjligheter för PB inom mobilsegmentet	12
Marknaden för smarta kort	14
Tidigare förluskälla såld	15
Ledande befattningshavare	16
CFO och tf Vd	16
COO	16
Forsknings- och utvecklingschef	16
Ansvarig för försäljning och affärsutveckling	16
Marknadschef	16
Styrelseordförande	16
Ägare	17
SWOT-analys	17
Styrkor:	17
Svagheter:	18
Möjligheter:	18
Hot:	18
Investment Case	19
Värdering	19
Disclaimer	22

Litet bättre kv1 än väntat

Precise Biometrics (PB) rapporterade intäkter på 18 miljoner kronor i kvartal 1/2018, vilket vara bättre än vår prognos på 16 miljoner kronor. Bolaget har positionerat sig väl inom två segment av sensorer mot smartphones; lågpris/volymsegmentet samt högprissegmentet med en ny teknik (under glas via Qualcomm).



Precise Biometrics (PB) som har utvecklat algoritmer för små fingeravtrycks-sensorer som kräver mindre processorkraft och minne än konkurrenterna. Bolaget har de senaste två åren breddat sin kundkrets till 28 sensortillverkare med tyngdpunkt i Kina samt två IT-säkerhetsföretag inriktade på säkra

betalningslösningar. Förvärvet av amerikanska Next ID Biometrics har stärkt PB:s erbjudande ytterligare. Segmenten har fram till år 2017 helt dominerats av smart phones, men nu kommer andra applikationer som smarta kort, lås och bärbara teknik-accessoarer. Tidsfaktorn är dock osäker, eftersom många leverantörer ska verifiera sina lösningar, speciellt kring de säkra betalkorten vilket kan förskjuta leveranser mot 2019 snarare än i år, 2018.

Prisfallet på kapacitiva sensorer resulterar i volymökningar på mobiltelefoner inom lågprissegmentet (asiatiska tillverkare). Kunder som Qualcomm har en ultraljudsteknik (sensor under glas) som börjar få ett genombrott mot exklusivare smartphones. Detta där dessa mobiler vid uppläsning anpassas mot flera igenkänningssätt (iris, fingeravtryck etc). Biometrimarknaden väntas fortsätta att växa i volym de närmaste åren, där PB är väl positionerade att ta del av denna tillväxt via sin breda kundkrets.

Intäkterna för första kvartalet 2018 blev 13 procent bättre än vårt estimat. Vi justerar upp våra intäktsprognoser för åren 2018-2020 med omkring sju procent. Vår riktkurs för aktien i basscenariot hamnar på 2,00 kronor (1,6). Givet 10 procent lägre respektive högre intäkter 2019 och 2020 samt cirka 3,5 respektive 13,5 procent årlig tillväxt åren 2021- 2023 hamnar vi på 1,49 kronor som motiverad aktiekurs i vårt Bear-scenariot och 2,71 kronor i Bull-scenariot.

Utfall och prognoser, Bas-scenariot

MSEK	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Intäkter	56,3	97,2	61,0	90,0	109,2	131,0
Rörelseresultat	-9,4	18,0	-13,9	4,8	18,9	34,8
Årets resultat	-9,5	31,2	-17,4	3,7	16,5	28,5
Resultat per aktie, kr	Neg.	0,09	Neg.	0,01	0,05	0,08
P/E-tal	n.m.	35,8	n.m.	160,3	36,1	20,8
Eget Kapital	83	163	146	150	166	195

Källa: Precise Biometrics (utfall) och Jarl Securities (prognoser).

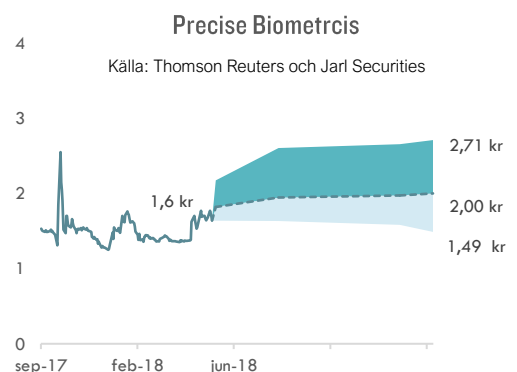
Datum: 17 maj 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: PRECISE BIOMETRICS AB
Lista: OMX Stockholm Small Cap
Vd: CFO Göran Thuresson (tf vd).
Styrelseordförande: Torgny Hellström
Marknadsvärde: 594 MSEK
Senast: 1,65 SEK
Kort om Precise: Bolaget har jobbat med fingeravtrycks-teknologi sedan 1997 och utvecklat en mycket kraftfull algoritm för små fingeravtryckssensorer. Denna mycket kraftfulla och snabba algoritmen finns idag integrerad i mer än 190 olika mobiltelefoner globalt. Men bolaget väntas även sälja till nya och växande segment framöver som smarta kort och bärbara teknikaccessoarer (exempelvis smarta klockor och datorer).

Möjligheter och styrkor: Precise Biometrics har möjlighet att följa ett stort antal kunder kring deras nya produkter framförallt i Asien. Qualcomms nya teknologi med sensorer under glas öppnar också nya möjligheter. PB:s kraftfulla sensorer kan ge extra skjuts när marknaden går från tidigare smartphones mot smarta och inbyggda produkter där prestanda-kraven ökar.

Risker och svagheter: Några mobiltelefon- och sensorföretag som till exempel Apple, Samsung (delvis) och Fingerprint Cards tar fram sina egna algoritmer. Det råder prispress på kapacitiva sensorer, vilket även drabbar PB. Som underleverantör har bolaget inte direktkontakt med slutkunden, vilket ger sämre visibilitet.

Värdering: Bear: 1,49 kr Bas: 2,00 kr Bull: 2,71 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Göran Thuresson (CFO) har gått in som tillfällig VD fram till dess att den nye VD:n Stefan K Persson tillträder i augusti 2018. Stefan har en bakgrund från telekomindustrin och marknader som till exempel Kina. Han kommer närmast från Bang & Olufsen-koncernen.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Precise Biometrics har varit börsnoterade sedan 1997 och har idag en diversifierad ägarstruktur, men en tydlig huvudägare saknas.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Bolaget hade likvida medel om 105 miljoner kronor per 31 mars 2018. Detta sätter bolaget i en komfortabel position att investera i forskning & utveckling inför nya affärer.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Precise Biometrics-aktien värderas ganska högt i förhållande till omsättning och vinst, men i nivå med expansiva mjukvaruföretag. Bolaget är en potentiell uppköpskandidat.

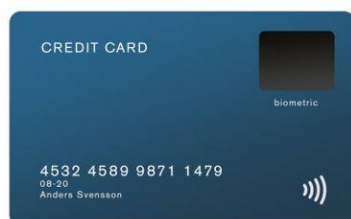
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Kundportföljen är numera väldiversifierad. Risken ligger snarare i de höga kraven på innovation i nya produkter, med prispress som en ytterligare utmaning

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



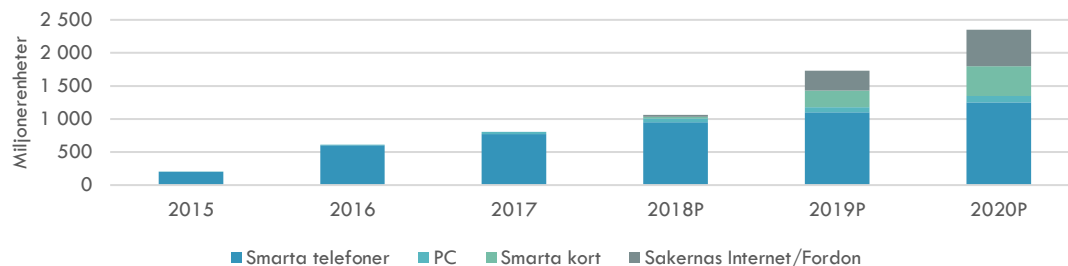
Snabbt växande biometrimarknad

Marknaden för fingeravtrycksläsare stod länge och stampade. Men i och med Apples köp av Authen Tec år 2012 blev biometrimarknaden glödhet inom segmentet smartphones. Apple har varit trendsättare för bland annat touch screens. När Apple gjorde detta strategiska drag fanns det inget annat val för konkurrenterna än att haka på, vilket även gällde den andra stora globala spelaren i sektorn, Samsung. Denna utveckling för fingeravtrycksavläsare gynnade Fingerprint Cards (FPC) och Precise Biometrics som utnyttjade sitt kunnande inom området för att ta en marknadsledande position bland mobiltelefonstillverkare, med undantag av Apple och Samsung. Idag har dock Precise Biometrics skaffat sig en helt ny kundkrets som spänner över hela registret från låg- och mellanpris-segmentet till mer exklusiva smartphones där Apples nya X-modell indikerar ett kommande teknikskifte och layouter. FPC gör numera sina egna algoritmer, men är fortfarande kund till PB inom det smarta kort-segmentet där intäkterna dock inte lär komma förrän tidigast under 2018 och kanske mer sannolikt år 2019.

Precise Biometrics är numera en samarbetspartner till de flesta av de globala sensortillverkarna. Bolagets algoritmer utgör en del av det totala mjukvarupaket som levereras tillsammans med sensortillverkarnas sensorer till mobiltelefon-tillverkarna. Eftersom algoritmlösningen är nyckeln till en bra användarupplevelse av sensorn har PB:s algoritmer varit en viktig del i FPC:s förmåga att etablera en ledande ställning på marknaden och är en viktig nyckelkomponent för de sensortillverkare som vill slå sig in på marknaden.

Den globala biometrimarknaden för mobila applikationer uppskattar vi var värd omkring 9 miljarder USD helåret 2017. Volymtillväxten är god, men en hel del av denna äts upp av den pågående prispressen som är speciellt påtagligt inom segmentet kapacitiva sensorer. Precise Biometrics avtal är volymbaserade med ett förutbestämt pris och graderade skalor (lägre pris när den levererade volymen stiger till en viss punkt).

Global biometrimarknad (miljoner enheter)



Källor: Strategy Analytics, IHS, Fingerprint Cards, Redeye, Jarl Securities.

Marknaden för fingeravtrycksteknik drivs främst av en ökad efterfrågan för mobila betalningslösningar samt säker åtkomst av information (identifiering). Smarta telefoner utgör idag en dominerande andel av den tillgängliga marknaden för sensortillverkarna. Fingeravtryck erbjuder en säkrare och enklare identifiering än koder, där den mänskliga faktorn ofta för med sig att allt för enkla koder och lösenord tas fram.

Andra användningsområden är säkra betalningar via mobiltelefoner, smarta kort, bärbara applikationer, sakernas internet, identifiering för att komma åt datainformation lagrad via så kallade moln-tjänster, personlig anpassning i fordon samt autentisering av ID-handlingar och pass. Huvuddelen av detta har nu antingen nått pilot-stadiet och/eller väntas förverkligas fram till omkring år 2022–2024.

Även om tillväxten och marknaden totalt idag domineras av smartphone-segmentet väntas smarta kort och inbäddade produkter växa kraftigt i betydelse fram emot år 2020. Det betyder att nya potentiella kunder som MasterCard och Visa kan tillkomma inom kort samt att Acer och Lenovo inom bärbara applikationer kan få en ökad betydelse (de senare är redan idag PB-kunder). Det gäller även en stor mängd olika bolag med produkter omkring sakernas internet som också kan komma att efterfråga PB:s lösningar.

Fingeravtrycksläsning

När fingeravtrycksläsare skall utvecklas är det flera parametrar som bör tas hänsyn till. Däribland:

- Hastighet
- Bekvämlighet
- Säkerhet

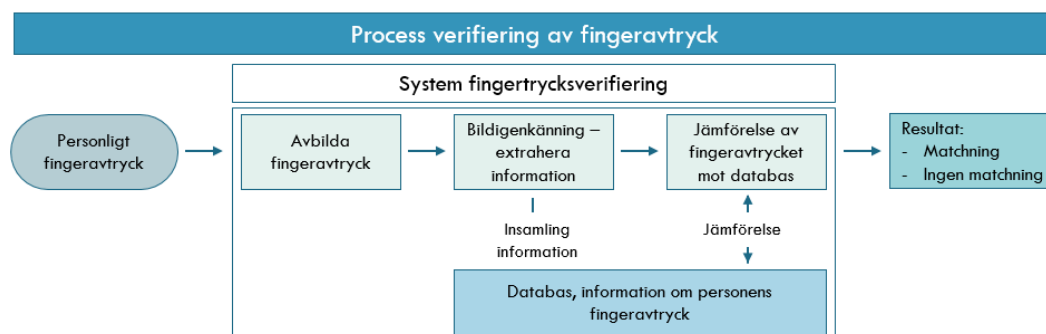
I grunden är det bildigenkänning som Precise Biometrics arbetar med. Med dagens mindre sensorer kommer inte hela fingret med i avtrycket, vilket kräver en algoritmlösning som extraherar unika egenskaper ur ett fingeravtryck för att sedan skapa en större bild, ett templat. Vid inloggning med fingeravtryck, till exempel på en mobiltelefon, matchas den del av fingeravtrycket som extraherats mot den

tidigare sparade bilden. Stämmer matchningen så öppnas telefonen. Utvecklingen inom biometri går vidare och det finns en utveckling mot att använda infrarött ljus och potentiellt även att mäta och igenkänna formen på benen i fingrarna.

De matematiska modellerna, alltså algoritmer, som används för att identifiera och senare jämföra olika bilder med varandra är nyckeln i processen. Bilder säger mer än 1 000 ord och bildanalysen kan därför bli hur komplex som helst. Det är här Precise Biometrics har utvecklat en kärnkompetens för att bygga smarta och effektiva algoritmer. Ju mer komplexa algoritmer desto mer processorkraft och minnesutrymme krävs, vilket är en begränsande faktor då fingeravtryckstekniken stjälar kraft från processorn.

Med oändlig processorkraft kan datorprogrammen göras komplexa. Men processorerna i mobiltelefonerna sätter begränsningarna. Framöver kommer sensorer att byggas in i smarta kort och andra applikationer där processorerna kommer att bli än mer begränsande.

Principskiss över stegen för verifiering av fingeravtrycksprocessen:



Källa: Cryptome.org och Jarl Securities

PB har mycket kraftfulla algoritmlösningar vilket är nödvändigt för att hantera de allt mindre sensorerna, men de är samtidigt lätta för att inte dra för mycket processorkraft och minnesutrymme. Vad gäller smarta kort, där det endast finns pilotprojekt på marknaden blir det än svårare att hantera utan en kraftfull och lätt algoritm. Detta har också bekräftats av samarbetspartners till PB inom detta område som FPC och Gemalto.

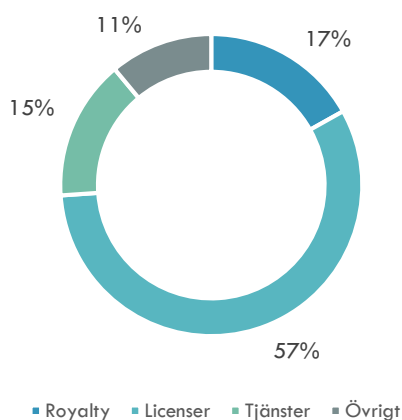
PB säljer till ett drygt tjugotal kunder som har varierande kvalitet på de bilder som skall analyseras av bolagets algoritmer. Företaget har fyra produkter: Precise Biomatch™ Mobile, Precise Biomatch™ Embedded, Precise Match-on-Card och Precise BioLive™ (den sistnämnda tillkom via förvärvet av Next ID Biometrics Inc i USA). Vi bedömer det som osannolikt att fler än de större mobil- och sensortillverkarna utvecklar egna algoritmer. PB har i våra ögon hittat en nisch som bör kunna garantera dem försäljning under många år. Företaget behöver dock satsa mer på forskning och utveckling för att utveckla funktionalitet och prestanda. Det gäller även kund Anpassning som är extra viktigt nu i ett skede när nya aktörer kommer in på marknaden.

PB:s förvärv av Next ID Biometrics i USA för 31 miljoner kronor stärker positionen att känna av fingrar (autentiskt). Företaget möter en ökad efterfrågan inom detta område, vilket hänger ihop med säkerhetsfrågor kopplad till säkra betalningar.

Bolagets ersättningsmodell

Precise Biometrics ersättningsmodell vid försäljning av sina produkter består av tre delar: en fast ersättning, en royalty-ersättning per av kundföretaget såld sensor samt intäkter från support (eftermarknad). Normalt är royaltydelen den största intäktskällan i kundavtalen, men enskilda kunder kan välja att betala en väsentligt högre fast ersättning och därmed få en lägre rörlig kostnad gentemot PB. Det brukar också finna sen trappad rörlig ersättningsmodell för att ta hänsyn till kraftigt växande volymer hos beställaren.

Precise Biometrics Fördelning per intäktslag, kv2 2017-kv1 2018



Källa: Bolagets finansiella rapporter.

Apples nya ansiktsgenkänning

Apple lanserade den 12 september 2017 sin prestige-mobilmodell Apple 10. Denna har ansiktsgenkänning för identifiering och saknade helt fingeravtrycks-identifiering. Vår bedömning är att detta är en kostsam och exklusiv lösning. För att ha lyckats med detta har bolaget behövt använda fyra till fem sensorer där en traditionell fingeravtryckslösning endast använder en sensor. Rimligen är kostnaden för Apples lösning två till tre gånger högre jämfört med fingeravtryckslösning.

Med en hög säkerhet kan marknaden möjligen komma att kräva ansiktsgenkänning för betalningar som kräver högre tillförlitlighet. Metoden har samtidigt begränsningar både vad gäller längre tid för att låsa upp telefonen, liksom användning i mörker. Det är möjligt att andra Android-tillverkare följer Apple med ansiktsgenkänning på dyrare mobiltelefoner. Men det kan också bana väg för genombrott för ny teknik som exempelvis Qualcomms inom ultraljud i högpris-segmentet av smartphones. Leveransen av Huaqeis prestigetelefon Honor 10 med PB:s sensor ser vi som ett sådant genombrott. Även bortsett från

Qualcomm så har PB närmare tio kunder med potential att slå sig in inom högprissegmentet av sensorer.

Mer allmänt (inräknat volymsegmentet) lär standarden framöver sannolikt oftast bli en kombination av de båda identifieringsmetoderna. (fingeravtryck och ansiktsgigenkänning) Samsung har redan idag smartphone-modeller med ansikts- och iris-igenkänning vilket kombineras med både kod och fingeravtrycksläsning.

Vad gäller volymsegmentet av mobiler är det viktigt att notera att kinesiska tillverkare idag dominerar här samt att både Apple och Samsung har tappat marknadsandelar till dem globalt på ett par års sikt. Här finns det idag inte utrymme för någon Apple-liknande ansiktsgigenkännings-modul av kostnadsskäl. Snarare har prispresen på så kallade kapacitiva sensorer öppnat upp för nya aktörer inom ett segment där några större spelare tidigare närmast har haft en oligopolliknande position. En del av dessa aktörer som har potential att bryta in i lågprissegmentet är kunder till Precise Biometrics.

Vidgad kundbas på växande marknad

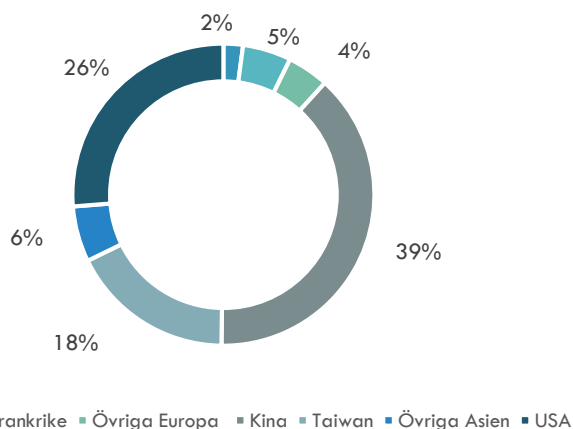
Precise Biometrics utvecklingsteam på cirka 15 personer i Lund byggdes upp 2007 med en stomme av anställda från dåvarande Teleca. Detta gav en skjuts inom bildanalys, som blir ett allt viktigare verktyg när sensorerna blir mindre. Ytterligare sju utvecklare jobbar i Karlstad.

I början av 2017 förvärvade Precise Biometrics det nordamerikanska företaget Next ID Biometrics, vars expertis är att kunna identifiera skillnaden mellan levande och döda fingrar. Avsikten är att Next ID Biometrics lösning skall integreras i och förstärka Precise Biomatch™ Mobile. Förvärvet finansierades genom en riktad nyemission om 50 miljoner kronor i Precise Biometrics-aktier.

PB tog tidigare en stor del av tillväxten inom mobilsegmentet, med kinesiska Huawei och andra mobiltelefonstillverkare via Fingerprint Cards som leverantör av fingertryckslösningar. Bolagets kontrakt med Fingerprint Cards var Precise Biometrics första och helt dominerande vilket vanligtvis brukar innebära en sämre lönsamhet.

I rapporten för första kvartalet 2018 redovisade PB den geografiska fördelningen av sina intäkter, vilket vi tycker var mycket intressant. Förutom att Kina och Taiwan utgör en stor del av intäkterna (vilket vi insåg), så framgår ytterligare ett par stora kundländer i form av Frankrike och USA. I det sistnämnda ingår givetvis Qualcomm, även om det även här är en kinesisk slutkund (Huawei) med i bilden. Den franska kunden skulle kunna vara Oberthur, vilket är en spekulation från vår sida.

Precise Biometrics försäljning per geografi, kvartal 2 2017-kvartal 1 2018



Källa: Bolagets finansiella rapporter.

Sedan 2013 har Precise Biometrics breddat sin kundbas, främst i Kina och övriga Östasien men även i USA via Qualcomm, som är en stor spelare inom mobilbranschen. Det som licensieras är företagets fingeravtrycks-algoritmer som kan integreras i mobiltelefoner Precise BioMatch™ Mobile- samt för en del av avtalen även Precise Biomatch Embedded.

PB utvecklar också referensmjukvara för integration av Precise Biomatch Mobile i mobiltelefoner i syfte att underlätta för kunderna att snabbare etablera sig i marknaden. Detta sker normalt i samband med att sensor-tillverkarna kommer in i utvärderingsprocesser hos mobiltelefon-tillverkarna.

Befintliga kunder

Precise Biometrics hade nio kunder som genererade royaltyintäkter under första halvåret 2017. Vi bedömer och/eller tror att FPC, Silead, Elan Microelectronics, Synaptics, Betterlife, Chipone, Qualcomm och Focaltech ingick i denna grupp. Synaptics har dock idag en egen algoritm som företaget använder.

Dagens kundlista omfattar förutom FPC ett drygt tjuuotal andra sensortillverkare: Synaptics, Silead, JP Sensor, Elan, Cypress, Oxi Technology, Focaltech, Gingytech, J-Metrics, Chipone, M-Star, IDEX, Eosmem, Betterlife, Daejin, RF Control, Qualcomm Technologies, Inven Sense, Samsung´s Systems LSI Business, Image Match Design, Zeitech, Melfas och VKANSEE, de två säkerhetsföretagen Gemalto och Oberthur, sensor-modulhuset O-Film, NXP som jobbar med säkra uppkopplade lösningar för inbäddade applikationer samt Kona-i, en ledande leverantör av systemlösningar för betalkort.

I kundackvisitionen har bolaget tillgång till två etablerade partnerteam, ett för Kina och Taiwan samt ett i Sydkorea, vilka har deltagit i bearbetningen av nya och potentiella kunder. PB urvalskriterier har varit att kunderna antingen ska vara relativt stora på marknaden riktad mot någon av de stora biometriska vertikallerna eller att företagen har en intressant teknik och lovande utsikter.

Ett inte helt realistiskt scenario är att tio av PB:s kunder vardera tar procentuella världsmarknadsandelar år 2018 eller kanske mer troligt under 2019. Rent ekonomiskt skulle det vara ganska optimalt för PB, med tanke på att ersättningen per såld enhet då i stort sett skulle maximeras. Långsiktigt lär dock spridningen i volym och pris mellan de olika kunderna bli ganska stor, men samtidigt bilda en balanserad portfölj. Sensormarknaden (åtminstone den för kapacitiva produkter) kännetecknas idag av stor konkurrens och prispress. Utmaningen med att ha etablerat en så pass diversifierad kundportfölj är de initialt högre kostnaderna kopplade till försäljning och produktanpassning. PB har behövt bygga upp sin organisation för att möta flera olika kunders behov. Bolaget har dock redan lagt ned rätt mycket resurser på fou- och tekniksidan. Om bolagets intäkter växer blir nästa steg i så fall lokal närvaro på någon eller några av de största marknaderna.

Tidigare (under 2015 och 2016) hade Precise Biometrics ett extremt stort beroende av Fingerprint Cards (FPC) som stod för omkring hälften av PB:s intäkter 2015. Sedan FPC tog fram en egen algoritm-utveckling 2016 minskade andelen intäkter från denna kund ned mot noll i mitten av 2017. FPC kvarstår dock som kund till PB inom smarta kort, där några intäkter dock inte lär dyka upp förrän tidigast under 2018.

Möjligheter

Det som nu krävs är att några av de nya kunderna till PB tar en större del av sensormarknaden för mobiltelefoner, surfplattor, bärbara teknik-accessoarer, smarta kort med mera. Totalmarknaden väntas växa med åtskilliga hundra miljoner enheter fram till år 2020 vilket ger stora möjligheter till nya affärer.

Qualcomm – hårdvaruplattform och ny teknik

Plattformstillverkare som Qualcomm (USA), Mediatek (Taiwan) med flera närmar sig biometrimarknaden genom att utveckla plattformar för biometrisk autentisering. Qualcomms Snapdragon Sense hårdvarubaserade ID-plattform lanserades i april 2015. En betydande del av denna består av stödjande mjukvara. Qualcomms ID-plattform har gjort att betalföretag som WeChat kunnat etablera betallösningar med fingeravtrycksigenkänning. Qualcomm har via plattformen Snapdragon goda möjligheter att nå ut brett i marknaden. Precise Biometric skrev i juli 2016 ett licensavtal med Qualcomm där PB får royaltyersättning för användning av Precise BioMatch Mobile kopplat till försäljning av Qualcomms sensorer. Här finns en intressant koppling till Qualcomms ultraljudsteknik som gör bildtekniken, ett av PB:s styrkeområden, mer central. Avtalet med Qualcomm kan fungera som ett starkt referenskontrakt mot nya kunder.

Precise Biometrics algoritmlösning har tidigare integrerats parallellt i två snarlika mobiltelefonmodeller; ex Xiaomi Mi5S med Qualcomm och Xiaomi Mi5S Plus med FPC. Detta är ett tecken på att mobiltelefonstillverkarna har börjat använda parallella sensorleverantörer. Något som skulle vara mycket gynnsamt för Precise Biometrics (för ett par år sedan var ofta FPC enda leverantör till mobiltelefonerna vid sidan av Apple och Samsung). Idag handlar det mer om att vara första-leverantör och inte andra eller tredje leverantör på en mobiltelefonmodell.

Övriga större kunder: Samsung, nya vertikaler mm

Den kinesiska sensortillverkaren Silead kan bli en av PB:s nya viktigare kunder. Precise Biometrics mjukvara licensierades i två av Sileads mobiltelefonmodeller under första kvartalet 2017. Detta har en ganska betydande volympotential, vilket skulle vara gynnsamt för PB. Denna utveckling där Silead genererar mer volym åt PB väntas fortsätta in i 2018 och kanske också dra en del extra utvecklingskostnader.

Precise Biometrics tecknade under andra halvåret 2016 ett avtal med Samsungs Systems LSI Business (en division inom Samsung Electronics). Denna kund på fingeravtryckssensorer kommer sannolikt att leverera såväl till Samsung som andra mobiltelefonstillverkare.

Oberthur, är ett av de ledande säkerhetsföretagen inom sektorn och brett verksamma inom olika vertikaler av biometrimarknaden från smartphones till smarta kort. Avtalet med Precise Biometrics i maj 2016 innebär att bolagets fingeravtrycksalgoritm integreras i Oberthurs Secure element "PEARL by OT®"- som är en produkt som säljs och därmed ett extra sätt för PB att komma in vid lanseringen av nya mobiltelefonmodeller.

Denna enhet kan appliceras inom alla viktiga biometrivertikaler som smartphones, bärbara teknikaccessoarer, surfplattor, smarta kort samt fordon. PEARL by OT har integrerats i över 180 miljoner mobiltelefoner. Under kvartal 1/2017 meddelades att företagets Secure Element (PEARL by OT) inkluderat Precise BioMatch Embedded blivit certifierats för säkra finansiella betalningar i Kina, vilket innebär en stor potential.

Det taiwanesiska företaget Focaltech (börsnoterat) nådde en årsomsättning om cirka 3,1 miljarder kronor 2017. Företaget är en av de ledande på tillverkning av touchpaneler i Kina och har börjat etablera sig även globalt.

OxiTechnology är en kinesisk tillverkare av biometriska sensorer, baserad i Shanghai. Bolagets teknologi heter TFT Thin Optical Touch och kombinerar hög bildkvalitet med kostnadseffektivitet. Precise Biometrics kan bidra till det förstnämnda.

Elan Microelectronics har levererat sensorer till Asus flaggskeppsdator med PB:s algoritm.

Mobiltelefonstillverkarna

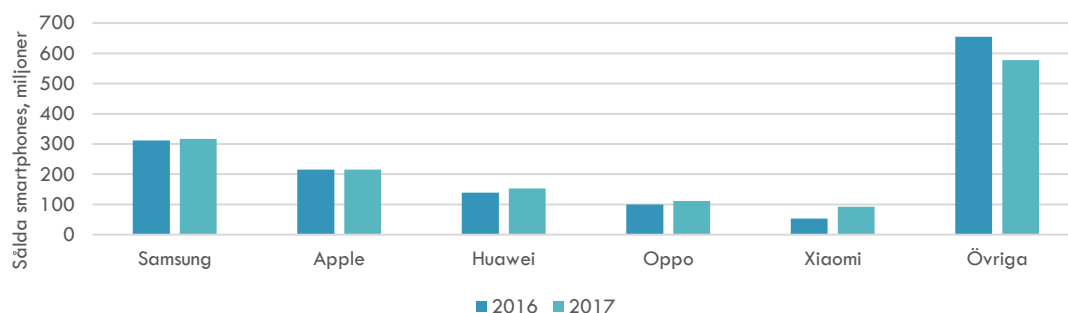
Precise Biometrics hade fram till mitten av 2017 via sin tidigare storkund Fingerprint Cards samtliga mobiltelefonstillverkare som köpare med undantag av Apple och Samsung. Dessa är å andra sidan de två största tillverkarna av smarta telefoner globalt. Därmed har tyngdpunkten för Precise Biometrics legat på kinesiska tillverkare som exempelvis Huawei, Xiaomi och Lenovo. De senaste åren har en dramatisk förskjutning skett där kinesiska tillverkare med Huawei samt under 2016, Oppo och Vivo erövrade marknadsandelar. De kinesiska företagen väntas växa ytterligare, på bekostnad av främst Apple och Samsung vars globala marknadsandelar nådde sin topp i mitten av 2013 respektive 2014.

En positiv faktor för sektorn har tidigare varit de korta livslängder på de nya mobiltelefon-modellerna som varierat mellan tolv och arton månader. Med andra ord blev det många nya lanseringar, vilket gav mycket jobb åt leverantörerna. De senaste kvartalen har dock smartphone-marknaden speciellt i Kina bromsat in mycket kraftigt och kan eventuellt komma att återhämta sig något under resterande delar av 2018.

Apple förvärvade 2012 det Florida-baserade sensorbolaget Authen Tec. Apple sköter idag sin utveckling internt inom koncernen. Redan året därpå, 2013, utrustades Apples Iphone med en fingeravtrycksläsare. Samma år förvärvade Synaptics sensortillverkaren Validity och etablerade sig därmed på denna marknad.

Precise Biometrics för en dialog med Samsung, som har två sensor-tillverkare inom sin koncern. Men Samsung har samtidigt många nya mobiltelefonmodeller som skall lanseras. PB:s lösning skulle kunna underlätta för Samsung men för det krävs att deras lösning anses vara bättre på små sensorer.

Kineser växer inom Smartphones (miljoner sålda enheter)



Källor: IDC Worldwide Quarterly Mobile Phone Tracker, November 2017, Jarl Securites

Den globala totalvolymen för sålda smartphones uppgick under helåret 2017 till knappt 1,5 miljarder enheter, vilket var i nivå med året innan (2016). Apples försäljning steg under fjärde kvartalet 2017 till följd av lanseringen av två nya modeller (bland annat den berömda jubileumseditionen Iphone X), men sett över hela 2017 var det framförallt de kinesiska tillverkarna som Huawei och Xiaomi som erövrade marknadsandelar.

Tillväxt- och intäktsmöjligheter för PB inom mobilsegmentet

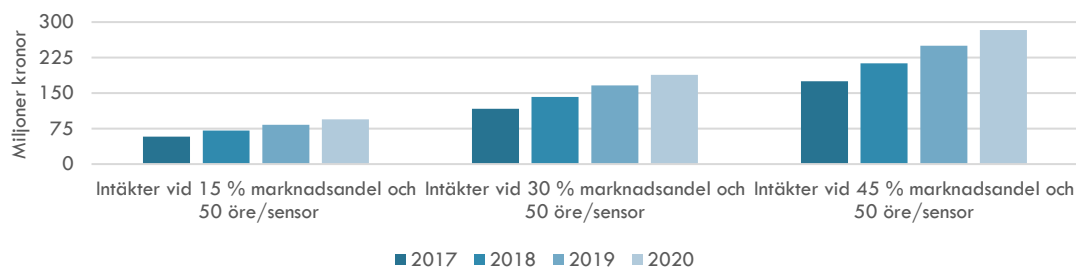
Fingerprint Cards uppskattade att de hade 45 procents världsmarknadsandel för mobiltelefonsensorer helåret 2015 och sannolikt någonstans mellan 50 och 60 procent för helåret 2016. Det gav en mycket snabb tillväxt även för Precise Biometrics räknat från och med tredje kvartalet 2015. I april 2016 meddelade Fingerprint Cards att de lanserat sin första egna algoritmlösning för mobiltelefon-plattformar helt utan partnermedverkan. Utfasningen av PB startade under andra halvåret 2016 och avslutades under första halvåret 2017.

Vi uppskattar att Precise Biometrics i genomsnitt kommer att få ungefär dubbelt så bra betalt per enhet av sina nya kunder jämfört med ersättningen från FPC. Detta bland annat för att de tillför mer värde till de nya kunderna. Antar vi att FPC levererade 110 miljoner enheter under 2015 och 55 procent av Precise Biometrics intäkter kom från FPC, motsvarade det 28 öre per enhet. Annorlunda uttryckt borde PB:s intäkter ha varit omkring 100 miljoner kronor snarare än 56 miljoner kronor helåret 2015 om försäljningen hade skett till andra sensortillverkare än FPC, det vill säga en ökning med omkring 80 procent. Detta har vi beaktat i våra resultatprognoser för PB för 2018 och 2019.

Det scenario med ökad konkurrens, där FPC tappar marknadsandelar till främst asiatiska leverantörer inträffade snabbare än vi trott. Redan under andra halvåret 2016 började FPC:s tapp bli synbart, vilket ledde till vinstvarningar och kursfall i aktien. Det sammanföll även med en avmattning av intensiteten för lansering av nya smartphones.

För att illustrera potentialen för Precise Biometrics har vi utgått från prognoser från ledande institut (Actuy Research med flera). Redeye har uppskattat den tillgängliga volymen på världsmarknaden i form av antalet mobiltelefonsensorer till 777 miljoner stycken. 2017, 947 miljoner stycken. 2018, 1,11 miljarder stycken. 2019 och 1,259 miljarder stycken 2020.

PB-intäkter vid 50 öre per sensor



Källa: Jarl Securities

Vi laborerade tidigare med ett låg-, mellan- och högrisscenario för att uppskatta Precise Biometrics framtida intäkter utan FPC som kund

Speciellt vid litet högre volymer för enskilda kunder sjunker ersättningen per sensor normalt enligt en trappstegs-modell i avtalen. Å andra sidan kan mjukvaruanpassningar hålla upp ett högre genomsnittspris även vid högre volymer. I grafen ovan illustreras mellanpris-scenariot som utgör grund för våra prognoser för Precise Biometrics intäkter 2018–2020.

Marknaden för smarta kort

Nästa tillväxtområde för Precise Biometrics algoritmer efter mobiltelefoner är smarta kort, bärbara teknikaccessoarer med mera. Dessa marknadssegment väntas stå för huvuddelen av tillväxten inom biometrimarknaden under perioden 2018–2020. På längre sikt, bortom år 2020, kan de nya segmenten mycket väl representera en större totalmarknad än dagens smartphones.

Marknaden för smarta kort väntas växa med 9 procent per år från 2014 till 2020 för att nå ett värde på 11,9 miljarder USD år 2020 enligt Transparency Market Research. Enligt Precise Biometrics väntas årligen omkring 1 miljard smarta kort bytas ut (källa: kvartalsrapport 1/2016) och det är här som installation av ny biometrisk identifikation blir aktuell. Den för PB applicerbara marknaden med smarta betalkort väntas ta fart från och med år 2018. En faktor som ökar osäkerheten är dock att det är många intressenter som ska godkänna de nya säkra betalningslösningarna innan de kan börja användas. Det skulle kunna skjuta de större kommersiella lanseringarna framåt i tiden mot 2019.

I början av 2018 offentliggjordes att Precise Biomatch Embedded används i den första pilotstudien i USA med biometriska betalkort med dubbla gränssnitt från Visa och Mountain American Credit Union. PB kommer här in via Fingerprint Cards sensorer.

Inom smarta kort har Precise Biometrics sedan tidigare ett samarbete med Gemalto som är världens största tillverkare av SIM-kort och har smarta kort som sitt största produktområde. På kundlistan återfinns även Oberthur Technologies som är en av de tre största spelarna på detta område inkluderande säkra betalningslösningar för mobiltelefoner. Under tredje kvartalet 2017 integrerades Precise BioMatch Embedded i världens första biometriska betalkort från AirPlus. Liksom smartphonemarknaden har smarta kort-marknaden sin tyngdpunkt i Asien.

Under telekommässan i Barcelona i februari 2016 presenterades Gemalto, Fingerprint Cards, Precise Biometrics och STMicroelectronics en lösning för fingeravtrycks-identifiering på smarta kort och bärbara applikationer. Precise Biometrics står för del av mjukvara som kombineras med Fingerprint Cards produkter för säker identifiering via fingeravtryck för vidare access mot betaltjänster och log in på hemsidor med hjälp av e-legitimation. Fingerprint Cards bekräftade i april 2016 att partner-samarbetet med Precise Biometrics fortsätter inom smarta kort och bärbara teknikaccessoarer där kraven på den stödjande algoritmen är högre än i smartphone-miljön.

I första kvartalsrapporten 2018 meddelades dels att PB:s fingeravtrycksmjukvara användes i ett första pilotprojekt med Visa och Mountain America Credit Union i USA. Dessutom fördjupar PB sitt samarbete med Kona-i som är ledande systemleverantör för betalkort i USA.

Enligt Juniper Research väntas antalet online-betalningar öka från 79 miljarder stycken 2015 till 163 miljarder 2020, motsvarande en årlig tillväxttakt om drygt 15 procent. Antalet betalkort som årligen tillverkas väntas öka från 4,2 miljarder stycken 2014 till 9,2 miljarder stycken 2020 enligt IHS Technology. Med ett växande antal online-transaktioner stiger kraven på säkerheten i exekveringen av dessa, vilket gynnar stora företag inom smarta kort-segmentet, där Precise

Biometrics kan komma med som leverantör med sina kraftfulla algoritmlösningar applicerade på dessa kort.

Omkring 2019 bör mellan 15 och 30 procent av PB:s totala intäkter komma från smarta kort-segmentet. Osäkerheten vilken ersättning som kan erhållas per kort är fortfarande stor, men volymmässigt kan smarta kort hamna i paritet med smartphones-segmentet år 2020–2021.

Smarta kort produceras idag i det billiga men känsliga materialet kisel. En utveckling pågår där kiselprocessorer på sikt kan komma att ersättas av exempelvis ultraljudsprocessorer. Qualcomm driver produktutvecklingen inom detta område och bör ha möjligheter att lyckas att ta detta steg inom några år.

Tidigare förluskälla såld

Den 21 juni 2017 meddelade Precise Biometrics att det avyttrar sitt andra affärsområde Smart Card Solutions med smartkortsläsaren (Tactivo) till det tyska företaget IDENTOS. Affären slutfördes per årsskiftet 2017/18 då det tyska bolaget övertog samtliga tillgångar hänförliga till affärsområdet. Som ersättning för övertagande av varumärkesrättigheter och patent mm kommer IDENTOS att betala kommission till PB hänförlig till försäljning av Tactivo. Dessa intäkter bedöms ungefärligen täcka avskrivning av återstående bokförda värden kopplade till Mobile Smart Card Solutions i Precise Biometrics balansräkning, dvs en förväntad resultat effekt på omkring noll. I kvartal 1/2018 redovisade PB ett positivt resultat från avyttrade bolag om 70 tusen kronor.

Affärsområdet Smart Card Solutions belastade PB-koncernens resultat med 22 miljoner kronor både 2015 och 2016.

Ledande befattningshavare

CFO och tf Vd

Göran Thuresson, född 1960. Utbildad civilekonom inom Affärsadministration och ekonomi från Lunds universitet. Tidigare ledande finansiella befattningar på Weidmüller, BE Group, Schneider Electric, Procordia Food och Securitas.

I januari 2018 meddelades att Stefan K Persson har utsetts till ny VD för Precise Biometrics att efterträda Håkan Persson. Göran Thuresson fungerar sedan dess som tjänstgörande VD vid sidan av sin CFO-roll fram till dess att Stefan K Persson tillträder sin post i augusti 2018. Stefan kommer närmast från Bang Olufsen Group, men har tidigare jobbat för Sony Ericsson i Kina.

COO

Patrik Lindeberg, född 1973. Ansvarig för försäljning med lång erfarenhet inom telekom, varav över tio år på Precise Biometrics. Företagsledande erfarenhet sedan tidigare från Teleca och Obigo.

Forsknings- och utvecklingschef

Fredrik Clementson, född 1981, tillträder den 1 september 2017 denna befattning på bolaget. Fredrik har en Civilingenjörsexamen och har jobbat tio år på Precise Biometrics samt tidigare för Obigo och Teleca i USA.

Ansvarig för försäljning och affärsutveckling

Fredrik Sjöholm, född 1970 tillträdde denna tjänst 2017. Tidigare yrkesbakgrund från bl.a. Cybercom, ENEA, SonyEricsson och Telelogic.

Marknadschef

Daniel Edlund, född 1979. Utbildad MBA Affärsadministration vid Göteborgs Universitet. Daniel har en gedigen bakgrund från IT- och telekomindustrin bland annat Huawei i Norden, Axicom Cohn & Wolfe och Porter Novelli.

Samtliga tidigare nämnda ledningspersoner har 300 000 teckningsoptioner.

Styrelseordförande

Torgny Hellström, född 1958, jur. kand. Senior managementkonsult på Ruddex International. Tidigare ledande befattningshavare på Anoto Group, Ericsson och inom IBM-koncernen.

Ägare

Ägandet i Precise Biometrics är diversifierat, utan någon tydlig huvudägare.

Tio största ägarna, 2018-03-31

Ägare	% av kapital och röster
Avanza Pension (PB)	7,7
Nordnet Pensionsförsäkring (PB)	2,3
Swedbank Försäkring	1,3
Bengt Andersson	1,0
Emil Natchev	0,7
Torgils Bonde	0,6
Nils Arvidsson	0,6
Danko Malesev	0,5
Christer Jönsson	0,5
Per Magnusson	0,5

Källa: Holdings.se.

SWOT-analys

Styrkor:

- PB är fokuserade på extrahering och matchningsalgoritmer för små sensorer med begränsad processorkraft och minnesutbyggnad.
- Bred installerad bas (PB:s produkt är standard inom mjukvara).
- Bred och djup kunskap om fingeravtrycksteknik för flera olika typer av sensorer, exempelvis kapacitiva, optiska och ultraljud.
- Ett starkt erbjudande för sensortillverkare och i slutändan mobil-telefon-tillverkare.
- PB har ett ännu bättre erbjudande för Inbäddade produkter.
- Lokala sälj- och supportorganisationer i Sydkorea, Taiwan och Kina.
- Förvärvet av USA-bolaget NextID Biometrics har tillfört kunskap om att kunna detektera döda fingeravtryck.
- PB kan bli en plattformslieferantör.

Svagheter:

- PB saknar förstahandsaccess till hårdvaran (erhålls via partner).
- Även om de supporterar strategiska kunder kan PB inte styra omsättningens fördelning mer än så (viktigt för lönsamheten).
- Bolaget har begränsad erfarenhet inom utveckling av mjukvara för betalningslösningar och betalningscertifiering.
- PB bedöms ha svårigheter att förflytta sig uppåt i värdekedjan givet nuvarande struktur.

Möjligheter:

- Nya sensortekniker till exempel ultraljudsteknik där djupare delar av ett finger kan avläsas innebär en möjlighet för PB på grund av företagets starka position inom bildteknik.
- Partnerskap med lokala leverantörer av integration för Trusted Application hos kunder som kan hjälpa dem att hantera betalningscertifiering.
- Prispress inom kapacitiva sensorer kan hjälpa en del av PB:s kunder att få leverera sensorer till lågpris-mobiltelefoner.
- PB kan dra nytta av sina sensorkunder för att komma in på nya marknader för inbäddade produkter.

Hot:

- Att mobiltelefonstillverkarna eller sensorföretagen tar fram egna algoritmer.
- En överetablering av kapacitiva sensortillverkare har medfört prispress i sektorn.
- Produktionsanpassningar som PB tvingas göra för sina nya kunder riskerar att gå ut över kärnproduktens kvalitet.
- En långsammare utveckling än beräknat för biometri-anpassning av inbäddade produkter hotar PB:s framtida tillväxt.
- Snabba teknikskiften där Precise Biometrics har begränsade resurser och tvingas prioritera inom sina produktvertikaler.
- Tidigare Samsung och nu senast Apple har lanserat ansiktsgenkänning på några av sina senaste mobiltelefoner.

Investment Case

Värdering

Utmaningen med att värdera PB är att biometrisektorn är ny och växer snabbt. FPC har haft sitt segertåg på Stockholmsbörsen (som sedan förbyttes i nedgång och fall). PB hängde delvis med i denna utveckling. Sedan slutet av 2016 har förutsättningarna ändrats och andra sensortillverkare än FPC har kommit in på bred front mot mobiltelefon-tillverkarna. Det finns även stora förhoppningar på konkurrerande bolag med helt andra tekniker- som exempelvis Next Biometrics. Alla kan inte vinna. Det innebär både möjligheter och risker, men i PB:s fall är ändå bolaget idag mer diversifierat med en spridning på många nya kunder.

Från och med hösten 2016 har PB-aktien blivit mer frikopplad från sin tidigare starka koppling till FPC-aktiens kursutveckling. Det är logiskt med tanke på att PB etablerat en helt ny kundbas. Däremot har generella fenomen i sensorbranschen (som exempelvis prispress) tidvis gjort sig påmind även i PB:s aktiekursutveckling.

Vi utgick tidigare från att PB via sina nya sensorkunder skulle ta 15 procent global marknadsandel på mobiltelefonsensorer 2017 till ett genomsnittspris på 60 öre per sensor vilket skulle innebära intäkter på 75 miljoner kronor på mobiltelefonsidan. Vår basprognos som vi lade i vår första analys publicerad den 7 oktober 2016 uppgick till 90 miljoner kronor i totala intäkter. Efter ett tapp under andra halvåret 2017 började vi om från en något lägre bas i våra prognoser, dock med ungefär samma tillväxtantaganden som tidigare. Nu efter första kvartalsrapport 2018 ser vi möjligheter att återvända till en helårsprognos runt 90 miljoner kronor. Det grundar vi bland annat på PB kan väntas följa Qualcomms lansering för nya mobiltelefon-modeller med sin lösning under glas. Till det kan läggas att ett annat segment nämligen lågpristelefonerna nu också kommer att ha råd med fingeravtryckssensor till följd av prispressen som varit. Då talar vi i stor utsträckning om marknaden i Kina och övriga Östasien. Även på denna marknad bör PB kunna surfa med tack vare sina många asiatiska kunder.

För våra prognoser avseende åren 2018 och 2019 har vi tagit hänsyn till den generella marknadstillväxten inklusive att segmentet smarta kort väntas ta fart inom ett åt. Men vi har även antagit en prisreduktion på sensorer som gör att tillväxttakten i kronor blir lägre än volymtillväxten under prognosperioden. Samtidigt antar vi att Precise Biometrics via kunder kommer att nå omkring 20 procent av världsmarknaden för smartphone-sensorer från omkring mitten av 2019. Bolaget har en bruttomarginal strax över 90 procent på tillkommande intäktskronor, men vi har räknat på 74 procent resultat effekt på den väntade intäktsökningen mellan 2018 och 2020 för att väga in en del tillkommande kostnader när bolaget växer och får fler kunder i olika länder som behöver tas om hand och servas.

Vi har tagit fram en värderingsjämförelse för huvudsakligen nordamerikanska mjukvarubolag (ofta snabbväxande trots sin storlek) via Reuters. Som framgår uppgår den genomsnittliga EV (bolagsvärde exklusive lån) /Intäktsmultipeln till omkring 6,9 gånger för dessa mjukvaruföretag. Som en jämförelse värderas Precise Biometrics till 7,8 gånger sina intäkter på vår helårsprognos för 2018, alltså till ett litet premium jämfört med sektorn överlag.

Värdering mjukvarublag:

	Börsvärde, mdr USD	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/REV	P/BV
Salesforce.com Inc	94,4	56,3x	30,3x	40,4x	6,9x	10,0x
Adobe Systems Inc	116,9	34,6x	26,1x	28,3x	11,8x	13,6x
Guidewire Software Inc	7,3	73,4x	45,9x	53,2x	9,2x	6,5x
Tableau Software Inc	7,6	2211,1x	179,0x	NULL	6,5x	8,3x
Intuit Inc	48,8	30,8x	20,8x	23,2x	7,9x	42,1x
VMware Inc	55,9	22,4x	14,7x	16,1x	5,4x	7,2x
Workday Inc	28,8	101,2x	50,0x	75,2x	9,5x	18,0x
Red Hat Inc	28,8	45,7x	29,1x	32,3x	7,7x	19,5x
Check Point Software Technologies Ltd	15,3	16,7x	13,5x	13,6x	7,2x	4,5x
Citrix Systems Inc	14,3	19,4x	14,6x	16,5x	5,1x	27,7x
Cadence Design Systems Inc	11,6	24,5x	17,3x	20,8x	5,4x	10,1x
Constellation Software Inc	20,7	25,7x	19,5x	20,8x	5,0x	25,4x
Ultimate Software Group Inc	8,1	44,9x	26,5x	30,8x	6,7x	14,9x
Fortinet Inc	9,9	36,3x	19,6x	23,0x	4,7x	14,2x
Proofpoint Inc	6,2	97,1x	57,5x	85,4x	8,1x	20,5x
Veeva Systems Inc	11,0	55,7x	36,5x	38,3x	11,9x	12,5x
Median	15,3	36,3x	26,1x	25,8x	6,9x	14,2x

Källa: Thomason Reuters och Jarl Securities

En annan viktig parameter i bedömningen av Precise Biometrics-aktien är vad bolagets patent är värda. Precise Biometrics lutar sig mot smalsensor-patentet, som går tillbaka till 1999 och är mycket starkt. Patentet täcker i princip in hela identifieringsprocessen för fingeravtryck. Totalt har Precise Biometrics omkring (nära) hundra olika patent i sin portfölj men nyckeln är fortfarande patentet för små sensorer och de omkringliggande patent som tagits ut efter detta.

Flera aktörer som exempelvis Apple, Samsung och Fingerprint Cards kan ha gjort sig skyldiga till patentintrång genom utveckling av egna algoritmer. Vår bedömning är att PB skulle kunna ha rätt till stora licensintäkter som företaget idag inte erhåller, hypotetiskt flera hundra miljoner kronor per år. Här är dock beräkningarna så pass osäkra att vi valt att inte utveckla dem vidare. PB har hittills valt en mycket försiktig väg i patentfrågan. Vi bedömer att patenten gör Precise Biometrics till en potentiell uppköpskandidat. Detta då de immateriella rättigheterna bedöms vara mer värda i händerna på en större industriell spelare.

För att fastställa ett motiverat värde på PB-aktien har vi utgått från ett Bas-scenario med intäkter och resultat för prognosperioden 2018–2020 som redovisas i nyckelstabellen på sidan 2 och därefter antagit 10 procent intäktstillväxt år 2021, 8,5 procent år 2022 samt 7 procent intäktstillväxt år 2023. Varje extra intäktskrona från år 2021 till år 2023 antas slå igenom med 74 procent på resultatnivå. Vi kommer fram till en motiverad aktiekurs på 2,00 kronor per aktie i detta Bas-scenario.

I Bear-scenariot når bolaget 10 procent lägre intäkter år 2019 och 2020 jämfört med vårt bas-scenario. Sedan begränsar sig intäktstillväxten till 4,5 procent år 2021, 3,5 procent år 2022 samt 2,5 procent år 2023. Vi får då en motiverad aktiekurs på 1,49 kronor.

I Bull-scenariot når bolaget istället 10 procent högre intäkter år 2019 och 2020 jämfört med vårt bas-scenario. Sedan ökar intäktstillväxten till 15,5 procent år 2021, 13,5 procent år 2022 samt 11,5 procent år 2023. Vi får då en motiverad aktiekurs på 2,71 kronor.

DCF-värdering

	Bear	Bas	Bull
Wacc	10,0%	10,0%	10,0%
Intäkter år 2023	130,7	167,3	210,7
Tillväxt, evighetsvärde	2,5%	3,0%	3,5%
Rörelsevärde (EV), mkr	432,9	613,9	870,7
Nettokassa 31/3 2018, mkr	105,3	105,3	105,3
Aktievärde, mkr	538,1	719,1	976,0
Antal aktier efter utspädning, milj.	360,23	360,23	360,23
Värde per aktie, SEK	1,49	2,00	2,71
Implicit EV/EBITDA, 2020P	12,4x	17,7x	25,0x

Källa: Jarl Securities

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.